

T.C.  
KIRIKKALE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI

İSMAİL CAN

726266  
126266

**FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN  
İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ  
“İMKB’DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER ÖRNEĞİ”**

DOKTORA TEZİ

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

TEZ YÖNETİCİSİ: PROF. DR. EKREM YILDIZ

KIRIKKALE - 2003

## ÖZET

Bu çalışmanın amacı, işletmelerin kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi yönetiminde gösterdikleri etkinlik düzeyi ile, kriz sonrası finansal performansları arasındaki ilişkinin yönünü ve derecesini finansal oranlar yardımıyla belirlemektir. Bu amaca yönelik olarak, 1995-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören 112 üretim ve ticaret şirketinin, kriz öncesi döneme ait 6 yıllık finansal oran ortalamaları ile, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin tam olarak etkilerinin izlendiği 2001 yılı finansal oranları arasında finansal ve istatistiksel analizler yapılmıştır.

Öncelikle araştırma kapsamına alınan şirketler kriz sonrası finansal yönden başarılı olanlar ve başarısız olanlar olmak üzere ikiye ayrılmış, 112 şirketten 49’u finansal başarısız bulunmuştur.

Yapılan finansal ve istatistiksel analizlerden elde edilen sonuçların başlıcaları şunlardır:

- Finansal başarılı ve başarısız işletmelerin kriz öncesi ve sonrası finansal oranları arasında yapılan analizlerde, çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik düzeyi farklılığı tespit edilmiştir. Finansal başarılı işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları, finansal başarısız işletmelerin oranlarından belirgin bir şekilde yüksektir.
- Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları içerisinde kârlılık oranları ile en yüksek korelasyon katsayısına sahip oran hazır değerler oranıdır. Hazır değerler oranı ile faaliyet kâr oranı arasındaki korelasyon katsayısı 0,664 olarak hesaplanmıştır.
- Çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları içerisinde ise, işletmelerin finansal performansları üzerinde en çok etkili olan oran nakit dönüşüm süresidir. Finansal başarılı işletmelerin nakit dönüşüm süresi 92,05 gün olarak hesaplanırken, finansal başarısız işletmelerde aynı süre 124,55 gündür.
- Yapılan finansal ve istatistiksel analizler, kriz öncesi dönemlerde oluşturulan finansal yapı özelliklerinin, işletmelerin kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlardan etkilenme derecesi üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Özellikle çalışma sermayesi unsurlarının, kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlara karşı aşırı duyarlı olması, işletmeleri iflasa kadar götürebilmektedir.

## **ABSTRACT**

This research aims to predict the relationship between the efficiency level of companies in the management of working capital before an economic crisis and their financial performance after the economic crisis by using financial ratios. Our sample included 112 companies operating in the production and trade sectors that were listed in the Istanbul Stock Exchange (İMKB) in the 1995-2000 period. In order to determine the effects of a crisis on these companies, their financial ratios' averages for the 1995-2000 period is compared, using financial and statistical analyzes techniques, with their financial ratios in 2001, the year in which the effects of November 2000 and February 2001 crises were felt in full.

The 112 companies were divided into two groups. 49 companies out of 112 were classified as financially failed and the rest as financially successful.

An analysis of financial ratios of the two group of companies for the periods before and after financial crisis has shown a difference in terms of their performance in financial management. Liquidity ratios of financially successful companies are apparently higher than that of financially failed ones. Among liquidity ratios, the liquid assets ratio is the ratio which has the highest correlation coefficient with profitability ratios. It is calculated that the correlation coefficient between the liquidity assets ratio and operating profit margin is 0,664. Among turnover ratios, net operating cycle is the ratio which has the most powerful effect on financial performance of companies. While net operating cycle of financially successful companies is calculated 92.05 days, the same value for the financially failed ones is 124.53 days.

Findings of financial and statistical analyzes of this study show that financial structure of companies is of great importance in determining to what extent companies are affected by negative outcomes of a crisis. It is observed that high sensitivity of elements of working capital to negative outcomes of a crisis, in particular, may force companies to bankruptcy.

## İÇİNDEKİLER

|                                    |     |
|------------------------------------|-----|
| ÖZET.....                          | I   |
| ABSTRACT.....                      | II  |
| TABLolar DİZİNİ.....               | VII |
| <b>GİRİŞ</b> .....                 | 1   |
| I. Konunun Önemi.....              | 1   |
| II. Literatür Değerlendirmesi..... | 2   |
| III. Amaç ve Kapsam.....           | 5   |

## BİRİNCİ BÖLÜM

|                                                                                                       |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>1. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ</b> ..... | 7  |
| 1.1. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Etkinlik Ölçümü.....                                               | 8  |
| 1.1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı.....                                                                 | 9  |
| 1.1.2. Çalışma Sermayesinin Unsurları.....                                                            | 11 |
| 1.1.2.1. Dönen Varlıklar.....                                                                         | 11 |
| 1.1.2.2. Kısa Vadeli Borçlar.....                                                                     | 13 |
| 1.1.3. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Hesaplanması.....                                                | 15 |
| 1.1.3.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi.....                                                        | 17 |
| 1.1.3.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi.....                                                            | 20 |
| 1.1.3.3. Schmollenbach Formülü Yöntemi.....                                                           | 22 |
| 1.1.3.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi.....                                                             | 23 |
| 1.1.4. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları.....                                              | 24 |
| 1.1.4.1. Cari Oran.....                                                                               | 25 |
| 1.1.4.2. Likidite Oranı.....                                                                          | 26 |
| 1.1.4.3. Hazır Değerler Oranı.....                                                                    | 27 |
| 1.1.5. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları.....                                        | 27 |
| 1.1.5.1. Dönen Varlıklar (Brüt Çalışma Sermayesi) Devir Hızı.....                                     | 28 |
| 1.1.5.2. Stokların Devir Hızı ve Ortalama Stok Elde Tutma Süresi.....                                 | 29 |
| 1.1.5.3. Alacakların Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsilat Süresi.....                          | 30 |
| 1.1.5.4. Borçların Devir Hızı ve Ortalama Borç Ödeme Süresi.....                                      | 31 |

|                                                                                       |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1.5.5. Ticari Oran ve Nakit Dönüşüm Süresi.....                                     | 32 |
| 1.2. İşletmelerde Finansal Performans Ölçümü.....                                     | 33 |
| 1.2.1. İşletmelerde Varlık Dağılımı ve Finansal Yapı Analizi.....                     | 34 |
| 1.2.1.1. Dönen Varlıkların Toplam Aktiflere Oranı.....                                | 35 |
| 1.2.1.2. Toplam Borçların Toplam Aktiflere Oranı (Borç Kaldıraç Oranı).....           | 36 |
| 1.2.1.3. Kısa Vadeli Borçların Toplam Borçlara Oranı.....                             | 37 |
| 1.2.2. Kârlılık Oranları.....                                                         | 38 |
| 1.2.2.1. Satışlara Göre Kârlılığı Gösteren Oranlar.....                               | 39 |
| 1.2.2.1.1. Brüt Kâr Marjı.....                                                        | 40 |
| 1.2.2.1.2. Esas Faaliyet Kâr Marjı.....                                               | 41 |
| 1.2.2.1.3. Faaliyet Kâr Marjı.....                                                    | 42 |
| 1.2.2.1.4. Net Kâr Marjı.....                                                         | 42 |
| 1.2.2.2. Yatırımlara Göre Kârlılığı Gösteren Oranlar.....                             | 43 |
| 1.2.2.2.1. Öz Sermayenin Kârlılık Oranı.....                                          | 43 |
| 1.2.2.2.2. Toplam Aktiflerin Kârlılık Oranı.....                                      | 44 |
| 1.2.3. Büyüme Oranları.....                                                           | 44 |
| 1.2.3.1. Satışların Büyüme Oranı.....                                                 | 45 |
| 1.2.3.2. Net Kâr Büyüme Oranı.....                                                    | 46 |
| 1.2.3.3. Öz Sermaye Büyüme Oranı.....                                                 | 46 |
| 1.2.3.4. Toplam Aktifler Büyüme Oranı.....                                            | 46 |
| 1.3. İşletmelerde Finansal Başarısızlık Analizi.....                                  | 47 |
| 1.3.1. Finansal Başarısızlık Kavramı.....                                             | 48 |
| 1.3.2. Finansal Başarısızlık Nedenleri.....                                           | 49 |
| 1.3.3. Finansal Başarısızlık Tahmin Modelleri.....                                    | 51 |
| 1.3.3.1. Beaver'ın Finansal Oranlar Sistemi.....                                      | 52 |
| 1.3.3.2. Altman'ın Finansal Analiz Sistemi.....                                       | 53 |
| 1.3.3.3. Weibel'in Analiz Sistemi.....                                                | 53 |
| 1.3.3.4. Z Değeri Modeli.....                                                         | 56 |
| 1.3.3.5. Zeta Analizi.....                                                            | 56 |
| 1.3.4. Finansal Başarısızlık Araştırmalarında Çalışma Sermayesi Oranlarının Yeri..... | 57 |
| 1.4. İşletmelerin Başarısızlığa Düşmesini Engelleyici Yaklaşımlar.....                | 58 |

|                                                                              |    |
|------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.4.1. Geleceğe İlişkin Stratejilerin Belirlenmesi.....                      | 59 |
| 1.4.2. Stratejik Yönetimin Gerçekleştirilmesi.....                           | 60 |
| 1.5. İşletmelerin Finansal Durumunu Güçlendirmede Alınabilecek Önlemler..... | 61 |

## İKİNCİ BÖLÜM

|                                                                                        |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>2. FİNANSAL KRİZLERİN DOĞURDUĞU SONUÇLAR VE İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....</b> | <b>64</b> |
| 2.1. Küreselleşme Olgusu ve Finansal Piyasalar.....                                    | 64        |
| 2.2. Finansal Kriz Kavramı.....                                                        | 66        |
| 2.3. Dünyada ve Türkiye’de Finansal Krizlerin Tarihsel Gelişimi.....                   | 67        |
| 2.4. Finansal Krizlerin Doğurduğu Sonuçlar.....                                        | 71        |
| 2.4.1. Yüksek Faiz Oranları.....                                                       | 72        |
| 2.4.2. Döviz Kurlarında Artış.....                                                     | 73        |
| 2.4.3. Piyasalarda Likidite Darlığı.....                                               | 76        |
| 2.4.4. Toplam Talepte Daralma.....                                                     | 76        |
| 2.4.5. Geleceğe Yönelik Belirsizlik.....                                               | 78        |
| 2.5. Finansal Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri.....                            | 79        |
| 2.5.1. Kriz ve İşletme Yönetimi.....                                                   | 81        |
| 2.5.1.1. Kriz Öncesi İşletme Yönetimi.....                                             | 82        |
| 2.5.1.2. Kriz Anında İşletme Yönetimi.....                                             | 84        |
| 2.5.1.3. Kriz Sonrası İşletme Yönetimi.....                                            | 86        |
| 2.5.2. Kriz Dönemlerinde Finansal Yönetim.....                                         | 87        |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

|                                                                                                                     |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>3. İMKB’DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERDE ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ.....</b> | <b>90</b> |
| 3.1. Amaç ve Sorunsal.....                                                                                          | 91        |
| 3.2. Model ve Hipotezler.....                                                                                       | 91        |
| 3.3. Yöntem ve Teknikler.....                                                                                       | 93        |
| 3.3.1. Kapsam.....                                                                                                  | 93        |
| 3.3.2. Temel Finansal Oranlar.....                                                                                  | 96        |
| 3.3.3. Veri Analiz Teknikleri.....                                                                                  | 100       |
| 3.4. Kısıtlar.....                                                                                                  | 100       |

|                                                                                                                     |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.5. Bulguların Değerlendirilmesi.....                                                                              | 106        |
| 3.5.1. Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Oranlarının Karşılaştırılması.....                                           | 106        |
| 3.5.2. Finansal Başarılı İşletmeler İle Finansal Başarısız İşletmelerin Finansal Oranlarının Karşılaştırılması..... | 109        |
| 3.5.3. Çalışma Sermayesi Yönetimi İle Finansal Performans Arasındaki İlişki.....                                    | 112        |
| <b>SONUÇ.....</b>                                                                                                   | <b>117</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>                                                                                                | <b>121</b> |
| <b>EKLER.....</b>                                                                                                   | <b>131</b> |
| EK 1. Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin Listesi.....                                                          | 131        |



## TABLÖLAR DİZİNİ

|                                                                                                                                                                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 2.1.</b> Eylül 1999 – Şubat 2001 Tarihleri Arası İnterbank Gecelik Faiz Oranları.....                                                                                                                            | 72  |
| <b>Tablo 2.2.</b> Ocak 2001 – Mayıs 2002 Dönem Sonu Döviz Kurları (TL).....                                                                                                                                               | 75  |
| <b>Tablo 2.3.</b> 1990 – 2001 Yılları Arası GSMH, Kişi Başına Milli Gelir, Sabit Fiyatlarla % Artış.....                                                                                                                  | 77  |
| <b>Tablo 2.4.</b> Finansal Krizlerin Doğurduğu Sonuçlar ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri.....                                                                                                                            | 79  |
| <b>Tablo 2.5.</b> ISO'nun 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Listesinde 2000 ve 2001 Yıllarında Yer Alan Şirketlerin Satışlarında 2001 Yılında Bir Önceki Yıla Göre Değişim.....                                                   | 80  |
| <b>Tablo 2.6.</b> Aylar İtibari İle İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları (1999-2001).....                                                                                                                             | 81  |
| <b>Tablo 2.7.</b> Eski ve Yeni Yönetim Anlayışlarının Karşılaştırılması.....                                                                                                                                              | 83  |
| <b>Tablo 2.8.</b> Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Almış Oldukları Önlemler.....                                                                                                                                            | 85  |
| <b>Tablo 3.1.</b> Araştırma Kapsamına Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....                                                                                                                                           | 94  |
| <b>Tablo 3.2.</b> Kriz Sonrası Finansal Başarısız Olan Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....                                                                                                                                 | 95  |
| <b>Tablo 3.3.</b> Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar.....                                                                                                                                                            | 96  |
| <b>Tablo 3.4.</b> Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin 1995-2001 Yılları Arasındaki Finansal Oran Ortalamaları.....                                                                                                    | 97  |
| <b>Tablo 3.5.</b> Kriz Sonrası Finansal Başarılı Olan İşletmelerin 1995-2001 Yılları Arasındaki Finansal Oran Ortalamaları.....                                                                                           | 98  |
| <b>Tablo 3.6.</b> Kriz Sonrası Finansal Başarısız Olan İşletmelerin 1995-2001 Yılları Arasındaki Finansal Oran Ortalamaları.....                                                                                          | 99  |
| <b>Tablo 3.7.</b> Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin Kriz Öncesi Finansal Oran Ortalamaları ile Kriz Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)... | 101 |
| <b>Tablo 3.8.</b> Finansal Başarılı Olan İşletmelerin Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi).....                                    | 99  |

|                                                                                                                                                                                                                      |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 3.9.</b> Finansal Başarısız Olan İşletmelerin Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi).....                              | 103 |
| <b>Tablo 3.10.</b> Finansal Başarılı Olan İşletmeler ile Finansal Başarısız Olan İşletmelerin Kriz Öncesi Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi).....  | 104 |
| <b>Tablo 3.11.</b> Finansal Başarılı Olan İşletmeler ile Finansal Başarısız Olan İşletmelerin Kriz Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)..... | 105 |
| <b>Tablo 3.12.</b> Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Aralarında Anlamlı Farklılık Olan Finansal Oranlar.....                                                                                                           | 106 |
| <b>Tablo 3.13.</b> Finansal Başarılı İşletmeler ile Finansal Başarısız İşletmelerin Kriz Öncesi ve Sonrası Aralarında Anlamlı Farklılık Olan Finansal Oranları.....                                                  | 109 |
| <b>Tablo 3.14.</b> Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları ile Kârlılık Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları.....                                                                                         | 111 |
| <b>Tablo 3.15.</b> Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları ile Kârlılık Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları.....                                                                                   | 112 |
| <b>Tablo 3.16.</b> Satışların Kârlılık Oranları ile Toplam Aktiflerin Kârlılık Oranı ve Öz Sermayenin Kârlılık Oranı Arasındaki Korelasyon Katsayıları.....                                                          | 115 |

# GİRİŞ

## I. Konunun Önemi

İşletmelerde çalışma sermayesi yönetimi, faaliyetlerin kesintiye uğramadan kârlı ve verimli bir şekilde devam edebilmesi, üretim hacimlerinin genişletilebilmesi, borç ödeyememe risklerinin azaltılması ve en önemlisi olağanüstü durumlarda finansal yönden zor durumlara düşmelerinin önlenmesi bakımından büyük bir öneme sahiptir. İşletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarının ne kadar olacağı ve özellikle çalışma sermayesini oluşturan unsurların her birine ayrı ayrı duyulacak ihtiyacın optimal seviyelerinin belirlenmesi ise, çalışma sermayesi yönetiminin özünü oluşturmaktadır. Ancak, bu hesaplamaların tam ve doğru olarak yapılabilmesi, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını etkileyen işletme içi ve işletme dışı bir çok faktörün analiz edilmesini gerektirir.

İşletmeler, içerisinde faaliyet göstermiş oldukları ekonomilerde meydana gelen her türlü gelişmeden doğrudan etkilenmektedirler. Bu nedenle işletmeler faaliyetlerini devam ettirebilmek ve başarılı olabilmek için, genel ekonomik gelişmeleri önceden tahmin etmek ve bu gelişmelere uyum sağlamak zorundadırlar.

Ülkemiz 1980'lerin sonunda başlayan ve 1990'larda hızlanan finansal serbestleşme sürecine girmiş ve son on yılda iki büyük finansal kriz yaşamıştır. Günümüzde artık finansal veya ekonomik kriz kavramı, işletmelerin her türlü planlama faaliyetlerini yaparken dikkate almak zorunda oldukları bir olgu haline gelmiştir. Çünkü, finansal kriz dönemlerinde piyasaların rasyonel işleyiş düzeni ve buna bağlı olarak da işletmelerin normal faaliyet akışı bozulmaktadır. Finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar ve bu sonuçların işletme faaliyetleri üzerindeki etkileri daha ziyade işletmelerin çalışma sermayesi unsurları üzerinde yoğunlaşan bir nitelik göstermektedir.

Nedenleri ve ortaya çıkış şekilleri farklı olsa da, özünde finansal krizlerin pek çoğu, sonuçta işletmeleri iflasa kadar götürebilen likidite krizleridir. Finansal kriz dönemlerinde, işletmeler çalışma sermayesi unsurlarının yönetimine daha fazla önem vermek zorundadırlar. Zira, piyasaların likidite sıkıntısı çekmesi, ekonomide daralma sürecinin yaşanması, kredi maliyetlerinin aşırı yükselmesi ve elde edilme

olanaklarının son derece azalması, üretim maliyetlerinin yükselmesi ve ilerisi için döviz kurlarının ne olacağının öngörülememesi gibi belirsizlik ve güvensizlik ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlar, etkisini en fazla işletmelerin çalışma sermayesi unsurları üzerinde hissettirmektedir.

İşletmeler açısından önemli olan diğer bir husus da, kriz öncesi dönemlerde oluşturulan finansal yapının finansal krizlere karşı duyarlılığıdır. Çünkü, kriz öncesi dönemlerde işletmelerin sahip olduğu finansal yapının özellikleri, işletmelerin kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlardan etkilenme derecesi üzerinde önemli bir rol oynamaktadır. Özellikle işletmelerin çalışma sermayesi unsurlarının, kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlara karşı aşırı duyarlı olması (örneğin, kısa vadeli borç yükünün ağır olması) işletmeleri iflasa kadar götürebilmektedir.

## II. Literatür Değerlendirmesi

Çalışma sermayesi yönetimi ile işletmelerin finansal performansları arasındaki ilişki, finans literatüründe üzerinde çokça durulan önemli bir konu olmuştur. İşletmelerde finansal başarısızlık durumunun geçmiş yıllara ait finansal oranları kullanarak önceden tahmin edilmesi, bir çok araştırmacının ilgisini çekmiştir. Bu konuda önceleri tek değişkenli modeller kullanılmaya çalışılmıştır.<sup>1</sup> Ancak, tek değişkenli modeller finansal oranları tek tek ele alarak finansal başarısızlığı öngörmeye çalışmalarından dolayı, incelenen orana göre çelişkili sonuçlar üretmektedirler.

Bu sorunun aşılması amacıyla çok değişkenli modeller geliştirilmiştir. Çok değişkenli modellerin içerisinde ilk ve en iyi bilinen çalışma, çoklu ayırma analizi tekniğinin kullanıldığı Altman'a ait çalışmadır.<sup>2</sup> Altman'ın çok değişkenli modeli, işletmeleri finansal başarısız ve finansal başarısız olmayan şeklinde ikili bir sınıflandırma ile ilk yıl için % 95 öngörü başarıları göstermiştir.

<sup>1</sup> William H. Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Failure" *Empricial Researc in Accounting: Selected Studies 1966*, **Juarnal of Accounting Research**, 1967, s.71-111.; William H. Beaver, "Market Pricies, Financial Ratios, and the Prediction of Failure" **Juarnal of Accounting Research**, Autumn 1968, s.179-192.

<sup>2</sup> Edward I. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", **The Journal of Finance**, Vol:XXIII, No:4, September 1968, s.589-609.

Daha sonraları bir çok araştırmacı tarafından çok değişkenli istatistik teknikleri kullanan modeller geliştirilmiştir. Fakat, finansal başarısızlığı açıklamada kullanılan bu modellerde bir finansal kuram eksikliği göze çarpmaktadır. Bu eksiklik kendisini şu üç noktada hissettirmektedir.<sup>3</sup>

1. Finansal başarısızlığı tahmin etmede kullanılacak değişkenlerin seçiminde belirsizlik,
2. Modelin fonksiyonel biçimi konusundaki belirsizlik (doğrusal – doğrusal olmayan model tercihi konusundaki belirsizlik),
3. Değişkenlere modelde verilen ağırlık konusunda belirsizlik.

Bu sayılan kuramsal eksikliklerine rağmen, işletmelerin finansal başarısızlık ve iflas tahminlerinde finansal oranların kullanımı, belirli hata sınırları içerisinde yaralanılabilecek sonuçlar vermektedir. Özellikle çok değişkenli modeller, finansal analizciye nihai kararı vermede daha fazla yardımcı olmaktadır. Finansal analist, bu modeller yardımıyla analize alınan işletmelerin finansal başarısızlık riskini önceden görme olanağına sahip olabilmektedir.

Ülkemizde çalışma sermayesi yönetimi üzerine yapılmış ilk özgün çalışmalar, 1970’li yılların başlarında Sabri Bektöre ve Oktay Güvemli’nin yapmış olduğu kitap,<sup>4</sup> R. Metin Türko’nun doçentlik ve Muammer Erdoğan’ın doktora çalışmalarıdır. Türko’nun doçentlik ve Erdoğan’ın doktora tezleri 1978 yılında Atatürk Üniversitesi tarafından kitaplaştırılmıştır.<sup>5</sup> Çalışma sermayesi yönetimi konusunda yapılmış bir diğer önemli eser Ahmet Aksoy’un kitap çalışmasıdır.<sup>6</sup>

Bu eserlerde çalışma sermayesi yönetiminin temel kavramları, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını etkileyen işletme içi ve işletme dışı faktörlerin

---

<sup>3</sup> George Foster, **Financial Statement Analysis**, 2.b., Englewood Cliffs, Prentice-Hall International New Jersey: 1986, s.534.

<sup>4</sup> Sabri Bektöre, **İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi**, Sevinç Matbaası, Ankara: 1970.; Oktay Güvemli, **Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi ve Analizi**, Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayın No:2, İstanbul: 1973.

<sup>5</sup> R. Metin Türko, **Döner Sermaye Yönetimi, Prensipler ve Analiz**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:541, Erzurum: 1978.; Muammer Erdoğan, **Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:540, Erzurum: 1978.

<sup>6</sup> Ahmet Aksoy, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Büro Kitabevi, Ankara: 1993.

analizi, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarının tespiti ve hesaplanmasında kullanılan yöntemler yer almaktadır. Ayrıca, Türko'nun ve Erdoğan'ın çalışmaları örnek olay içermekte ve dolayısıyla ampirik çalışma niteliğindedir.

Diğer taraftan, ülkemizde yaklaşık 30 yıldır yaşanmakta olan kronik enflasyon nedeniyle, enflasyonun işletmeler ve çalışma sermayesi yönetimi üzerindeki etkilerini inceleyen çok sayıda tez, makale ve kitap kaleme alınmıştır.

Fiyat mekanizmasının rasyonel işleyişini bozan ve işletmelerin etkin bir kaynak dağılımına gitmelerini engelleyen enflasyon kavramı, yerini günümüzde giderek finansal kriz kavramına terk etmektedir. Gerçi bu iki kavram birbirlerinden bağımsız kavramlar değildirler. Ülkemizde yaşayan insanlar finansal kriz kavramını enflasyonu önlemek için hazırlanan ekonomik programların akıbetiyle birlikte öğrenmeye başladılar. İlk olarak 1994 finansal krizi ile birlikte ülkemiz insanların ve işletmelerinin tanıştığı kriz kavramı, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile birlikte ülke gündeminin büyük bir bölümünü işgal etmeye devam etmektedir.

Aslında finansal kriz kavramı son on yıldır sadece Türkiye'yi değil, tüm dünya ülkelerini ilgilendiren bir kavram haline gelmiştir. Küreselleşme olgusunun bir sonucu olarak dünyanın herhangi bir ülkesinde meydana gelen finansal kriz, dalga dalga dünyanın her tarafına yayılmaktadır.

Günümüzde finansal veya ekonomik kriz kavramı, işletmelerin her türlü planlama faaliyetlerini yaparken dikkate almak zorunda oldukları bir olgu haline gelmiştir. Kriz koşullarına etki eden unsurlar hakkında bir takım araştırmalar yapılmakta<sup>7</sup> ve ileriye yönelik yapılan tahminlerde bu unsurların varlığı analizlere dahil edilmektedir.

Finansal krizlerin işletmeler ve çalışma sermayesi unsurlarının yönetimi üzerindeki etkilerini analiz etmek için, işletme yöneticileri ile anket çalışması yapma

<sup>7</sup> Daha ayrıntılı bilgi için, Bkz. Kamuran Malatyalı, "Türkiye'de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma", **İMKB Dergisi**, Sayı:15, (Temmuz/Ağustos/Eylül 2000), s.57-70. Çalışmada yapılan ekonometrik analiz, sermaye akımları ve uluslararası mali yatırımlarda yansıyan tercihlerin Türkiye'deki kriz koşullarının oluşması olasılığını artıran unsurlar olduğu sonucunu göstermiştir. Buna ek olarak enflasyon ve reel sektördeki gelişmelerin de kriz koşullarına etki eden hususlar olduğu ortaya çıkmaktadır. Son olarak, model çalışması Merkez Bankasının, bir para politikası aracı olan, interbank faiz oranlarıyla oynamasının Türkiye'de kriz koşullarını etkileme gücü olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

veya işletme faaliyet sonuçlarının somut göstergeleri olan finansal tablo verilerinden yararlanma olmak üzere iki farklı yöntem kullanmak mümkündür. Gerek 1994 finansal krizi, gerekse Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin işletmeler üzerindeki etkilerini analiz eden bir çok çalışma yapılmıştır.<sup>8</sup> Bunların önemli bir kısmı, işletme yöneticileri ile yapılan anket verilerine dayanan ve lokal çalışmalardır.

### III. Amaç ve Kapsam

Bu çalışmada temel olarak, işletmelerin kriz öncesi dönemlerde sahip oldukları çalışma sermayesi yapılarının, finansal krizlerden etkilenme dereceleri üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Başka bir ifade ile, işletmelerin kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi yönetiminde gösterdikleri etkinlik düzeyi ile, kriz sonrası finansal performansları arasındaki ilişkinin yönü ve derecesi finansal oranlar yardımıyla belirlenmeye çalışılmıştır.

*“Çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik” kavramı, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları (cari oran, likidite oranı ve hazır değerler oranı) ile çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarının (dönen varlıkların devir hızı, stokların devir hızı, kısa vadeli alacakların devir hızı, kısa vadeli ticari borçların devir hızı ve nakit dönüşüm süresi), işletmelerin faaliyet sonuçları (kârlılık oranları) üzerindeki “olumlu etkisi” anlamında kullanılmaktadır.*

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümde; işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi ve finansal performansları ile ilgili temel kavramlar verildikten sonra, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi ve çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı ölçümünde kullanılan finansal oranlarla, işletmelerin finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir.

İkinci bölümde; finansal krizlerin dünyadaki ve ülkemizdeki tarihsel gelişimi ve doğurduğu sonuçlar, bu sonuçların işletmelerin çalışma sermayesi unsurları ve finansal performansları üzerindeki etkileri ele alınmıştır.

<sup>8</sup> Bkz., Güven Sak, *“İşletme Sermayesi İhtiyacı, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı”*, *İşletme ve Finans*, S.109, Nisan 1995, s.41-54.; İsmet Titiz ve H. İlker Çarıkçı. *“Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri ve Küçük İşletme Yöneticilerinin Kriz Dönemine Yönelik Stratejik Düşünce ve Analizleri”*, *Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B. Fakültesi Dergisi*, C.2, S.1, Nisan 2001, s.201-215.

Üçüncü ve son bölümde ise, çalışma sermayesi yönetiminde gösterilen etkinlik düzeyinin finansal kriz dönemlerinde işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkileri, işletmelerin finansal oranları üzerinde izlenmeye çalışılmıştır. Bu amaca yönelik olarak, 1995-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören 112 üretim ve ticaret şirketinin, kriz öncesi döneme ait 6 yıllık finansal oranları ortalamaları ile, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin tam olarak etkilerinin izlendiği 2001 yılı finansal oranları arasında, finansal ve istatistiksel analizler yapılmıştır.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal yönetimin temel amacı, zaman içerisinde gelişen finans fonksiyonu ve piyasa şartlarına paralel olarak sürekli değişiklik göstermiştir. 20. yüzyıl boyunca kâr maksimizasyonu ile başlayan, hisse başına kâr payının maksimizasyonu ile devam eden süreç, 21. yüzyıla girerken işletmelerin piyasa değerinin maksimum kılınması amacına odaklanmıştır.<sup>1</sup>

İşletmenin piyasa değerini maksimum kılmayı amaçlayan finansal yönetici, işletme faaliyetlerinin başarıyla devam etmesi açısından kârlılık, likidite ve risk arasında sürekli bir dengeyi gözetmek durumundadır. Başka bir ifade ile, farklı bilanço kalemleri arasında bir uyum sağlamalıdır.

Günümüz işletmelerinde finansman yöneticileri için uzun vadeli aktiflerin yönetimi, uzun vadeli pasiflerin yönetimi ve kısa vadeli aktif ve pasiflerin yönetimi olmak üzere üç temel uğraş alanları mevcuttur. Bunlardan birincisi, uzun dönemli yatırım kararlarını (capital butgeting), ikincisi sermaye yapısı kararlarını (capital structure), üçüncüsü ise çalışma sermayesi yönetimini (working capital management) ifade etmektedir.<sup>2</sup>

Çalışma sermayesi unsurlarının yönetimi finansman yöneticisinin zamanının yarısından fazlasını almaktadır.<sup>3</sup> Stok yönetimi dışında kalan çalışma sermayesinin diğer unsurlarının yönetimi finansman departmanının sorumluluğundadır. Paranın, pazarlanabilir menkul kıymetlerin ve alacakların yönetimi ile satıcılara olan ödemelerin, ücretlerin ve vergilerin ödenmesi gibi konular finans yöneticilerinin günlük faaliyetlerini oluşturur.

<sup>1</sup> Aykan Üreten, Metin Kamil Ercan, *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Gazi Kitabevi, Ankara: 2000, s.1-3.

<sup>2</sup> Frderick C. Scherr, *Modern Working Capital Management*, Printice-Hall, New Jersey: 1989, s.1.

<sup>3</sup> Bu konuda yapılan çalışmalar finans yöneticilerinin zamanlarının yaklaşık % 60'ını çalışma sermayesi unsurlarının yönetimine ayırmakta olduğunu göstermektedir. Bkz. Lawrence J. Gitman and Charles E. Maxwell, "Financial Activities of Major U. S. Firms: Survey and Analysis of Fortune's 1000", *Financial Management*, (Winter 1985), s.60.

Çalışma sermayesi yönetiminin yukarıda bahsedilen özellikleri ve önemi nedeniyle, çalışma sermayesinin unsurlarının yönetimi ile işletmelerin finansal başarı veya başarısızlıkları arasında doğrudan bir ilişki mevcuttur.<sup>4</sup>

### 1.1. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Etkinlik Ölçümü

Bir yönetim terimi olarak etkinlik (effectiveness), önceden belirlenen amaçların gerçekleştirilme derecesi ya da bir işin rasyonel ve doğru bir şekilde yapılması olarak tanımlanmaktadır.<sup>5</sup> Bu anlamda çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik; çalışma sermayesi unsurlarının, finansal yönetimin temel amacı olan işletmenin piyasa değerini maksimum kılma amacına yönelik olarak rasyonel ve doğru bir şekilde yönetilmesi olarak tanımlanabilir.<sup>6</sup>

Çalışma sermayesi unsurlarının yönetiminde kullanılan finansal oranları; çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ve çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları olarak ikiye ayırmak mümkündür. Bu bağlamda, “*çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik*” kavramı, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ile çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarının, işletmelerin faaliyet sonuçları üzerindeki “*olumlu etkisi*” anlamında kullanılmaktadır.

Çalışma sermayesi yönetiminde kullanılan finansal oranların incelenmesine geçmeden önce, çalışma sermayesi kavramı ve çalışma sermayesi unsurları üzerinde

<sup>4</sup> İşletmelerin finansal başarısızlık tahmin analizlerinde kullanılan verilerin tamamına yakını, çalışma sermayesi unsurları ile ilgili olan oranlar oluşturmaktadır. Bkz. William H. Beaver, “*Financial Ratios as Predictors of Failure*” *Empricial Researc in Accounting: Selected Studies* 1966, *Juarnal of Accounting Research*, 1967, s.71-111.; William H. Beaver, “*Market Pricies, Financial Ratios, and the Prediction of Failure*” *Juarnal of Accounting Research*, Autumn 1968, s.179-192.; Edward I. Altman, “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*”, *The Journal of Finance*, Vol:XXIII, No:4, September 1968, s.589-609.; Edward I. Altman, Robert G. Haldeman, and P. Narayanan, “*Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*”, *Journal of Banking and Finance*, June 1977, s.29-54.; Amy Hing and Ling Lau, “*A Five State Financial Distress Prediction Model*”, *Journal of Accounting Research*, Vol:25, No:1, Spring 1987, s.127-138.; Ramazan Aktaş, *Endüstri İşletmeleri İçin Mali Başarısızlık Tahmini*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 199, s.73.; Birol Yıldız, “*Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka Açık Şirketlerde Ampirik Bir Uygulama*”, *İMKB Dergisi*, Sayı:17, (Ocak/Şubat/Mart 2001), s.51-67.

<sup>5</sup> Nurullah Genç, Osman Demirdöğen, *Yönetim El Kitabı*, Birey Yayıncılık, Erzurum: 1994, s.69.

<sup>6</sup> İşletmelerin çalışma sermayelerinde meydana gelen değişimler, genel olarak üç temel faktörün bileşkesi veya sonucudur. Bu faktörler; çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik ve verimliliğin değişmesi, iş hacminde (satışlarda) değişme, enflasyonun etkisidir. Bkz. Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, Genişletilmiş 6. b., İ. Ü. Muhasebe Enstitüsü Yayını No:63, İstanbul: 1995, s.214-218.

durmak faydalı olacaktır. Zira, incelenecek finansal oranlarda kullanılan verilerin büyük bir kısmı, çalışma sermayesi unsurlarından oluşmaktadır.

### 1.1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı

Genel olarak sermaye kavramı kullanılış amacı açısından, sabit sermaye ve çalışma sermayesi<sup>7</sup> olarak ikiye ayrılabilir. Sabit sermaye, nitelikleri itibariyle işletmede uzun süre kalan (muhasabe tekniği açısından bir yıldan daha fazla elde tutulan) varlıklara yapılan yatırımları ifade eder. Sabit sermaye, endüstriyel işletmelerin imalat kapasitesinin, diğer işletmelerde ise faaliyet hacminin sınırlarını belirler.<sup>8</sup>

Çalışma sermayesi ise, işletmelerin normal faaliyet dönemi (genellikle bir yıl) içerisinde nakde çevrilebilir veya kullanılabilir varlıklara yaptıkları yatırımları ifade eder. İşletmelerin normal koşullarda çalışma sermayesi olarak bulundurduğu, bir yıl içerisinde nakde çevrilebilecek değerleri arasında; kasa ve bankalardaki nakit ve benzeri değerler, hisse senedi ve tahvil v.b. menkul kıymetler, vadesi bir yıldan daha az olan senetli ve senesiz alacaklar, hammadde, yarı işlenmiş mamüller, mamüller ve öteki stoklar, peşin ödenmiş giderler, sermayenin ödenmemiş kısmı v.b. kalemler sayılabilir.

Çalışma sermayesinin literatürde farklı bir ele alınış tarzı ise, bir işletmenin genel sermayesinin likit olan kısmı olarak kabul edilmesidir.<sup>9</sup> Genel olarak sermaye; işletme sahip veya sahiplerinin işletmeye tahsis ettikleri para ve öteki varlıklar olarak ifade edilir. İşletmeler bu sermayenin bir kısmını ana faaliyet konularını gerçekleştirmek üzere duran varlıklara bağlarken, kalan kısmını ise, cari faaliyetlerini finanse etmek ve çalışma hayatındaki bir takım belirsizlikleri gidermek amacı ile likit olarak ellerinde bulundurlar.

<sup>7</sup> “Çalışma Sermayesi” kavramı ile eş anlamlı olarak kullanılan literatürde bir çok kavram mevcuttur. Bunlardan başlıcaları; “İşletme Sermayesi”, “Dönen Sermaye” ve “Döner Sermaye” dir. Biz kavramın İngilizcesi olan “Working Capital” teriminin tam karşılığı olmasından dolayı, “Çalışma Sermayesi” kavramını kullanacağız.

<sup>8</sup> R. Metin Türko, **Döner Sermaye Yönetimi, Prensipler ve Analiz**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:541, Erzurum: 1978, s.2.

<sup>9</sup> David Asch and G. Roland Kaye, **Financial Planning, Modelling Methods and Techniques**, Derek Dayle & Associates, London: 1990, s.86.

Çalışma sermayesi kavramını brüt ve net çalışma sermayesi olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Genel olarak başına herhangi bir nitelendirme getirilmeden kullanılan çalışma sermayesi kavramı, aslında brüt çalışma sermayesini ifade etmektedir. Bu anlamda brüt çalışma sermayesi dönen varlıklara yapılmış olan tüm yatırımları ifade etmektedir. Bu söylediklerimizi şu şekilde formüle edebiliriz.

$$\text{Çalışma Sermayesi} = \text{Brüt Çalışma Sermayesi} = \text{Dönen Varlıklar}$$

İşletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ölçmek, brüt çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını saptamak ile başlar. Bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödemedede kullanabileceği kaynaklar bilançonun dönen varlıklar bölümünde yer alır. En basit tanımıyla dönen varlıklar; para veya bir hesap dönemi içerisinde işletmenin normal faaliyetleri sonucu paraya çevrilebilir değerleridir. Daha sonraki bölümlerde detaylı bir şekilde inceleyeceğimiz bu varlıklar, işletmelerin vadesi gelmiş olan borçlarının ödenmesinde kullanılırlar.

Bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücü olup olmadığını belirlemek için; dönen varlıklarının, kısa vadeli borçlarının ve bu ikisi arasındaki farkın incelenmesi gerekir. Brüt çalışma sermayesi tutarı tek başına bir işletmenin borç ödeme gücünü göstermez. Sağlıklı bir sonuca ancak, dönen varlıklar ile kısa vadeli borçların bir arada ele alındığı net çalışma net çalışma sermayesinin tespiti ile varılabilir.<sup>10</sup>

$$\text{Net Çalışma Sermayesi} = \text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Çalışma sermayesi ve çalışma sermayesindeki değişimler, işletme yöneticileri, işletmeye kredi veren finans kurumları ve işletme ile ilgili olan değişik çevreler açısından büyük bir önem taşımaktadır. Çalışma sermayesinin yetersiz olması veya ekonomik bir şekilde kullanılmaması, işletmelerin başarılı olamamalarının temel nedenlerinden birisidir. İş hayatında geleceği parlak olabilecek bir çok işletme, çalışma sermayesi yetersizliği nedeni ile zor duruma düşmüş, tasfiye

<sup>10</sup> Ahmet Aksoy, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Büro Kitabevi, Ankara: 1993, s.16.

olunmuşlardır. Çalışma sermayesinin bu büyük önemi nedeni ile günümüzde bilançolar, çalışma sermayesi kalemlerinin ilk bakışta görülmesini sağlayacak bir şekilde düzenlenmektedir.<sup>11</sup>

### 1.1.2. Çalışma Sermayesinin Unsurları

İşletme varlıklarından yalnızca dönen varlıklar çalışma sermayesi unsurudur. Oysa, işletmede kullanılan kaynakların tümü, çalışma sermayesini ilgilendirmektedir. Çünkü, dönen varlıkların finansmanında kısa vadeli yabancı kaynaklarla birlikte, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşan uzun süreli kaynaklar da kullanılmaktadır. Ancak biz burada konumuzla olan yakın ilişkisi nedeni ile yalnızca “dönen varlıklar” ve “kısa vadeli borçlar” ı oluşturan alt kalemleri inceleyeceğiz.

#### 1.1.2.1. Dönen Varlıklar

Dönen varlıklar, para ve bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren, normal koşullarda bir faaliyet (çalışma) dönemi (genellikle bir yıl) içerisinde paraya çevrilebilir, işletme faaliyetlerinde kullanılabilir veya tüketilebilir varlıkları kapsar. İşletme yöneticileri, finansal yönden sorumlu bulunanlar ve kredi kurumları için dönen varlıklar grubunun büyük bir önemi vardır. İşletmelerin finansal başarıları, aynı düzeydeki iş hacmine daha az kaynak kullanmak yolu ile ulaşabilmeleri, borçlarını vadesinde ödeyebilmeleri, büyük ölçüde bu gruptaki varlıkların etkin yönetimine bağlıdır.

Ülkemizde 1994 yılında uygulamaya geçen “Tek Düzen Muhasebe Sistemi” ne göre, dönen varlıkları meydana getiren alt unsurlar şunlardır.<sup>12</sup>

#### **DÖNEN VARLIKLAR**

- A- Hazır Değerler
  - 1- Kasa
  - 2- Alınan Çekler
  - 3- Bankalar
  - 4- Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri (-)
  - 5- Diğer Hazır Değerler
- B- Menkul Kıymetler

<sup>11</sup> Öztin Akgüç, **Mali Tabloların Analizi**, Genişletilmiş 9.b., İ.Ü. Muhasebe Enstitüsü Yayını No:64, İstanbul: 1995, s.255.

<sup>12</sup> Maliye ve Gümrük Bakanlığı’nın 26.12.1992 Tarihli “Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği”.

- 1- Hisse Senetleri
- 2- Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları
- 3- Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları
- 4- Diğer Menkul Kıymetler
- 5- Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)
- C- Ticari Alacaklar
  - 1- Alıcılar
  - 2- Alacak Senetleri
  - 3- Alacak Senetleri Reeskontu (-)
  - 4- Verilen Depozito ve Teminatlar
  - 5- Şüpheli Ticari Alacaklar
  - 6- Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-)
- D- Diğer Alacaklar
  - 1- Ortaklardan Alacaklar
  - 2- İştiraklerden Alacaklar
  - 3- Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar
  - 4- Personelden Alacaklar
  - 5- Diğer Çeşitli Alacaklar
  - 6- Diğer Alacak Senetleri Reeskontu (-)
  - 7- Şüpheli Diğer Alacaklar
  - 8- Şüpheli Diğer Alacaklar Karşılığı (-)
- E- Stoklar
  - 1- İlk Madde ve Malzeme
  - 2- Yarı Mamüller
  - 3- Mamüller
  - 4- Ticari Mallar
  - 5- Diğer Stoklar
  - 6- Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)
  - 7- Verilen Sipariş Avansları
- F- Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları
  - 1- Gelecek Aylara Ait Giderler
  - 2- Gelir Tahakkukları
- G- Diğer Dönen Varlıklar
  - 1- İndirilecek KDV
  - 2- Diğer KDV
  - 3- Peşin Ödenen Vergiler ve Fonlar
  - 4- Personel Avansları
  - 5- Sayım ve Tesellüm Noksanları
  - 6- Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar
  - 7- Diğer Dönen Varlıklar Karşılığı (-)

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

Yine kısa sürede atıl duran fonları değerlendirmek amacı ile satın alınan menkul değerler işletmenin dönen varlıklarına dahil olduğu halde, işletmelerin

faaliyetlerini çeşitlendirmek, başka işletmeleri kontrol altında tutmak, diğer işletmelerle iyi iş ilişkileri kurmak ve uzun süreli gelir sağlamak amacı ile elde ettiği finansal varlıklar, bilançonun duran varlıklar bölümünde iştirakler olarak gösterilmektedir. Hatta bir işletmenin en akıcı varlığı olan para ve para benzerleri dahi, eğer gelecek faaliyet döneminde işletmenin normal faaliyetlerinde ve kısa vadeli borçlarının ödenmesinde kullanılmayacak ise, diğer bir ifade ile belli bazı amaçlar için bloke edilmişler ise, dönen varlıklar arasına dahil edilmemelidir.<sup>13</sup>

Dönen varlıklar işletmedeki değer dönüşümünün en önemli bölümünü meydana getirirler. İşletmelerin kuruluşu anında dönen varlıklara tahsis edilen sermaye, yani çalışma sermayesi, nakit halindedir. İşletme faaliyetlerinin başlaması ile devamlı bir değer dönüşümü ortaya çıkmaktadır. Nakit halindeki dönen varlıklar önce mal veya hammadde, malzeme, yarı mamül, tam mamül haline dönüşmekte, sonra mamülün veya malın satılması ile tekrar nakit hale gelmektedir. Eğer satış kredili olarak yapılmış ise; önce alacak, sonra alacağın tahsili ile tekrar nakit duruma geçmektedir.<sup>14</sup>

#### **1.1.2.2. Kısa Vadeli Borçlar**

Kısa vadeli borçlar, işletmelerin bilançolarının düzenlendiği tarihten itibaren, normal olarak bir yıl içerisinde para veya paradan başka değerlerle (mal veya hizmetlerle) ödenmesi gereken yükümlülükleri kapsar. Bir işletmenin kısa vadeli borçları; kısa süreli banka kredileri, kısa süreli satın alma borçları ile, kısa süreli diğer borçlar başlığı altında toplanan borçlar ile, personel ve işletme ile ilgili tüm vergi ve resim borçları, alıcıların yaptıkları ön ödemeler, ödenecek ücret ve komisyonlar, dönem kârının ortaklara dağıtılacak bölümü vb. den oluşur.

*“Tek Düzen Muhasebe Sistemi”* nde *“Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar”* olarak geçen, kısa vadeli borçlar şu alt unsurlardan oluşmaktadır.

#### **KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR**

##### **A- Mali Borçlar**

##### **1- Banka Kredileri**

##### **2- Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri**

<sup>13</sup> Akgüç, Mali Tabloların Analizi, s.32.

<sup>14</sup> K. V. Smith, Guide to Working Capital Management, McGraw-Hill, New York: 1979, s.28.

- 3- Tahvil, Anapara Borç, Taksit ve Faizleri
- 4- Çıkarılmış Bonolar ve Senetler
- 5- Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler
- 6- Menkul Kıymetler İhraç Farkı (-)
- 7- Diğer Mali Borçlar
- B- Ticari Borçlar
  - 1- Satıcılar
  - 2- Borç Senetleri
  - 3- Borç Senetleri Reeskontu (-)
  - 4- Alınan Depozito ve Teminatlar
  - 5- Diğer Ticari Borçlar
- C- Diğer Borçlar
  - 1- Ortaklara Borçlar
  - 2- İştiraklere Borçlar
  - 3- Bağlı Ortaklıklara Borçlar
  - 4- Personele Borçlar
  - 5- Diğer Borç Senetleri Reeskontu (-)
  - 6- Diğer Çeşitli Borçlar
- D- Alınan Avanslar
- E- Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler
  - 1- Ödenecek Vergi ve Fonlar
  - 2- Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri
  - 3- Vadesi Geçmiş, Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş Vergi ve Diğer Yükümlülükler
  - 4- Diğer Yükümlülükler
- F- Borç ve Gider Karşılıkları
  - 1- Dönem Kârı, Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıkları
  - 2- Dönem Kârının Peşin Ödenen Vergi ve Diğer Yükümlülükleri
  - 3- Kıdem Tazminatı Karşılığı
  - 4- Diğer Borç ve Gider Karşılıkları
- G- Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları
  - 1- Gelecek Aylara Ait Gelirler
  - 2- Gider Tahakkukları
- H- Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
  - 1- Hesaplanan KDV
  - 2- Diğer KDV
  - 3- Sayım ve Tesellüm Fazlalıkları
  - 4- Diğer Çeşitli Yabancı Kaynaklar

İşletmeler tarafından kısa süreli finansman kaynakları arasında seçim yapılırken göz önünde bulundurulması gereken temel unsurlar şunlardır.<sup>15</sup>

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

<sup>15</sup> Akgüç, Finansal Yönetim, s.591-592.

Çeşitli finansman kaynaklarının birbirlerine karşı, finansmanda göz önünde tutulması gereken ilkeler ve etmenler açısından üstün ve sakıncalı yönleri vardır. İşletme açısından önemli olan, tek bir kısa vadeli finansman kaynağına bağlı kalmaktan çok, çeşitli kaynaklar arasında yukarıda açıklanan ilkeler çerçevesinde optimum bir birleşim oluşturmaktır.<sup>16</sup>

### 1.1.3. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Hesaplanması

İşletmelerin faaliyetlerini aksatmadan sürdürebilmeleri için gerekli olan optimum bir çalışma sermayesi ihtiyacı mevcuttur. “*Optimum çalışma sermayesi ihtiyacı*” kavramı, işletme amaçlarını maksimum bir düzeyde realize edebilmek için, ihtiyaç duyulan çalışma sermayesi miktarını ifade etmektedir.<sup>17</sup>

Çalışma sermayesi miktarının istenilen düzeyden daha az olması, faaliyetlerin aksamasına ve işletmelerin yükümlüklerini yerine getirememesine yol açmaktadır. Daha fazla olması ise, işletme kaynaklarının etkin kullanılmadığını göstermektedir. Normal şartlar altında likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki vardır.<sup>18</sup> Likit varlıkların toplam varlıklar içindeki payı arttıkça, işletmelerin sağlayacağı kârlar azalmaktadır. Likidite derecesi yükselen işletmelerin riskliliği azalmakta, kârlılığı ise düşmektedir. Çalışma sermayesinin oluşumu, işletmelerin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir.

İşletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarının hesaplanması, temel olarak finansal yöneticinin yapacağı bir iş olmakla birlikte, sağlıklı bir tahminin yapılabilmesi, işletmedeki satın alma, üretim, satış gibi diğer bölüm yöneticilerinin iş birliğini gerektirir. Ayrıca, hesaplama yapılırken çalışma sermayesi ihtiyacının dönen varlık kalemleri arasındaki dağılımının ayrıntılı ve planlı bir şekilde yapılması, bu ihtiyaçların finansmanını da kolaylaştıracaktır.<sup>19</sup>

<sup>16</sup> Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Markus, *İşletme Finansının Temelleri*, Çev. Ünal Bozkurt, Tükan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, 2.b., Literatür Yayıncılık, İstanbul: 1999, s.522.

<sup>17</sup> Scherr, a.g.e., s.441.

<sup>18</sup> James Van Horne, *Financial Management and Policy*, 10.b., Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey: 1995. s.359-360.

<sup>19</sup> R. Metin Türko, *Finansal Yönetim*, Alfa, İstanbul: 1999. s.213.

İşletmelerin gelecekteki çalışma sermayesi ihtiyaçlarının tahminin, bir takım bilgi ve verileri gerektirir. Bu veriler, çalışma sermayesinin bağlandığı dönen varlık kalemleri ve çalışma sermayesinin kaynakları ile ilgilidir. Çalışma sermayesi, stoklara, alacaklara ve genel giderlere harcanmaktadır. Satışlar, satışlar üzerinden sağlanan brüt kâr ve stokları elde etmede satıcıların tanıdığı kredi süresi ile kaynak yaratılmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu verileri aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür.<sup>20</sup>

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

Çalışma sermayesi ihtiyacı, bu veriler arasında ilişki kurularak hesaplanır. Uzun yıllar faaliyette bulunan bir işletme için yukarıdaki verileri bulmak oldukça kolaydır. Ancak, daha proje aşamasında bulunan bir işletmede bu veriler, bazı tahminler yapılarak tespit edilecektir.<sup>21</sup>

İşletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarının hesaplanmasında kullanılan bir çok yöntem mevcuttur. Bunlardan en çok kullanılan dört yöntemi biz burada inceleyeceğiz.

1. Faaliyet devri katsayısı yöntemi,
2. Günlük masraf tutarı yöntemi,
3. Schmollenbach formülü yöntemi,
4. Mellerowicz formülü yöntemi.

<sup>20</sup> Ramesh K. S. Rao, **Financial Management: Concepts and Applications**, Second Edition, Mc. Millan Publishing Company, New York: 1992, s.736-737.

<sup>21</sup> Semih Büker ve Rıza Aşıkoğlu, **Yatırım ve Proje Değerlemesi**, 1. Fasikül, Anadolu Üniversitesi, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları No: 436, Eskişehir: 1994, s.202.

#### 1.1.3.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi

Bu yöntemde çalışma sermayesi ihtiyacı, işletmelerin satış hacmi esas alınarak ve faaliyet devri ile ilişkilendirilerek hesaplanmaktadır. Hesaplamalarda kullanılan formül aşağıdaki gibidir.

$$\text{Çalışma Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Tahmini Yıllık İşletme Gideri}}{\text{Faaliyet Devri Katsayısı}}$$

Faaliyet devri katsayısı; yıllık toplam gün sayısı olan 365'in işletmelerin faaliyetlerinin tamamlanması için gereken süreye bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Üretim amacıyla kullanılan harcamaların bir yılda kaç defa geri döndüğünü hesaplamak için, öncelikle hammaddelerin satın alındığı tarihten mamül hale getirilip, satıldığı tarihe kadar geçen sürenin bilinmesi gerekir. Ayrıca üretilen mamüller kredili olarak satılıyorsa, müşterilere ne kadar vade tanındığı, kasa ve bankalardaki paranın kaç günlük harcamayı karşılamaya yeterli olduğunun da tespit edilmesi gereklidir.<sup>22</sup>

Bir yıllık dönemdeki 365 gün sayısı, yukarıda sözü edilen süreler toplamına bölünürse, faaliyet devri katsayısı hesaplanmış olur.

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

Faaliyet devri katsayısı, faaliyetleri uzun süreyi kapsayan işletmelerde düşük, kısa süren işletmelerde büyük olmaktadır.<sup>23</sup>

Buraya kadar anlattıklarımızı bir örnek üzerinde gösterelim.

Bir yıllık satış tutarı 10 milyar TL olan bir işletmede, satılan malların maliyeti 7,5 milyar TL olarak tahmin edilmektedir. Bu işletmenin faaliyet devri katsayısı ile ilgili bilgileri ise aşağıdaki gibidir.

<sup>22</sup> Büker ve Aşıkoğlu, a.g.e., s.203.; Türko, **Finansal Yönetim**, s.214.

<sup>23</sup> Smith, a.g.e., s.31.

| <b>Faaliyetlerle İlgili Süreler</b>                                          | <b>Gün Sayısı</b> |
|------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| Ham madde ve malzemelerin stokta bekleme süresi                              | 15                |
| İmalatta geçen süre                                                          | 30                |
| Mamüllerin stokta kalma süresi                                               | 15                |
| Satışlarda müşterilere tanınan vade                                          | 75                |
| Kasa ve bankalardaki nakitlerin ortalama günlük ödemeleri karşılayacağı süre | 11                |
| <b>Faaliyet Devri Süresi</b>                                                 | <b>146</b>        |

Bu bilgilere göre, işletmenin faaliyet devri katsayısı;

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{365}{146} = 2,5$$

olarak hesaplanır. Bulunan bu katsayıya göre, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için, ihtiyaç duyacağı çalışma sermayesi tutarı ise;

$$\text{Çalışma Sermayesi İhtiyacı} = \frac{7.500.000.0000}{2,5} = 3.000.000.000 \text{ TL}$$

olacaktır. Bu tutar işletmenin toplam olarak brüt çalışma sermayesi ihtiyacını vermektedir. Bu toplam çalışma sermayesi ihtiyacı faaliyet devri süresinin sonu itibariyle unsurlarına ayrılırsa;

$$\begin{aligned} \text{Stoklar için geçen süre (15+30+15)} &= 60 \text{ gün,} \\ \text{Alacaklar için geçen süre} &= 75 \text{ gün,} \\ \text{Kasa ve bankalarda tutulacak nakitler için geçen süre} &= 11 \text{ gün,} \end{aligned}$$

dür. Ortalama olarak bir gün için katlanılan giderler ise;

$$\frac{7.500.000.000}{365} = 20.547.945 \text{ TL}$$

olacaktır. Bu durumda;

$$\begin{aligned} \text{Stoklar için} &: 20.547.945 \text{ TL} \times 60 \text{ gün} = 1.232.876.712 \text{ TL} \\ \text{Alacaklar için} &: 20.547.945 \text{ TL} \times 75 \text{ gün} = 1.541.095.890 \text{ TL} \\ \text{Nakit değerler için} &: 20.547.945 \text{ TL} \times 11 \text{ gün} = 226.027.398 \text{ TL} \end{aligned}$$

çalışma sermayesine ihtiyaç duyulacaktır.

Bu yöntemle hesaplanan çalışma sermayesi ihtiyacını tam olarak doğru kabul etmek, aşağıda yöneltlen eleştiriler nedeni ile mümkün değildir.<sup>24</sup>

1. Hesaplanan satılan malın maliyeti, işletmelerin yıllık amortisman giderlerini de kapsamaktadır. Nasıl kâr unsurunu çalışma sermayesini finanse eden kaynaklar arasında düşünmeyip, bu kaynaklar dışında tutuyorsak, amortismanları da nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerden olması nedeniyle, yıllık işletme giderlerinden indirilmeleri gerekmektedir.

7,5 milyar TL tutarındaki satılan malların maliyeti bedelinin 500 milyon TL lik kısmının amortisman giderleri olduğunu kabul edersek, bu işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını aşağıdaki şekilde daha gerçekçi olarak hesaplamış oluruz.

$$\frac{7.500.000.000 - 500.000.000}{2,5} = \frac{7.000.000.000}{2,5} = 2.800.000.000 \text{ TL}$$

2. Faaliyet devri katsayısı faaliyetlerin devir ettiği süreye bağlı olarak değişmektedir. Bir yılda çalışılan fiili gün sayısı 365 günden daha az olduğu için, buna bağlı olarak faaliyet devri katsayısı da değişecektir. İşletmeler faaliyet aşamasında geçirilen günlerin esnekliğini dikkate alarak, çalışılan fiili gün sayısına göre, çalışma sermayesi ihtiyacını hesaplamalıdır.

3. Bu yöntemle hesaplanan çalışma sermayesi ihtiyacı, brüt çalışma sermayesini ifade etmektedir. Net çalışma sermayesi ihtiyacı hesaplanmak istendiğinde, satıcıların işletmeye tanıdığı vade ile çeşitli kredi sağlama olanakları dikkate alınmalıdır.

4. İşletmelerin faaliyet devri sürelerini her zaman tam olarak hesaplamak mümkün değildir. Hesaplama tam olarak yapılsa bile, hammadde ve malzeme dışındaki maliyet harcamaları mamülün bünyesine yavaş yavaş eklenmektedir. Çalışma devri süresinde, her devrenin masraflarını ayrı ayrı düşünerek hesaplama yapılması, daha gerçekçi bir sonuç verir.

<sup>24</sup> K. V. Smith ve S. B. Sell, *Readings on the Management of Working Capital*, West Publishing, St Paul: 1990, s.74.

### 1.1.3.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi

Faaliyet devri katsayısı esas alınarak yapılan hesaplamaların eksikliğini giderici bir yöntemdir. Bu yöntemde çalışma sermayesi ihtiyacı, maliyet unsurlarının üretim sürecine katılma aşamaları dikkate alınarak hesaplanmaktadır.<sup>25</sup> Ayrıca faaliyetlerden sağlanan ve çalışma sermayesi ihtiyacı doğurmayan kâr, nakit çıkışı gerektirmeyen amortismanlar ile vadeli alışların yaratacağı krediler dikkate alınmaktadır.

Belirtilen hususların dikkate alındığını gösterebilmek ve iki yöntem arasındaki farkı ortaya koyabilmek amacıyla, faaliyet devri katsayısı yöntemini anlatırken kullandığımız örnek üzerinden hareket etmek faydalı olacaktır. Yıllık işletme giderleri (satılan malların maliyeti) 7,5 milyar TL olan işletmenin maliyet unsurlarının ayrıntıları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

| <b>Maliyet Unsurları</b>         | <b>Toplam Tutarı</b>     | <b>Ortalama Günlük Maliyet Harcamaları<br/>(Toplam Tutar / 365)</b> |
|----------------------------------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Hammadde ve Malzeme              | 3.000.000.000 TL         | 8.219.178 TL                                                        |
| İşçilik Giderleri                | 1.500.000.000 TL         | 4.109.589 TL                                                        |
| Genel İmalat Giderleri           | 1.200.000.000 TL         | 3.287.671 TL                                                        |
| Amortisman Giderleri             | 500.000.000 TL           | 1.369.863 TL                                                        |
| Finansman Giderleri              | 800.000.000 TL           | 2.191.781 TL                                                        |
| <b>Üretim Maliyeti</b>           | <b>7.000.000.000 TL</b>  | <b>19.178.082 TL</b>                                                |
| Genel Yönetim ve Satış Giderleri | 500.000.000 TL           | 1.369.863 TL                                                        |
| <b>Toplam Maliyet</b>            | <b>7.500.000.000 TL</b>  | <b>20.547.945 TL</b>                                                |
| <b>Kâr</b>                       | <b>2.500.000.000 TL</b>  | <b>6.849.315 TL</b>                                                 |
| <b>Satış Tutarı</b>              | <b>10.000.000.000 TL</b> | <b>27.397.260 TL</b>                                                |

Faaliyet devrini oluşturan aşamalarda, sermayenin bağlandığı süreler esas alınarak, çalışma sermayesinin ortalama tutarı hesaplanabilir. Buna göre ortalama çalışma sermayesi tutarını aşağıdaki şekilde hesaplamak mümkündür.

<sup>25</sup>Oktay Güvemli, *Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi ve Analizi*, Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayın No:2, İstanbul: 1973, s.46.

|                                                                                                                                   | Günlük<br>Harcama<br>(TL) | Faaliyet<br>Devri<br>Süresi | Çalışma Sermayesi<br>Unsurlarının Ortalama<br>Tutarı (TL) |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------------------------|
| <b>Hammadde ve Malzeme</b>                                                                                                        | 8.219.178                 | 15                          | 123.287.670                                               |
| <b>Yarı Mamüller</b><br>(Hammadde ve malzemeler ile işçilik giderlerinin tümü, genel imalat ve finansman giderlerinin yarısıdır.) | 15.068.493                | 30                          | 452.054.790                                               |
| <b>Mamüller</b><br>(Yarı mamüllerin tamamı ile genel imalat ve finansman giderlerinin yarısıdır.)                                 | 17.808.219                | 15                          | 267.123.285                                               |
| <b>Alacaklar</b><br>(Günlük satış tutarından günlük amortisman ve kâr düşülmüştür.)                                               | 19.178.072                | 75                          | 1.438.355.400                                             |
| <b>Kasa ve Bankalardaki Para</b><br>(Günlük satış tutarından günlük amortisman ve kâr düşülmüştür.)                               | 19.178.072                | 11                          | 210.958.792                                               |
| <b>Çalışma Sermayesinin Ortalama Tutarı</b>                                                                                       |                           |                             | <b>2.491.779.937</b>                                      |

İşletmenin ortalama çalışma sermayesi ihtiyacı 2.491.779.937 TL dir. Görüldüğü gibi, maliyet içerisinde yer alıp nakit çıkışı gerektirmeyen amortismanlar ile çalışma sermayesi ihtiyacı doğurmayan kârların hesaplama dışı bırakılmaları nedeniyle, bu yöntemle hesaplanan çalışma sermayesi ihtiyacı, faaliyet katsayısı yöntemine göre hesaplanan tutardan daha az çıkmıştır.

Hammadde ve malzeme alımlarında satıcıların tanıdığı vadeleri 60 gün kabul edersek, işletmenin net çalışma sermayesi ihtiyacını da hesaplamak mümkündür. Bunun için hesaplamış olduğumuz ortalama çalışma sermayesi tutarından, işletmenin yararlanmış olduğu kısa vadeli kredilerin indirilmesi gerekmektedir.

|                            | Günlük<br>Harcama<br>(TL) | Satıcıların<br>Tanıdığı<br>Vade | Satıcı Kredileri (TL) |
|----------------------------|---------------------------|---------------------------------|-----------------------|
| <b>Hammadde ve Malzeme</b> | 8.219.178                 | 60                              | 493.150.680           |

Net Çalışma Sermayesi İhtiyacı = 2.491.779.937– 493.150.680= 1.998.629.257 TL

olarak hesaplanır.

Bu yöntem yapılan düzeltmeler ve dikkate alınan hususlar itibari ile, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını daha gerçekçi bir şekilde

hesaplamaktadır. Yöntemin başarısı, faaliyet devri ile ilgili göstergelerin doğruluğuna bağlı olarak değişmektedir. Ancak, faaliyet devri ile ilgili göstergelerin tam olarak hesaplanması güçtür. Özellikle mevsimlik ve aylık dalgalanmaların önemli olduğu durumlarda, bu göstergeler bir anlam ifade etmemektedir.<sup>26</sup>

#### 1.1.3.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi

Tarihsel olarak eski olmasına rağmen, formülü geliştiren Alman iktisatçının ismi ile tanınan Schmallenbach formülü, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacının stok tutarı, alacakların tahsil süresi (müşterilere tanınan vade), satıcıların işletmeye tanıdığı vade ve faaliyet giderleri tutarına bağlı olarak değiştiğini göstermektedir.<sup>27</sup>

Endüstri işletmelerinde uygulanabilmesi için bazı değişikliklerin yapılması gereken<sup>28</sup> bu formül aşağıdaki gibidir.

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

Formüldeki semboller;

$S_i$  : Çalışma sermayesi tutarını,

$S$  : Ortalama stok tutarını,

$K_b$  : Satışlar üzerinden brüt kâr oranını,

$C$  : Yıllık satış tutarını,

$V_1$  : Satıcıların işletmeye tanıdığı ortalama vadeyi (gün olarak),

$V_2$  : Müşterilere tanınan ortalama vadeyi (gün olarak),

$G_y$  : Yıllık genel giderleri,

İfade etmektedir.

Formül bu haliyle sadece ticaret işletmeleri için kullanılabilir. Ancak, bazı değişkenlerin değerleri hesaplanarak önceki iki yöntemde ele aldığımız örneğimize bu formülü uygulayabiliriz.

<sup>26</sup> Smith, a.g.e., s.40.

<sup>27</sup> Akgüç, Finansal Yönetim, s.229.

<sup>28</sup> Smith ve Sell, a.g.e., s.77.

$$S = 123.287.670 + 452.054.790 + 267.123.285 = 842.465.745 \text{ TL}$$

$$K_b = 2.500.000.000 / 10.000.000.000 = 0,25 = \%25$$

$$C = 10.000.000.000 \text{ TL}$$

$$V_1 = 60 \text{ gün}$$

$$V_2 = 75 \text{ gün}$$

$$G_y = 500.000.000 \text{ TL}$$

Bu verileri Schmallenbach formülünde yerine koyarsak, işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı;

$$S_i = 842.465.745 + (1 - 0,25) (10.000.000.000 \frac{75 - 60}{365}) + (500.000.000 \frac{75}{365})$$

$$S_i = 1.253.424.650 \text{ TL}$$

olarak hesaplanır.

Bu hesaplamada, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman giderlerinin ve çalışma sermayesi ihtiyacı doğurmayan kârların etkisi gözönünde bulundurulmamıştır. Ayrıca satıcıların işletmeye vade, işletmenin müşterilerine tanıdığı vadeden daha az ise (örneğimizde bu fark 15 gündür), işletme alacakları finanse etmek için ek çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır. Bu durumda göz önünde bulundurulması gerekir.

#### 1.1.3.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi

Mellerowicz formülü; işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını, faaliyet devir süreleri ile ilişkilendiren bir formüldür. Bir bakıma faaliyet devri katsayısı ve günlük masraf tutarı yöntemlerinin birleştirilerek formülleştirilmiş şekli olan Mellerowicz formülü aşağıdaki gibidir.<sup>29</sup>

$$S_i = H (t_3 - t_4) + G (t_1 + t_2 + t_5)$$

Formüldeki semboller;

<sup>29</sup> Türko, **Döner Sermaye Yönetimi: Teori ve Analiz**, s.154-155.

- $S_i$  : Çalışma sermayesi tutarını,  
 $H$  : Günlük hammadde ve malzeme masrafları toplamını,  
 $G$  : Günlük maliyet masrafları toplamını,  
 $t_1$  : İmalat süresini,  
 $t_2$  : Mamüllerin stokta bekleme süresini,  
 $t_3$  : Hammadde ve malzemelerin stokta bekleme süresini,  
 $t_4$  : Satıcıların işletmeye tanıdıkları ortalama vadeyi,  
 $t_5$  : Müşterilere tanınan ortalama vadeyi,

ifade etmektedir.

Daha önceki yöntemlerde ele alınan örnekteki veriler bu formülde kullanılırsa;

$$S_i = 8.219.178 (15 - 60) + 20.547.945 (30 + 15 + 75)$$

$$S_i = 2.095.890.390 \text{ TL}$$

olarak hesaplanır.

Görüldüğü gibi ele alınan her yönetime göre hesaplanan çalışma sermayesi ihtiyacı tutarı farklı çıkmıştır. Farklılık hesaplanan çalışma sermayesi tutarının net veya brüt olmasından<sup>30</sup> kaynaklanabildiği gibi, hesaplamalarda kullanılan verilerin farklı olmasından da etkilenmektedir. Önemli olan, farklı yöntemlere göre hesaplanan tutarlar arasında, finansal yönetici tarafından uygun bir sentez yapılmasıdır.

#### 1.1.4. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları

Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları işletmelerin finansal yönetimi tarafından, kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçmek, likidite riskini değerlendirmek, başka bir ifade ile net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını saptamak için kullanılmaktadırlar. Ayrıca bu grupta yer alan oranlar, özellikle işletmeye borç

<sup>30</sup>Faaliyet devri katsayı yöntemine göre hesaplanan tutar, brüt çalışma sermayesi ihtiyacını gösterirken, diğer yöntemlerin tümünde net çalışma sermayesi ihtiyacını ifade etmektedir.

verecek olan kredi kuruluşları tarafından, verilen borcun tahsil edilememe riskinin ölçülmesinde birinci derecede gözönünde bulundurulmuş oranlardır.<sup>31</sup>

Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları, hesaplamalarda kullanılan verilerin likidite derecesine (nakde dönüştürülebilirliğine) göre; cari oran (3. derece likidite), likidite oranı (2. derece likidite), hazır değerler oranı (1. derece likidite) olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

#### 1.1.4.1. Cari Oran

Cari oran (current ratio), bilançoda yer alan dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranlanması sonucu hesaplanmaktadır.

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

Cari oran hesaplanmasında amaç, işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını tespit etmektir. Net çalışma sermayesi, dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki farkı gösterdiğine göre, cari oranın 1'e eşit olması net çalışma sermayesinin bulunmadığını, 1'den küçük olması ise net çalışma sermayesi açığını ifade eder.

Hesaplanan cari oran değerlendirilirken; işletmelerin faaliyet gösterdiği sektör ortalaması, dönen varlıklarının yapısı, stokların ve alacakların devir hızı, geçmişe doğru hesaplanan oranların gösterdiği eğilim gibi bir takım unsurlar gözönünde bulundurulmalıdır.<sup>32</sup> Genel olarak hesaplanan oranın sanayi işletmeleri için 2/1 olması istenir.

İşletmelere borç verecek olan kredi kuruluşları açısından cari oranın yüksek çıkması olumlu bir durum olarak değerlendirilirken, işletme ortak ve yöneticileri ile

<sup>31</sup> Charles H. Gibson, *Financial Statement Analysis: Using Financial Accounting Information*, 5.b., South – Western Publishing Company, Cincinnati Ohio: 1992, s.233-234.

<sup>32</sup> İşletmelerin hesaplanan cari oranlarının, faaliyet gösterdikleri sektör ortalamasına eşit veya büyük olması olumlu, küçük olması ise olumsuz olarak değerlendirilmektedir. Dönen varlık yapısı oransal olarak daha likit olan işletmeler ile stok ve alacak devir hızı yüksek olan işletmelerin cari oranlarının makul bir ölçüde düşük olması normal karşılanmaktadır. Birbirini izleyen dönemlere ait hesaplanan oranların gösterdiği eğilim de önemsenmekte olup; eğilimin artış yönünde olması olumlu, azalış yönünde olması ise olumsuz karşılanmaktadır. Bkz. Gibson, a.g.e., s.235.

işletmeye yatırım yapacak kişiler açısından ise, elde gereğinden fazla likit varlık tutulması nedeniyle işletme kârlılığını olumsuz etkileyecek bir durum olarak yorumlanmaktadır.

Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları içerisinde likidite derecesi en dūřuk oran, cari orandır. Çünkü, cari oran hesaplanırken denen varlık kalemlerinin tūmünün aynı derecede likit olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım gerçekçi olmaktan uzaktır ve cari oranın olumsuz yönlerinden birisidir. Dolayısıyla, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi analiz edilirken, sadece cari orana bağlı kalınmamalıdır.

#### 1.1.4.2. Likidite Oranı

Likidite oranı (acid test ratio – quick ratio), denen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu bulunan tutarın, kısa vadeli borçlara oranlanması ile hesaplanır.

$$\text{Likidite Oranı} = \frac{\text{Denen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Likidite oranı, cari oranı tamamlayan ve onu daha anlamlı kılan bir orandır. Satışların bir an için durması veya önemli ölçüde yavaşlaması durumunda, işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir. Genellikle bu oranın 1/1 olması yeterli ve oldukça iyi düzey olarak kabul edilmektedir. Çünkü, bu oranın 1/1 olması işletmenin kısa vadeli borçlarının tamamını, nakit veya nispi olarak likiditesi yüksek olan varlıkları ile karşılayabileceğini gösterir.

Ancak, bir işletmenin likidite oranı 1/1 den daha dūřuk olduğu halde, söz konusu işletmenin stokları hızla paraya çevrilebilir nitelikte ve stok ve alacak devir hızları yüksek ise, likidite oranının makul bir ölçüde dūřuk olması normal karşılanmalıdır. Ayrıca, likidite oranı değerlendirilirken işletmelerin kısa vadeli borç yapısı da dikkate alınmalıdır. Büyük ölçüde müşteri avansı ile çalışan işletmelerin likidite oranlarını dūřuk çıkması normaldir. Çünkü, müşteri avansları gelecek faaliyet döneminde stokların satışı ile kapatılacaktır.

Ülkemizdeki işletmeler, çalışma sermayesi finansmanında büyük ölçüde kısa vadeli yabancı kaynaklara başvurdıklarından, sanayi işletmelerinde likidite oranı, genellikle 1/1 den daha küçüktür.<sup>33</sup>

#### 1.1.4.3. Hazır Değerler Oranı

Hazır değerler oranı (cash ratio), dönen varlık kalemlerinden hazır değerler ile menkul kıymetler toplamının, kısa vadeli borçlara oranlanması ile hesaplanır.

$$\text{Hazır Değerler Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Nakit oranı olarak da bilinen hazır değerler oranı, işletmelerin ellerindeki hazır değerler ve istenildiği zaman kolayca nakde çevrilebilir menkul kıymetleri ile kısa vadeli borçlarının ne kadarını karşılayabildiğini gösterir. Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları içerisinde likidite derecesi en yüksek oran, hazır değerler orandır. Bu yönüyle 1. derece likidite oranı olarak da adlandırılmaktadır. Sanayi işletmeleri için bu oranın 0,20 seviyelerinde olması istenir.<sup>34</sup>

#### 1.1.5. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları

Normal olarak işletmeler faaliyetlerine başlamadan önce, çalışma sermayesi ihtiyaçlarını tespit edip, hesaplanan tutarın dönen varlıklar arasındaki dağılımını belirlerler. Önceden yapılan bu tespit, işletmeler faaliyete geçtikten sonra genellikle değişir. İşletmelerin gerçek çalışma sermayesi ihtiyaçları da, gerek hacim ve gerekse dönen varlık kalemleri arasındaki dağılımı bakımından ancak bu aşamadan sonra tam olarak kesinleşir. Böylece, işletmeler ihtiyaçları olan çalışma sermayesi tutarının maksimum ve minimum sınırlarını çizebilirler.

İşletmelerin çalışma sermayelerinin gerek hacim ve gerekse dönen varlık kalemleri arasındaki dağılımını etkileyen faktörlerden birisi de, çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarıdır.<sup>35</sup> Bu oranlar, dönen varlıkların işletme

<sup>33</sup> Akgüç, *Mali Tabloların Analizi*, s.353.

<sup>34</sup> Nalan Akdoğan ve Nejat Tenker, *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 6.b., Gazi Kitabevi, Ankara: 1998, s.606.

<sup>35</sup> Lawrence J. Gitman, *Principles of Managerial Finance*, 7.b., Harper Coolins, New York: 1994, s.643.

faaliyetlerinde ne derece etkin ve verimli kullanıldıklarını ölçen oranlardır. Bu yönüyle, işletmelerin kendi içinde analiz yapılmasına olanak verdiği gibi, aynı endüstri kolundaki işletmeler ile karşılaştırma yapılmasına da kullanılırlar.

#### 1.1.5.1. Dönen Varlıklar (Brüt Çalışma Sermayesi) Devir Hızı

Dönen varlıkların devir hızı, belirli bir döneme ait (genellikle bir yıl) net satışların ortalama dönen varlıklara oranlanması sonucu hesaplanmaktadır.

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

Ortalama dönen varlıklar, dönem başı ve dönem sonu dönen varlık tutarları toplamının ikiye bölünmesi suretiyle elde edilmektedir. Bu oran, dönen varlıkların kaç katı kadar net satış hasılatı sağlandığını ortaya koymaktadır. Başka bir ifade ile, bir hesap dönemi içerisinde dönen varlıkların kaç kez yenilendiğini göstermektedir.

Dönen varlıkların satışlar üzerinden devir hızının düşük veya yüksek olması, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını etkileyen en önemli göstergedir. İşletmelerin çalışma sermayelerinin yeterli olup olmadığı, çeşitli dönemlerde elde edilen sonuçların kendi aralarında ve benzer işletmelerin oranları ile karşılaştırılmak suretiyle tespit edilebilmektedir.

Genel olarak dönen varlık devir hızının yüksek çıkması, dönen varlıkların etkin ve verimli kullanıldığının bir göstergesidir. Bu durum aynı zamanda işletmenin likiditesinin yüksek olduğunu da gösterir. Satışların kârlılığı düşük olsa dahi, dönen varlıkların devir hızının yüksek olması nedeniyle toplam varlıkların kârlılığı artmış olur.<sup>36</sup>

Bununla birlikte herhangi bir işletme için hesaplanan dönen varlık devir hızının sağlıklı bir şekilde yorumlanabilmesi için, bazı noktalar gözönünde bulundurulmalıdır. Devir hızını yüksek çıkması;

- Çalışma sermayesi yetersizliğini,

<sup>36</sup> Gitman, *Principles of Managerial Finance*, s.658.

- Stok ve alacakların devir hızının yüksek olduğunu,
- Stok ve alacakların, az çalışma sermayesine gereksinim gösterdiğini,

ifade edebilir. Buna karşılık devir hızının düşük olması ise;

- İşletmenin aşırı çalışma sermayesine sahip olduğunu,
- Stok ve alacakların devir hızının düşük olduğunu,
- İşletmenin gereğinden fazla hazır değer elinde bulundurduğunu,
- Çalışma sermayesinin bazı yatırımları finanse etmek için kullanıldığını,

gösterebilir. Bu nedenlerin hangisinin geçerli olduğunun tespiti, büyük ölçüde diğer çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarının analiz edilmesine bağlıdır.

#### 1.1.5.2. Stokların Devir Hızı ve Ortalama Stok Elde Tutma Süresi

Stokların devir hızı, belirli bir döneme ait (genellikle bir yıl) satışların maliyetinin ortalama stoklara oranlanması sonucu hesaplanmaktadır.

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

Ortalama stoklar, dönem başı ve dönem sonu stok tutarları toplamının ikiye bölünmesi suretiyle elde edilmektedir. Bu oran, stokların bir yıl içerisinde kaç kez çevrildiğini göstermektedir. Hesaplanan devir hızından hareketle, işletmenin stoklarını ortalama olarak ne kadar süre ile elde tuttuğu da hesaplanabilmektedir.

$$\text{Ortalama Stok Elde Tutma Süresi} = \frac{365}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

Yukarıda verilen formüle göre, işletmenin ortalama olarak stoklarını kaç günde bir çevirdiği hesaplanmaktadır. Aslında her iki oran da aynı olayın farklı ifadeleri olup, birinden hareketle diğeri hesaplanabilmektedir.

Stok devir hızının yüksek olması, her şeyden önce işletmelerin maruz kaldığı fiyat, moda ve talep değişmelerinden doğan riskleri azaltır. Diğer taraftan stok devir hızı artıkcça, işletme kaynakları daha kısa süre ile stoklara bağlanmış olacağından

işletmeler daha az çalışma sermayesi ihtiyacı duyarlar. Bu durum işletmelerin stok bulundurma maliyetini ve finansman ihtiyaçlarını azaltır.<sup>37</sup>

Buna karşılık stok devir hızının düşük olması, stok bulundurma maliyeti ve finansman ihtiyacını artırır. Ayrıca, stoklara gereğinden fazla para bağlanması, fiyat, moda ve talep değişmelerinden doğan zararlar, işletmelerin kazanç ve kârlılığını düşürecektir.

#### 1.1.5.3. Alacakların Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsilat Süresi

Alacakların devir hızı, belirli bir döneme ait (genellikle bir yıl) kredili satışların, o döneme ait ortalama ticari alacaklara oranlanması sonucu hesaplanmaktadır.

$$\text{Alacakların Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızı hesaplanırken kredili satışların yerine net satışlarda kullanılabilir. Net satışların tümünün kredili yapıldığı varsayımına dayanan bu yaklaşım, tam olarak doğru bir sonuç vermemesine rağmen, kredili satış rakamının bilinmediği durumlarda, alacak devir hızı hakkında yaklaşık bir fikir vermektedir.

Alacak devir hızının yüksek oluşu, işlemlerin alacaklarının tahsilat kabiliyeti konusunda iyi bir gösterge olduğu gibi, finansal yönetimin tahsilat politikasındaki etkinliğinin bir sonucu olarak yorumlanır. Çünkü, alacak devir hızındaki artış, aynı düzeydeki iş hacmi için daha az çalışma sermayesi ihtiyacı doğurur.

Diğer taraftan bir işletmenin alacak devir hızının düşük olması ise;

- İşletmenin alacaklarının tahsilatında güçlüklerle karşılaşmasının,
- Rekabet gücünün zayıflığının,
- Etkin bir alacak yönetiminden yoksun oluşunun,
- Kredili satış politikasında çok esnek davranılmasının,

<sup>37</sup> Smith ve Sell, a.g.e., s.87.

bir sonucu olabilir. Ayrıca, alacak devir hızının düşük olması, işletmenin finansman gereksinimini artırdığı gibi, daha yüksek bir cari ve likidite oranı ile çalışılması zorunluluğu doğurur.

Bir yıldaki gün sayısının (365) alacakların devir hızına bölünmesi ile, alacakların ortalama tahsil süresi hesaplanmış olur.

$$\text{Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{365}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Alacakların ortalama tahsil süresi, işletmelerin kredili satışlarda müşterilerine tanıdığı ortalama vadeyi gösterir. Sürenin kısalması işletmelerin lehinedir ve çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğinin ve verimliğinin bir göstergesidir. Sürenin uzaması ise, alacakların daha uzun bir süre içerisinde paraya dönüştüğünü ve müşterilerin işletme tarafından gereğinden fazla finanse edildiği anlamına gelir.

Stokların devir hızının artırılması, alacakların hızlı bir şekilde tahsil edilmesi ile birlikte yürütülmelidir. Aksi takdirde işletmelerin kaynaklarının büyük bir kısmı uzun süreli alacaklara bağlanmış olur. Bu durum, kaynakların faaliyet dönemi içerisinde derhal kullanılması olanağını ortadan kaldırır. Dolayısıyla her işletme, stok devir hızındaki artış ile birlikte alacakların ortalama tahsil süresini de kısaltmaya çalışmalıdır.<sup>38</sup>

#### 1.1.5.4. Borçların Devir Hızı ve Ortalama Borç Ödeme Süresi

Ticari borçların devir hızı, belirli bir döneme ait satılan malın maliyetinin ortalama ticari borçlara oranlanması sonucu hesaplanmaktadır.

$$\text{Borçların Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

Bir yıldaki gün sayısının (365) borç devir hızına bölünmesi ile, ticari borçların ortalama ödeme süresi hesaplanmış olur.

<sup>38</sup> Gibson, a.g.e., s.228-229.

$$\text{Ortalama Borç Ödeme Süresi} = \frac{\text{Borç Devir Hızı}}{\text{Borç Devir Hızı}}$$

Ticari borçların ortalama ödeme süresi, satıcıların işletmeye kredili satışlarda tanıdığı ortalama vadeyi gösterir. Genel olarak hesaplanan sürenin uzun olması işletmelerin lehine bir durum olarak yorumlanır. Ancak, hesaplanan bu sürenin uzun ya da kısa olması, genellikle işletme yönetiminin inisiyatifi dışında olup, işletmenin faaliyet gösterdiği iş koluna bağlı olarak değişmektedir. Ticari borçların ortalama geri ödeme süresi yorumlanırken, işletmenin satın alma ve satış koşulları bir arada değerlendirilmelidir.<sup>39</sup>

Bir işletmenin müşterilerine uygun şartlarda ve kredili satış yapma olanağı sunabilmesi, büyük ölçüde kendisinin satın alma koşullarına bağlıdır. Eğer bir işletme alışlarını büyük ölçüde peşin yapmak zorunda kalıyorsa, müşterilerine kredili satış olanağı tanınması, kendisinin çalışma sermayesi sıkıntısı çekmesine neden olur. Dolayısıyla, işletmeler en fazla kendisine tanınan kredili alış olanağı kadar, müşterilerine kredili satış olanağı sunabilir.

#### 1.1.5.5. Ticari Oran ve Nakit Dönüşüm Süresi

Ticari oran, çalışma sermayesi unsurları devir hızı oranlarının birleştirilmesi ile elde edilmiş bir orandır.<sup>40</sup> Ticari oran iki şekilde hesap edilebilir. İlk olarak devir hızı şeklinde, “defa, kez” olarak hesaplanmış olur ve yüksek çıkması istenen bir durumdur. Bu hesaplama şeklinde ticari oran üç unsurdan oluşmaktadır. Bunlar; stokların devir hızı, alacakların devir hızı ve borç devir hızıdır.

$$\text{Ticari Oran} = \text{Stokların Devir Hızı} + \text{Alacakların Devir Hızı} - \text{Borç Devir Hızı}$$

Bu şekliyle hesaplanan ticari oran sağlıklı ve doğru bir şekilde yorumlanmaya elverişli değildir. Çünkü, bazı hallerde hesaplanan rakam negatif çıkmaktadır. Daha öncede değinildiği gibi, genel olarak yüksek çıkması istenilen bir durum olmasına

<sup>39</sup> Eugene Brigham and Louis Gapenski. *Financial Management Theory and Practice*, 6.b., The Dryden Press, 1991, s.533.

<sup>40</sup> Jane M. Cote and Claire Kamm Latham, “*The Merchandising Ratio: A Comprehensive Measure of Working Capital Strategy*”, *Issues in Accounting Review*, Vol:14, No:2, May 1999, s.259.

rağmen, sağlıklı bir yorum ancak gün esasına dayanan ikinci hesaplama şekli ile yapılabilir.

İkinci hesaplama şeklinde ise, ticari oran gün olarak hesaplanır ve düşük çıkması çalışma sermayesi unsurlarının etkin ve verimli yönetildiğinin bir göstergesidir. Bu hesaplama şeklinde ticari oranı oluşturan unsurlar; ortalama stok elde tutma süresi, alacakların ortalama tahsil süresi ve ortalama borç ödeme süresidir.

Ticari Oran = Ortalama Stok Elde Tutma Süresi

(+) Alacakların Ortalama Tahsil Süresi

(-) Ortalama Borç Ödeme Süresi

İkinci hesaplama şekli ile ticari oran, bir işletmenin faaliyetlerinin nakit dönüşüm süresini gösterir. Nakit dönüşüm süresi, işletmelerin üretim için yaptığı ödemeler ile yapılan satışların tahsilatı arasında geçen süredir.

Bir yıl içerisinde işletmelerin faaliyet konusuna bağlı olarak, periyodik aralıklarla (negatif çıkmadığı sürece yaklaşık olarak birinci hesaplama şeklinde bulunan “defa, kez” olarak ifade edilen ticari oran rakamı kadar) tekrarlanan bu dönüşüm, işletmelerin çalışma sermayesi nakit akışı olarak da adlandırılmaktadır. Nakit dönüşüm süresinin kısalması ile üretimin aksamadan sürdürülmesi sağlamakta ve işletmelerin kaynak ihtiyacını azaltmaktadır. Nakit dönüşüm süresinin kısalığı, kaynaklardan tasarruf sağlayarak kârlılığın artmasına da yardımcı olmaktadır. Sayılan bu nedenlerle, işletmeler mümkün olduğu kadar nakit dönüşüm süresini kısaltıp, çalışma sermayesi ihtiyaçlarını azaltmaya çalışırlar.<sup>41</sup>

## 1.2. İşletmelerde Finansal Performans Ölçümü

Bir ekonomi içerisinde mevcut olan kıt kaynakların etkin ve verimli kullanılıp kullanılmadığının önemli göstergelerinden birisi de, o ekonomi içerisinde faaliyet gösteren işletmelerin finansal performanslarıdır. Kârlılık, büyüme, satışlar ve yatırımların geri dönüşümündeki artış hedeflerine etkin bir şekilde ulaşmanın göstergesi olarak ifade edilen finansal performanstaki artış, şüphesiz sadece

---

<sup>41</sup> Brealey, vd, a.g.e., s.522-523.

işletmeler açısından değil, istikrarlı bir ekonomik yapının oluşturulması açısından da çok büyük bir önem arz etmektedir.<sup>42</sup>

İşletmelerin finansal performanslarını doğru bir şekilde öngörmek, finansal başarısızlığa uğrayan işletmelere yatırım yapanları ve kredi verenleri yanlış kararlarından alıkoyacağı için, hayati bir önem taşır. Doğru ve güvenilir analizler sonucunda ekonomik kaynakların sağlıklı işletmelere aktarılması, ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır. Bu yönüyle, piyasada gözlemci ve düzenleyici olarak rol alan kuruluşların, işlevlerini doğru bir şekilde yerine getirmeleri açısından da işletmelerde finansal performans ölçümü oldukça önemlidir.<sup>43</sup>

Hepsinden daha önemlisi, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri sağlıklı finansal kararların alınmasına bağlıdır. İşletmelerin piyasa değerini maksimum kılmayı hedefleyen finansal yönetim, işletme faaliyetlerinin başarıyla devam etmesi açısından, belirli aralıklarla performans değerlendirmesi yapmalıdır. Bu değerlendirme işlemi, işletmenin varlığını sürdürmesi ve piyasadaki rekabet gücünü koruması açısından önemli olduğu kadar, finansal yönetimin kendi başarı veya başarısızlığının da bir göstergesi olacaktır.<sup>44</sup>

İşletmelerde finansal performans ölçümünde kullanılan finansal oranlar, kârlılık ve büyüme oranları olarak ikiye ayrılabilir. Ancak, bu oranların incelenmesine geçmeden önce, bu oranların oluşumunda rol oynayan işletme varlıklarının dağılımı ve finansal yapı analizinde kullanılan oranlara değinmek faydalı olacaktır.

### 1.2.1. İşletmelerde Varlık Dağılımı ve Finansal Yapı Analizi

İşletmelerde varlık dağılımı ve finansal yapı analizi; bilanço kalemlerinden işletme varlıkları ile bu varlıkların finanse edildiği kaynakların kendi aralarında,

<sup>42</sup> Kevin B. Hendricks and Vinod R. Singhal, "Firm Characteristics, Total Quality Management, and Financial Performance", *Journal of Operations Management*, Vol:19, 2001, s.270.

<sup>43</sup> Zühal Akal, *İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi: Çok Yönlü Performans Göstergeleri*, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları: 473, Ankara: 1992, s.52.

<sup>44</sup> İşletmelerin finansal performansları üzerine yapılan bir çok araştırmada, işletmelerdeki tepe yönetimindeki değişimin, finansal performansın artırılmasında önemli unsurlardan biri olduğu belirlenmiştir. Bkz. Jens Leker and Sören Salomo, "CEO Turnover and Corporate Performance", *Scandinavian Journal of Management*, Vol:16, 2000, s.287-303.

optimum bir uyumun sağlanıp sağlanmadığının araştırılmasıdır. Finansal yönetici, işletme faaliyetlerinin başarıyla devam etmesi açısından kârlılık, likidite ve risk arasında sürekli bir dengeyi gözetmek durumundadır. Başka bir ifade ile, farklı bilanço kalemleri arasında bir uyum sağlamalıdır.

#### 1.2.1.1. Dönen Varlıkların Toplam Aktiflere Oranı

Bu oran, işletmelerin toplam varlıklarının oransal olarak ne kadarını dönen varlıklara ayırdıklarını gösterir ve dönen varlıkların toplam aktiflere bölünmesi yoluyla hesaplanır.

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

Önem derecesi faaliyet kollarına göre değişmekle birlikte, dönen varlıklar bir işletmenin toplam aktifleri içerisinde büyük bir yer tutmaktadır. Genel olarak, tipik sanayi işletmelerinde dönen varlıkların toplam aktifler içerisindeki payının % 50 den fazla olduğu söylenebilir. Bu oran, toptan ve perakende ticaretle uğraşan işletmelerde % 70 i aşmakta, buna karşılık enerji üreten işletmelerde ise, % 10 düzeylerine kadar inmektedir.<sup>45</sup>

Duran varlıklara yatırım yapmakla, dönen varlıklara yatırım yapmak arasında büyük farklar vardır. Dönen varlıklara yapılan yatırımlar, genellikle dönüştürülebilir yatırımlardır. İşletme istediği zaman varlıklarını likit hale dönüştürebilir veya çok az bir maliyetle katlanmak suretiyle yatırımlarını azaltabilir. Ancak, duran varlıklar özellikleri gereği istenildiği zaman paraya dönüştürülememektedir. Bunun yapılabilmesi için, genellikle önemli maliyetlere katlanması gerekmektedir.

İşletmelerde optimum bir seviyede dönen varlık bulundurulmaya çalışılırken, iki farklı türde maliyetin oluşması verecekleri kararlarda etkili olmaktadır.<sup>46</sup>

Bunlardan birincisi, “*likit varlık bulundurma maliyeti – likidite maliyeti*” dir. İşletme gereğinden fazla dönen varlık bulunduruyorsa, toplam varlıkların kârlılığı

<sup>45</sup> Akgüç, Finansal Yönetim, s.208.

<sup>46</sup> Muharrem Özdemir, Finansal Yönetim, Gazi Büro Kitabevi, Ankara: 1997. s.180-181.

azalır ve dönen varlıkların toplam aktiflere oranı arttıkça işletmenin likidite maliyeti yükselir.

İkincisi ise tam tersine, “*likit varlık bulundurmama maliyeti*” dir. Bu maliyet dönen varlıklara gereğinden az yatırımda bulunulmasının maliyetidir. Diğer şartlar aynı iken dönen varlıkların toplam aktiflere oranı azaldıkça, likit varlık bulundurmama maliyeti artma eğilimine girer.

İşletmeler dönen varlıkların optimum düzeyini belirlerken, minimum maliyet durumunu araştırmalı ve iki maliyet unsurunu da dengelemeye çalışmalıdır.

#### **1.2.1.2. Toplam Borçların Toplam Aktiflere Oranı (Borç Kaldıraç Oranı)**

Bu oran, işletmelerin toplam varlıklarının oransal olarak ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir ve toplam yabancı kaynakların toplam aktiflere bölünmesi yoluyla hesaplanır.

$$\text{Toplam Borçların Toplam Aktiflere Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Genel olarak bu oranın yüksek olması, işletmelerin spekülatif bir biçimde finanse edildiğini, kredi verenler için emniyet marjının dar olduğunu, borç ana para ve faizlerini ödeyememe nedeniyle finansal yönden zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir. Ancak, işletmelerin faaliyetlerinden elde ettikleri kâr oranının yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olması halinde ise, bu oranın yüksek olması, işletmelerin finansal kaldıraç olumlu etkisinden yararlanarak, öz sermayelerinin kârlılık oranını artırmalarına katkıda bulunur.<sup>47</sup>

Toplam borçların toplam aktifler içerisindeki payı analiz edilirken, işletmelerin yeniden değerlendirme yapıp yapmadıkları dikkate alınmalıdır. Yeniden değerlendirme yapmamış olan işletmelerde, toplam aktifler içerisinde duran varlıklar gerçek değerleri ile yer almadıkları için, “toplam borç / toplam aktif” oranı olduğundan daha yüksek çıkacaktır.

<sup>47</sup> Brigham ve Gapenski. a.g.e., s.353.

Toplam borçların toplam aktiflere oranının % 50 nin üzerine çıkması genellikle bir tehlike işareti olarak yorumlanmaktadır. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde, öz sermaye sağlanmasındaki kurumsal güçlükler ve işletmelerin toplam varlıkları içerisindeki dönen varlıkların payının yüksek olması nedeniyle, bu oranın % 50 nin üzerinde olmasını normal karşılamak gerekir. Nitekim ülkemizde faaliyet gösteren işletmelerin toplam borçlarının toplam aktifler içerisindeki payı genellikle % 60 ın üzerindedir.<sup>48</sup>

Özellikle enflasyonist ve ekonomik genişleme dönemlerinde, işletmeler daha çok borçlanma ihtiyacı içerisine girdiklerinden, işletmelerin “toplam borç / toplam aktif” oranı yükselme eğilimi gösterir. Bu tehlikeli eğilim, piyasaların daralma sürecine girdiği finansal kriz dönemlerinde, sadece işletmeler açısından değil, makro ekonomi açısından da çok ciddi sıkıntılar doğurmaktadır.

#### **1.2.1.3. Kısa Vadeli Borçların Toplam Borçlara Oranı**

Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı, işletmelerin borçlarının vade yapısını belirlemek için kullanılır ve kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranlanması yoluyla hesaplanır.

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

Oransal olarak dönen varlıkları yüksek olan, emek yoğun teknoloji kullanan işletmelerde, toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçların payının yüksek olması doğaldır. Buna karşılık daha çok duran varlıklara yatırım yapmış olan, sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerde kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki payının düşük olması beklenir. Sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğu, işletmelere orta ve uzun vadeli kredi verecek finansman kuruluşlarının yetersiz olduğu ve ticari bankaların daha çok kısa vadeli kredi verme eğiliminde olduğu gelişmekte olan ülkelerde, kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı yüksektir.

<sup>48</sup> Akgüç, Mali Tabloların Analizi, s.360-361.

Kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki payının yüksek olması, işletmelerin borçlarını sık sık yenilemelerine ve belirli bir noktadan sonra borçlarını ödeyememe sorunu yaşamlarına neden olabilir. Oranın optimal bir nispeti bulunmamakla birlikte, çok yüksek olması istenmeyen bir durumdur.

### 1.2.2. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları, bir işletmede uygulanan finansman politikalarının uygulama sonuçlarını ölçerler.<sup>49</sup> İyi işleyen finansal pazarlarda, işletme yönetiminin ne derece başarılı olduğunun, yatırılan sermaye için işletmenin doyurucu bir kâr sağlayıp sağlamadığının temel göstergesi kârlılık oranlarıdır. Finansal yatırımcılar kârlılık oranları düşük alanlara sermayelerini bağlamadıkları gibi, girişimciler de yatırım yapmaktan kaçınırlar. Aynı şekilde kredi kurumları da kârlılık oranları düşük olan işletmelere kredi vermeye ihtiyatlı yaklaşırlar.<sup>50</sup>

Bir işletmenin elde etmiş olduğu kârın, ölçülü ve yeterli olup olmadığını belirlemek için aşağıda sayılan faktörlerin gözönünde tutulması gerekir.

- Sermayenin alternatif kullanım alanlarında sağlayabileceği gelir,
- Genel ekonomik koşullar,
- Aynı endüstri kolunda benzer işletmelerin sağladığı kâr oranları,
- Geçmiş yıllarda kârın göstermiş olduğu eğilim,
- İşletmenin planladığı kâr hedefleri.

İşletmelerin kârlılık oranları değerlendirilirken, enflasyonun etkisi mutlaka dikkate alınmalıdır. Enflasyon, işletme kârlarının olduğundan daha fazla gözükmeye neden olur. Dolayısıyla, değerlendirme işlemi yapılırken kârlılık oranlarının enflasyon etkisini de içerdiği unutulmamalıdır. Ayrıca, dönemsel olarak ekonomik hayatta yaşanan durgunluk veya krizler işletmelerin kârlılık oranlarının düşmesine, hatta zarar etmelerine neden olabilir. Bu tür olağanüstü dönemlerde, kârlılık oranlarındaki düşüşü tamamen finansal yönetimin başarısızlığı olarak değerlendirmemek gerekir.

<sup>49</sup> Yüksel Koç Yalkın, *İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri*, 6.b., Olgaç Matbaası, Ankara: 1988, s.271.

<sup>50</sup> Hendricks, Singhal, a.g.e., s.298.

İşletmelerin kârlılık düzeyinin belirlenmesinde bir çok oran kullanılmaktadır. Genel olarak bu oranlar, satışlar üzerinden kârlılığı gösteren oranlar ve yatırımlara göre kârlılığı gösteren oranlar olmak üzere ikiye ayrılabilir. Bu iki grupta yer alan oranlar birlikte değerlendirildiklerinde, işletme faaliyetlerinin etkinlik düzeyi ortaya çıkar.<sup>51</sup>

#### 1.2.2.1. Satışlara Göre Kârlılığı Gösteren Oranlar

Satışlara göre kârlılığı gösteren oranlar, işletmelerin faaliyet sonuçlarını tutar olarak gösteren gelir tablosu kalemleri üzerinden hesaplanmaktadır. Gelir tablosu, işletmelerin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı bütün maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönem net kârı veya zararını gösteren bir tablodur. İşletmeler karşılaştırmalarda kolaylık sağlamak ve anlam işbirliği oluşturmak için gelir tablolarını aşağıda verilen biçimde hazırlamak zorundadırlar.<sup>52</sup>

##### İŞETMELERDE AYRINTILI GELİR TABLOSU TİPİ

###### A- BRÜT SATIŞLAR

- 1- Yurtiçi Satışlar
- 2- Yurtdışı Satışlar
- 3- Diğer Gelirler

###### B- SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)

- 1- Satışlardan İadeler
- 2- Satış İskontoları
- 3- Diğer İndirimler

###### NET SATIŞLAR

###### C- SATIŞLARIN MALİYETİ (-)

- 1- Satılan Mamüller Maliyeti
- 2- Satılan Ticari Mallar Maliyeti
- 3- Satılan Hizmet Maliyeti
- 4- Diğer Satışların Maliyeti

###### BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI

###### D- FAALİYET GİDERLERİ (-)

- 1- Araştırma ve Geliştirme Giderleri
- 2- Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri
- 3- Genel Yönetim Giderleri

###### FAALİYET KARI VEYA ZARARI

###### E- DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GELİR VE KARLAR

- 1- İştiraklerden Temettü Gelirleri
- 2- Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri
- 3- Faiz Gelirleri
- 4- Komisyon Gelirleri
- 5- Konusu Kalmayan Karşılıklar

<sup>51</sup> Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, 2.b., Türkmen Kitabevi, İstanbul: 1995. s.36.

<sup>52</sup> Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nın 26.12.1992 Tarihli "Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği".

- 6- Faaliyetlerle İlgili Diğer Olağan Gelir ve Kârlar
- F- DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR (-)
  - 1- Reeskont Faiz Giderleri
  - 2- Komisyon Giderleri
  - 3- Karşılık Giderleri
  - 4- Diğer Olağan Gider ve Zararlar
- G- FİNANSMAN GİDERLERİ (-)
  - 1- Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri
  - 2- Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri
- OLAĞAN KAR VEYA ZARAR
- H- OLAĞANDIŞI GELİR VE KARLAR
  - 1- Önceki Dönem Gelir ve Kârları
  - 2- Diğer Olağandışı Gelir ve Kârlar
- I- OLAĞANDIŞI GİDER VE ZARARLAR (-)
  - 1- Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları
  - 2- Önceki Dönem Gider ve Zararları
  - 3- Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar
- DÖNEM KARI VEYA ZARARI
- J- VERGİ VE DİĞER YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER KARŞILIKLARI (-)
- DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI

Bir işletmenin net satışlarına göre kârlılık oranları, gelir tablosunda yer alan; brüt satış kârı, esas faaliyet kârı, faaliyet kârı ve net dönem kârı tutarlarına göre ayrı ayrı hesaplanıp yorumlanır.<sup>53</sup>

#### 1.2.2.1.1. Brüt Kâr Marjı

Brüt kâr marjı, işletmelerin gelir tablolarında yer alan brüt satış kârı tutarlarının net satışlara oranlanması sonucu hesaplanır ve yüzde olarak ifade edilir.

$$\text{Brüt Kâr Marjı} = \frac{\text{Brüt Satış Kârı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Brüt kâr marjı, bir anlamda işletmelerin satış fiyatları üzerindeki kâr paylarını ifade etmektedir. Bu yönüyle faaliyetlerinin etkinliğinin yanı sıra, işletmelerin fiyat politikalarına ilişkin bilgiler de vermektedir.<sup>54</sup>

Bir işletmenin belirli bir yıldaki brüt kâr marjı, söz konusu işletmenin geçmiş yıllardaki oranları ve aynı iş kolunda faaliyet gösteren diğer işletmelerin oranları ile

<sup>53</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketlerin düzenlemek zorunda oldukları gelir tablolarında, Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği'nde "faaliyet kârı veya zararı" olarak geçen kalem "esas faaliyet kârı veya zararı" olarak, "olağan kâr veya zarar" kalemi ise "faaliyet kârı veya zararı" olarak yer almaktadır. Bkz. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda "Muhasebe Standartları" nı düzenleyen (Seri XI, No:1) tebliğ.

<sup>54</sup> Berk, a.g.e., s.36.

karşılaştırma yoluyla değerlendirilebilir. Değerlendirme işleminde kullanılabilecek optimum bir ölçü olmamakla birlikte, endüstri ortalamasına eşit veya daha yüksek olması istenilen bir durumdur. Ayrıca, incelenen işletmenin brüt kâr marjının zaman içerisinde yükselme eğilimi göstermesi, işletme lehine yorumlanacak olumlu bir gelişmedir.

Brüt kâr marjının işletme açısından önemli bir özelliği de, satışlar üzerinden hesaplanacak diğer kârlılık oranlarına bir taban oluşturmasıdır. Bir işletmenin brüt kâr marjının yüksekliği, diğer kârlılık oranlarının yüksek çıkmasını doğrudan etkileyen bir durumdur.

#### 1.2.2.1.2. Esas Faaliyet Kâr Marjı

Şüphesiz işletmelerin esas faaliyet alanlarının dışında da kâr elde edebilme olanakları mevcuttur. Ancak, işletmeler varlıklarını devam ettirmeye çalışırken, birincil amaçları esas faaliyet alanlarında iyi bir performans ortaya koyup, yüksek oranda kâr elde etmektir.

Bir işletmenin esas faaliyet kârı, brüt satış kârından faaliyet giderlerinin düşülmesi sonucunda hesaplanmaktadır. Satılan malın maliyeti içinde bulunmamakla birlikte, işletmelerin üretim seviyeleri ile doğrudan ilişkili olan faaliyet giderlerinin de net satış tutarından düşülmesi, daha hassas bir kârlılık oranının hesaplanmasını mümkün kılmaktadır. Esas faaliyet kâr marjı, işletmelerin gelir tablolarında yer alan esas faaliyet kârı tutarlarının net satışlara oranlanması sonucu hesaplanır ve yüzde olarak ifade edilir.

$$\text{Esas Faaliyet Kâr Marjı} = \frac{\text{Esas Faaliyet Kârı}}{\text{Net Satışlar}}$$

İş hacmi rantabilitesi olarak da adlandırılan bu oran, bir işletmenin esas faaliyetlerinin ne ölçüde kârlı olduğunu ortaya koyar. Genel olarak esas faaliyet kâr marjı, bir işletmenin nakit yaratma potansiyelini gösterir ve kredi kuruluşları tarafından öncelik verilen oranlardan birisidir.

#### 1.2.2.1.3. Faaliyet Kâr Marjı

Bir işletmenin faaliyet kârı, esas faaliyet kâr tutarına diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve kârlar eklenip, diğer faaliyetlerden elde edilen gider ve zararlar ile finansman giderlerinin düşülmesi suretiyle hesaplanır. Faaliyet kâr marjı, işletmelerin gelir tablolarında yer alan faaliyet kârı tutarlarının net satışlara oranlanması sonucu hesaplanır ve yüzde olarak ifade edilir.

$$\text{Faaliyet Kâr Marjı} = \frac{\text{Faaliyet Kârı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Faaliyet kâr marjını, brüt ve esas faaliyet kâr marjlarından farklılaştıran iki temel nokta vardır. Bunlar;

1. Eğer bir işletmenin yüksek kâr payı veren iştirakleri veya bağlı ortaklıkları varsa, faaliyet kâr marjı, brüt ve esas faaliyet kâr marjlarından daha yüksek çıkacaktır.
2. Eğer bir işletmenin kısa ve uzun dönemli finansman maliyetleri çok yüksek ise, brüt ve esas faaliyet kâr marjları tatminkâr olsa dahi, faaliyet kâr marjı düşük hatta bazı durumlarda negatif çıkacaktır.

#### 1.2.2.1.4. Net Kâr Marjı

Net kâr marjı, işletmelerin gelir tablolarında yer alan net dönem kârı tutarlarının net satışlara oranlanması sonucu hesaplanır ve yüzde olarak ifade edilir.

$$\text{Net Kâr Marjı} = \frac{\text{Net Dönem Kârı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Net dönem kârı, bir işletmenin faaliyetlerinin nihai sonucudur. Bu yönüyle, işletmenin satışlar üzerinden sağlamış olduğu kârların temel performans göstergesidir. Genel olarak net kâr marjı ne kadar yüksek çıkarsa, işletmelerin faaliyet performansının o kadar iyi olduğu kabul edilir.

İşletmelerin net satışlara göre hesaplanan kârlılık oranları değerlendirilirken, bir nokta gözden uzak tutulmamalıdır. Bu oranların yüksek çıkması, elde edilen kâr tutarlarına bağlı olduğu kadar, net satış tutarına da bağlıdır. İşletmelerin bazı hallerde

düşük satış hacimleri ile, yüksek kârlılık oranları elde etmeleri mümkündür. Zira, işletmelerde yüksek fiyat ve yüksek kâr marjı stratejisi, çoğunlukla düşük satış hacimleri ile sonuçlanmaktadır. Bu durum işletmeler açısından elbette istenilen bir sonuç değildir. Buna karşılık, makul bir kâr marjı ile yüksek bir satış hacminin yakalanması, tartışmasız olarak daha iyi bir performans göstergesidir.<sup>55</sup>

#### 1.2.2.2. Yatırımlara Göre Kârlılığı Gösteren Oranlar

Net kâr tutarı ile işletme faaliyetlerinde kullanılan sermaye kaynakları arasındaki ilişkiyi gösteren bu oranlar, finans literatüründe “mali rantabilite” olarak da yer almakta ve çok değişik oranlar hesaplanmaktadır. Biz bu oranlardan, öz sermayenin kârlılık oranı ve toplam aktiflerin kârlılık oranı üzerinde duracağız.

##### 1.2.2.2.1. Öz Sermayenin Kârlılık Oranı

Serbest piyasa ekonomilerinde bir işletmeye sermaye koyanların temel amacı, birim sermaye miktarı başına maksimum düzeyde kâr elde etmektir. Öz sermayenin kârlılık oranı, işletme sahip ya da ortaklarının koymuş oldukları sermayenin yüzde kaç kadar net kâr elde ettiklerini gösterir ve net dönem kârının öz sermaye tutarına bölünmesi suretiyle hesaplanır.

$$\text{Öz Sermaye Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Dönem Kârı}}{\text{Öz Sermaye}}$$

“Öz sermayenin amortismanı” olarak da isimlendirilen bu oran, işletme sahip ya da ortakları açısından, işletme yöneticilerinin başarı ölçüsü olarak kabul edilir.<sup>56</sup>

Yıllar itibariyle bu oranın göstermiş olduğu değişim, işletmeye sermaye koyanların kazanç potansiyellerinin artma eğilimi mi yoksa azalma eğilimi mi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Çünkü işletmelerin ortaklarına kâr payı dağıtması ve bu arada otofinansman kaynağı olarak kârın bir kısmını işletmede bırakması, ancak bu oranın yüksek çıkması durumunda bir devamlılık ve artış gösterecektir.

<sup>55</sup> Brealey, vd, a.g.e., s.477.

<sup>56</sup> Van Horne, a.g.e., s.772.

Oranın düşük çıkması ve yıllar itibariyle bu eğilimin devam etmesi, yönetiminin yetersizliği ve işletmenin başarısızlığı olarak yorumlanmaktadır.

#### 1.2.2.2.2. Toplam Aktiflerin Kârlılık Oranı

Toplam aktiflerin kârlılık oranı, işletme varlıklarının ne ölçüde verimli kullanıldıklarını gösterir ve net kâr tutarının toplam aktiflere oranlanması suretiyle hesaplanır.

$$\text{Toplam Aktiflerin Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Dönem Kârı}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Aslında bu oran, bir işletmenin net kâr marjı ile toplam varlıkların devir hızı oranlarının çarpımının bir sonucudur ve buna “Du Pont Mali Kontrol Sistemi” adı verilir.<sup>57</sup>

$$\frac{\text{Net Dönem Kârı}}{\text{Toplam Aktifler}} = \frac{\text{Net Dönem Kârı}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

İşletmeler net satışlar üzerinden net kâr marjlarını ve toplam aktiflerin devir hızlarını artırdıkça, toplam aktiflerinin kârlılık oranları da artacaktır. Bu yönüyle toplam aktiflerin kârlılık oranı, finansal yönetim açısından temel performans göstergesidir.<sup>58</sup>

#### 1.2.3. Büyüme Oranları

Büyüme oranları, ekonomik anlamda ve reel olarak işletmelerin çeşitli bilanço kalemleri ve faaliyet sonuçları ile ilgili yıllar itibariyle kaydedilen artışları ifade eder. İşletmelerde finansal performans göstergesi olarak kullanılan büyüme oranlarının başlıcaları; satışlardaki büyüme, net kârlardaki büyüme, öz sermayedeki büyüme ve toplam aktiflerdeki büyüme oranlarıdır.

<sup>57</sup> Akgüç, *Finansal Yönetim*, s.67.

<sup>58</sup> Brealey, vd, a.g.e., s.476.

### 1.2.3.1. Satışların Büyüme Oranı

İşletmelerin bir önceki döneme göre net satışlarındaki cari fiyatlarla değişme, aşağıda verilen formül yardımıyla hesaplanır.

$$\Delta s = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \times 100$$

Formülde;

$\Delta s$  : Bir önceki döneme göre, net satışlarda cari fiyatlarla % olarak değişmeyi,

$S_t$  : Cari dönemdeki net satış tutarını,

$S_{t-1}$  : Bir önceki dönemin cari fiyatlarla net satış tutarını,

göstermektedir.

Ancak, cari fiyatlara göre hesaplanan bu artış oranı, net satış tutarları üzerindeki enflasyonun farkını da içermektedir. Net satışlardaki reel artış oranını bulabilmek için, cari fiyatlarla hesaplanan artış oranının enflasyon farkından arındırılması gerekir. Bu arındırma işlemi aşağıda verilen formül yardımıyla yapılır.

$$\Delta s_r = \frac{1 + \Delta s}{1 + \Delta F} - 1$$

$\Delta s_r$  : Bir önceki döneme göre, net satışlarda reel fiyatlarla % olarak değişmeyi,

$\Delta F$  : Bir önceki döneme göre, fiyatlarda ortalama artış oranını,<sup>59</sup>

göstermektedir.

<sup>59</sup> Cari fiyatlarla hesaplanan büyüme oranları enflasyon farkından arındırılırken, işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki yıllık ortalama fiyat artışını esas almak en doğru yaklaşımdır. Net satışlar bir yıllık kümülatif tutar olduğuna göre, arındırma işleminin de yıllık ortalama fiyat artışları üzerinden yapılması gerekir.

#### 1.2.3.2. Net Kâr Büyüme Oranı

İşletmelerin bir önceki döneme göre net kârlarındaki cari fiyatlarla değişme, aşağıda verilen formül yardımıyla hesaplanır.

$$\Delta k = \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \times 100$$

$\Delta k$  : Net kârlarda cari fiyatlarla % olarak değişmeyi,

$K_t$  : Cari dönemdeki net kâr tutarını,

$K_{t-1}$  : Bir önceki dönemin cari fiyatlarla net kâr tutarını,

göstermektedir.

Net kârlardaki reel artış oranını bulabilmek için, tıpkı net satışlarda olduğu gibi cari fiyatlarla hesaplanan oranın enflasyon farkından arındırılması gerekir. Bu işlem yapılırken, net satışlardaki reel artış oranının hesaplanmasında verilen formül kullanılabilir. Bu arındırma işlemi yapılırken, işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki yıllık ortalama fiyat artışının esas alınmasına dikkat edilmelidir.

#### 1.2.3.3. Öz Sermaye Büyüme Oranı

İşletmelerin bir önceki döneme göre öz sermayelerindeki cari fiyatlarla değişme, aşağıda verilen formül yardımıyla hesaplanır.

$$\Delta c = \frac{C_t - C_{t-1}}{C_{t-1}} \times 100$$

$\Delta c$  : Öz sermayede cari fiyatlarla % olarak değişmeyi,

$C_t$  : Cari dönemdeki öz sermaye tutarını,

$C_{t-1}$  : Bir önceki dönemin cari fiyatlarla öz sermaye tutarını,

göstermektedir.

#### 1.2.3.4. Toplam Aktifler Büyüme Oranı

İşletmelerin bir önceki döneme göre toplam aktiflerindeki cari fiyatlarla değişme, aşağıda verilen formül yardımıyla hesaplanır.

$$\Delta a = \frac{A_t - A_{t-1}}{A_{t-1}} \times 100$$

$\Delta a$  : Toplam aktifler cari fiyatlarla % olarak değişmeyi,

$A_t$  : Cari dönemdeki toplam aktifler tutarını,

$A_{t-1}$  : Bir önceki dönemin cari fiyatlarla toplam aktifler tutarını,

göstermektedir.

Bir işletmenin öz sermayesi ve toplam aktifleri, belirli bir tarih itibarıyla kümülatif bir tutarı gösterdiğinden, öz sermayedeki ve toplam aktiflerdeki reel artış oranını hesaplamak için, cari fiyatlarla hesaplanan artış oranlarının, ortalama bir fiyat artış oranı ile düzeltilmesi doğru bir işlem değildir. Reel öz sermaye ve toplam aktif artış oranlarının hesaplanabilmesi için, tüm bilanço kalemlerinin tek tek hangi tarihlerde işletme varlıkları arasına dahil olduklarının bilinmesi ve her varlık için o tarih esas alınarak fiyat artışlarına göre bir düzeltme işleminin yapılması gerekir.<sup>60</sup>

### 1.3. İşletmelerde Finansal Başarısızlık Analizi

Finans fonksiyonunun tanımı gereği işleyen kuruluş (going concern) olan işletmelerin ömrünün sürekli ve sınırsız olduğu kabul edilir.<sup>61</sup> Ancak, kural olarak sınırsız ömürlü kabul edilen işletmelerin bir bölümünün varlıkları çeşitli nedenlerle sona ermektedir. Bu nedenlerin bir kısmı, işletme yönetiminin yetersizliği ve hatalarından kaynaklanırken, önemli bir kısmı da konjonktürel olarak genel ekonomik durumda meydana gelen durgunluk ve krizler gibi olağanüstü durumlara uyum sağlayamama problemlerinden kaynaklanmaktadır.

Nedeni ne olursa olsun, işletmelerin finansal başarısızlığa uğraması, işletmeye sermaye koyan girişimci ve yatırımcılar, kredi veren finans kurumları ve genel ekonomi açısından istenmeyen bir durumdur. Dolayısıyla, işletmeleri finansal başarısızlığa sürükleyen nedenlerin bilinmesi ve önceden tahmin edilmesi, yukarıda

<sup>60</sup> Akgüç, Mali Tabloların Analizi, s.412.

<sup>61</sup> Richard Pike and Bill Neale. Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies. Prentice-Hall, Manchester: 1993. s.3.

sayılan tüm kesimlerin çıkarları ve ekonomik kaynakların israf edilmemesi açısından hayati bir önem taşımaktadır.

### 1.3.1. Finansal Başarısızlık Kavramı

Genel olarak finansal başarısızlık kavramı, işletmelerin “iflas” kavramıyla eş anlamlı olarak ele alınmakta ve finansal başarısızlığa ilişkin yapılan tanımlar “iflas” kavramı esas alınarak yapılmaktadır. Aslında finansal başarısızlık kavramı; finansal durumun bozulması, finansal stres veya finansal sıkıntı ve iflas etmiş olma kavramlarını içine alacak şekilde geniş düşünülmesi gereken bir kavramdır.<sup>62</sup>

Hukuksal açıdan finansal başarısızlık kavramı, başta Türk Ticaret Kanunu olmak üzere, İcra İflas Kanunu, Bankalar Kanunu ve Şirket Kurtarma Kanunu olarak bilinen 3332 sayılı Kanun’da tanımlanmaktadır.<sup>63</sup>

Türk Ticaret Kanunu, finansal başarısızlığı “şirketin mali durumunun bozulması” olarak ifade ederek, bu durumu sermayenin yarısı veya üçte ikisinin kaybolması durumunda “acizlik”, şirket aktiflerinin alacaklıların alacaklarını karşılayamamasını ise “iflas” kavramıyla tanımlamıştır. (TTK, m.324)

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

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

3332 Sayılı Şirket Kurtarma Kanunu’nda finansal başarısızlık için net bir tanımlama yapılmayıp “finansman güçlüğü içinde bulunma” ve “sermaye yapısının zayıflaması” şeklinde yer verilmektedir.

<sup>62</sup> Aktaş, a.g.e., s.5.

<sup>63</sup> Birol Yıldız, Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı kullanımı ve Ampirik Bir Çalışma, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kütahya: 1999, s.11.

İcra İflas Kanunu'nda da mali durumun bozulması; borçların mevcut alacaklardan fazla olması, ortaklık ya da alacaklıları tarafından istenmesi şartına bağlı olarak doğrudan doğruya iflas nedeni sayılmıştır. Ayrıca, mali durumun bozulması nedeniyle ortaklığın ödemelerini tatil etmesi hali, alacaklıların talebi halinde yine doğrudan doğruya iflas nedeni olarak kabul edilmiştir. (İİK, m.177/1 b.2)

Teknik açıdan finansal başarısızlık kavramı, işletmelerin finansal durumunu gösteren mali tablolardan elde edilen bilgilere dayanarak, işletmelerin borçlarını ödeyememe ve öz sermayelerinin belli bir kısmının kaybedilmiş olması durumunun tespit edilmiş olmasıdır.<sup>64</sup> Finansal başarısızlık kavramının daha alt bir düzeyi olan finansal stres ya da sıkıntı kavramı ise, borçların zamanında ve düzenli olarak ödenmesinde sıkıntı yaşanması durumudur.

Yapılan hukuksal ve teknik finansal başarısızlık tanımlarının unsurları dikkate alınarak, finansal başarısızlık halleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir.<sup>65</sup>

- İşletmenin iflas etmesi,
- İçerisinde bulunulan yılın ve geçmiş yıllar zararları toplamının işletmenin öz sermayesini aşması,
- İçerisinde bulunulan yılın ve geçmiş yıllar zararları toplamının işletmenin toplam aktiflerinin % 10'unu aşması,
- İşletmenin üç yıl arka arkaya zarar etmesi,
- İşletmenin borçlarını zamanında ödeyememesi,
- İşletmenin faaliyetlerini (üretimini) durdurması.

### 1.3.2. Finansal Başarısızlık Nedenleri

İşletmelerin başarısız olmalarının nedenleri çok çeşitlidir. Yapılan inceleme ve araştırmalar sonucunda işletmelerin başarısızlığa uğrama nedenlerinin başlıcalarının şunlar olduğu tespit edilmiştir.<sup>66</sup>

<sup>64</sup> Amy Hing and Ling Lau, "A Five State Financial Distress Prediction Model", *Journal of Accounting Research*, Vol:25, No:1, Spring 1987, s.171.

<sup>65</sup> Yıldız, a.g.e., s.141.

<sup>66</sup> Akgüç, *Finansal Yönetim*, s.947.; Berk, a.g.e., s.414.

- İşletmenin satış hacminin yeterli bir düzeye ulaşmaması,
- Faaliyet giderlerinin aşırı derecede yüksek oluşu,
- İşletmenin alacaklarını zamanında tahsil edememesi, alacakların önemli bir bölümünün şüpheli veya değersiz bir duruma düşmesi,
- Stokların satış kabiliyetini yitirmesi, stok devir hızının çok yavaş olması,
- Maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapılarak, işletmede atıl üretim kapasitesi oluşturulması,
- İşletmenin kuruluş yerinin hatalı bir şekilde seçilmesi,
- Aynı işkolundaki diğer işletmelerle rekabet olanaklarının zayıflığı,
- Gerekli olan duran varlık yatırımların zamanında yapılamaması,
- Aşırı büyüme sonucu öz sermayenin yetersiz kalması,
- Satın alma ve satışlarda az sayıda işletmeye bağımlılık,
- İşletme yöneticilerinin bilgi ve tecrübe eksikliği,
- Tüketici ihtiyaçları ve istekleri doğrultusunda yeni ürün geliştirilememesi,
- Faaliyetlerin yeterince çeşitlendirilememesi,
- Deprem, sel, yangın v.b. doğal afetler,
- Ekonomik ve çevre koşullarında önceden öngörülemeyen bir şekilde olağanüstü değişimler.

İşletmeleri başarısızlığa iten pek çok neden bulunmasına karşın, başarısızlıkların büyük bir bölümü yönetim tecrübesizliği ve bilgi eksikliklerinden kaynaklanmaktadır. Tecrübe ve bilgi eksikliği ile alınan hatalı kararların sonuçları, belli bir gecikmeyle işletmelerin kredi kuruluşlarındaki cari hesaplarına, bilançosuna ve gelir tablosuna yansımaktadır.<sup>67</sup>

Bir işletmenin ani olarak iflas etmesi veya finansal açıdan çok zor durumlara düşmesi nadir görülen bir olaydır. Finansal başarısızlığa doğru giden işletme, bu hususta önceden bazı sinyaller vermeye başlar. Borç ödeme gücüne ilişkin oranlardaki kötüye gidiş, kredi limitlerinin en yüksek düzeye kadar kullanılması,

<sup>67</sup> Hüseyin Dağlı, "İşletme Başarısızlıkları ve Alınması Gereken Önlemler", *Verimlilik Dergisi*, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, Sayı: 1994/1, s.130.

bankalardaki mevduatın en düşük düzeye inmesi ve bu durumun uzun süre devam etmesi, hisse senetleri fiyatlarındaki devamlı ve hızlı düşüşler, ödemelerde gecikmeler, işletmelerin finansal durumunun kötüleştiği konusundaki göstergelerdir.

Finansal sıkıntıya düşen her işletme iflas etmez. İşletme borçlarının faizini ödeyecek parayı tedarik edebildiği sürece, iflası yıllarca geciktirebilir. Bu süre içerisinde, işletme olağanüstü fırsatlar yakalayıp tekrar para kazanmayı başarabilirse, borçlarını ödeyip iflas etmekten tamamen kurtulabilir.<sup>68</sup>

### 1.3.3. Finansal Başarısızlık Tahmin Modelleri

İşletmelerde finansal başarısızlık durumunun geçmiş yıllara ait finansal oranları kullanarak önceden tahmin edilmesi, bir çok araştırmacının ilgisini çekmiştir. Bu konuda önceleri tek değişkenli modeller kullanılmaya çalışılmıştır.<sup>69</sup> Ancak, tek değişkenli modeller finansal oranları tek tek ele alarak finansal başarısızlığı öngörmeye çalışmalarından dolayı, incelenen orana göre çelişkili sonuçlar üretmektedirler.<sup>70</sup> Bu sorunun aşılması amacıyla çok değişkenli modeller geliştirilmiştir. Çok değişkenli modellerin içerisinde ilk ve en iyi bilinen çalışma, çoklu ayırma analizi tekniğinin kullanıldığı Altman'a ait çalışmadır.<sup>71</sup> Altman'ın çok değişkenli modeli, işletmeleri finansal başarısız ve finansal başarısız olmayan şeklinde ikili bir sınıflandırma ile ilk yıl için % 95 öngörü başarıları göstermiştir.

Daha sonraları bir çok araştırmacı tarafından çok değişkenli istatistik teknikleri kullanan modeller geliştirilmiştir. Fakat, finansal başarısızlığı açıklamada kullanılan bu modellerde bir finansal kuram eksikliği göze çarpmaktadır. Bu eksiklik kendisini şu üç noktada hissettirmektedir.<sup>72</sup>

<sup>68</sup> Brealey, vd, a.g.e., s.395.

<sup>69</sup> William H. Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Failure" *Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966*, *Journal of Accounting Research*, 1967, s.71-111.; William H. Beaver, "Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure" *Journal of Accounting Research*, Autumn 1968, s.179-192.

<sup>70</sup> Birol Yıldız, "Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka Açık Şirketlerde Ampirik Bir Uygulama", *İMKB Dergisi*, Sayı:17, (Ocak/Şubat/Mart 2001), s.52.

<sup>71</sup> Edward I. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*, Vol:XXIII, No:4, September 1968, s.589-609.

<sup>72</sup> George Foster, *Financial Statement Analysis*, 2.b., Englewood Cliffs, Prentice-Hall International New Jersey: 1986, s.534.

1. Finansal başarısızlığı tahmin etmede kullanılacak değişkenlerin seçiminde belirsizlik,
2. Modelin fonksiyonel biçimi konusundaki belirsizlik (doğrusal – doğrusal olmayan model tercihi konusundaki belirsizlik),
3. Değişkenlere modelde verilen ağırlık konusunda belirsizlik.

Bu sayılan kuramsal eksikliklerine rağmen, işletmelerin finansal başarısızlık ve iflas tahminlerinde finansal oranların kullanımı, belirli hata sınırları içerisinde yararlanılabilecek sonuçlar vermektedir.<sup>73</sup> Özellikle çok değişkenli modeller, finansal analizciye nihai kararı vermede daha fazla yardımcı olmaktadır. Finansal analist, bu modeller yardımıyla analize alınan işletmelerin finansal başarısızlık riskini önceden görme olanağına sahip olabilmektedir.<sup>74</sup>

Üzerinde çalıştığımız konu doğrudan doğruya finansal başarısızlık tahmini olmamasına rağmen, yaptığımız çalışmaya ışık tutması açısından, finansal başarısızlık tahmin modellerinin belli başlılarını özet olarak incelemek faydalı olacaktır.

#### **1.3.3.1. Beaver'in Finansal Oranlar Sistemi**

Beaver, Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren ve 1954 –1964 yılları arasında başarısız olan 79 işletmeyi ve bu işletmelerle benzer büyüklükte, aynı iş kolunda aynı sayıda başarılı işletme seçerek incelemiştir. Beaver'in çalışmasında finansal güçlük, işletmelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi anlamında kullanılmaktadır. Finansal güçlüğü düşen 79 işletmeye, finansal güçlüğü düşmeyen 79 eş işletmenin seçilip yapılan analizlerde kullanılmasının amacı, büyüklük ve iş kolu farklılıklarının sonuçları etkileme gücünü minimize etmektir.<sup>75</sup>

Beaver, araştırmadan istenilen sonucun sağlanabilmesi için, analizin işletmenin nakit sıkıntısının ortaya çıktığı yıldan en az beş yıl geriye giderek yapılmasını önermektedir. Analizinde kullanılan finansal oranlar şunlardır;

<sup>73</sup> Rick Elam, "The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios", *The Accounting Review*, Vol:4, No:1, January 1975, s25.

<sup>74</sup> Aktaş, a.g.e., s.39.

<sup>75</sup> Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Failure", s.72.

- Nakit Akış Oranı (Nakit Akışı / Toplam Borç)
- Net Kâr / Toplam Aktif
- Toplam Borç / Toplam Sermaye
- Cari Oran
- Net Çalışma Sermayesi / Amortismanlar Dışındaki İşletme Giderleri
- Dönen Varlıklar / Toplam Aktifler

Daha sonra sonuçları diskriminant analizi kullanarak test etmiştir. Beaver'e göre bir işletmede oluşturulan likit rezervlerin özellikle faaliyetlerin dalgalanma gösterdiği dönemlerde önemli bir işlevi vardır. İşletmenin kredi değerliliğinin belirlenmesinde likit rezervler rol oynamakta ve bu rezervlere göre kredi değerliliği değişmektedir.<sup>76</sup>

Araştırmada tüm oranların ifade gücünün aynı olamadığı, en yüksek tahmin gücüne sahip oranların ise; "Nakit Akış Oranı" ile "Net Kâr / Toplam Aktifler" olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, böyle bir analizle borç ödeme gücü iyi olan işletmelerin, ödeme gücü kötü olan işletmelere kıyasla tahminin daha kolay olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>77</sup>

Beaver tarafından geliştirilen modele yapılan en önemli eleştiri ise; likit varlık akış modelinin açıkça formüle edilmemiş olması ve tek değişkenli olan modelin sadece likiditeyi ilgilendiren oranları içermesidir.<sup>78</sup>

### 1.3.3.2. Altman'ın Finansal Analiz Sistemi

Altman'ın çalışması, finansal oran analizinin çok değişkenli boyutlara genişletilmesi esasına dayanmaktadır. Altman, bir çok oranın eşanlı tahmin gücünü kavrayabilmek için "Çoklu Diskriminant Analizi" ni kullanmıştır. Ayırım analizi olarak da bilinen "Çoklu Diskriminant Analizi", bağımsız değişkenleri teker teker değil de, birlikte ve karşılıklı ilişkileriyle inceleyebilen bir istatistiksel analiz tekniğidir.<sup>79</sup>

<sup>76</sup> Berk, a.g.e., s.414.

<sup>77</sup> Beaver, "Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure", s.189.

<sup>78</sup> Gibson, a.g.e., s.578.

<sup>79</sup> Van Horne, a.g.e., s.778.

Altman, 1946 – 1965 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri’nde faaliyet gösteren işletmeler içerisinde tesadüfi örnekleme yoluyla iflas aşamasına gelmiş 33 işletme seçmiş ve bunlara Beaver gibi iflas etmemiş 33 işletme daha ilave etmiştir. Analizine 22 oranla başlayan Altman, çeşitli testler sonucu çok değişkenli temelini koruyan ve kendi yargısına göre işletmelerin iş hacmi hakkında en iyi sonucu veren 5 oranı yeterli bulmuştur.<sup>80</sup> Çoklu diskriminant analizi tekniğini kullanarak bu oranların tümünün ve farklı karışımlarının doğrusal bileşimini elde etmiştir. İflas eden işletmeler grubunu, iflas etmeyen işletmeler grubundan en iyi ayıran diskriminant fonksiyonu aşağıdaki gibidir:

$$1 = 0,012 X_1 + 0,012 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

1 = Bir işletmenin nokta değeri,

$X_1$  = Net Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif

$X_2$  = Yedekler (Dağıtılmamış kârlar dahil) / Toplam Aktif

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

$X_4$  = Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / Toplam Borç

$X_5$  = Satışlar / Toplam Aktif

Yöntemin tahmin gücü, Beaver’ın kullandığı gruplara ayırma testine benzer bir test ile ölçülmüştür. Bu 5 değişkenli diskriminant fonksiyonu kullanıldığında, işletmelerin iflas etmelerinden bir yıl önceki verilerle, toplam işletmelerin % 95’i doğru gruplara ayrılabilmiştir. İki yıl önceki verilerle bu oran % 72’ye düşmektedir. Daha önceki yılların verileri kullanıldığında ise, diskriminant fonksiyonunun tahmin gücü büyük ölçüde düşmektedir.

Elde edilen bu sonuçlar da göstermektedir ki, Altman’ın “Çoklu Diskriminant Analizi” kullanılarak, işletmelerin finansal oranlarından hareketle yaşanan iflaslar iki yıl önceden başarılı bir şekilde tahmin edilebilmektedir.<sup>81</sup>

<sup>80</sup> Altman, a.g.e., s.592.

<sup>81</sup> Cengiz Erol, Nakit Akımı Yaklaşımı Yöntemiyle Kredi Değerlemesi, 2.b., Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:167, Ankara: 1991, s.26.

### 1.3.3.3. Weibel'in Analiz Sistemi

Weibel'in bilanço kalemlerini analizi, adından söz edilmeyen büyük bir İsviçre bankasının müşterileri olan işletmeler üzerinde uygulanmıştır. Araştırma kapsamında 36 tane ödeme güçlüğü içine düşen işletme ile, yine aynı sayıda finansal durumu iyi olan işletme yer almıştır. Weibel, kötü ve iyi işletme çiftlerinin seçiminde kriter olarak; iş kolu, işletme büyüklüğü, işletmenin yaşı, hukuki şekli, kuruluş yeri, konjonktür ve taşınmazların sahipliğini esas almıştır. Wilcoxon testi<sup>82</sup> uygulayarak işletmelerin 42 değişik finansal oranını test etmiştir.<sup>83</sup>

Yapılan testin tutarlılık bakımından sonuçları, ela alınan 42 orandan sadece 20 oranın ayrıntılı olarak test edilmeye uygun olduğunu göstermektedir. Bu 20 orandan da 6 grup düzenlenmiştir. Bu gruplar aşağıdaki gibidir:

- Nakit Akışı / Kısa Vadeli Borçlar
- Cari Oran
- Net Çalışma Sermayesi / Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler
- Ortalama Stok Tutarı x 365 / Satışların Maliyeti
- Ortalama Kredi Tutarı x 365 / Alışlar
- Toplam Borçlar / Toplam Aktifler

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

<sup>82</sup> Wilcoxon testi, değişkenlerin normal dağılıma uyması halinde, farkların mutlak değerlerine göre sınıflandırılmasına dayanan ve parametrik olmayan bir testtir. Daha ayrıntılı bilgi için, Bkz. Haluk Cillov, İktisadi Olaylara Uygulanan İstatistik Metotları, İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayını No:501, İstanbul: 1979.

<sup>83</sup> Berk, a.g.e., s.417.

#### 1.3.3.4. Z Değeri Modeli

Altman tarafından yapılan bu çalışma, işletmelerin finansal oranları ile kredi değerlilikleri arasında bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir. Altman'ın işletmelerin iflas riskini ve finansal yapılarının sağlamlığını ölçtüğünü ileri sürdüğü “Z Çoklu Diskriminant Fonksiyonu” aşağıdaki gibidir.<sup>84</sup>

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

$X_1$  = Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif

$X_2$  = Dağıtılmayan Kârlar Toplamı / Toplam Aktif

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

$X_4$  = Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / Toplam Borç

$X_5$  = Satışlar / Toplam Aktif

Hesaplanan Z değerinin 1,81' den daha küçük olması, işletmelerin her an iflas etme riskinin bulunduğunu, 2,99' dan daha büyük olması ise, işletmelerin finansal yapılarının çok güçlü olduğunu göstermektedir. Hesaplanan Z değerinin sözü edilen iki değer arasında çıkması ise, işletmelerin finansal durumlarının çok iyi olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır.

#### 1.3.3.5. Zeta Analizi

Amerika birleşik Devletleri'nde yapılan bir araştırmada iflas etmiş işletmelerle, başarılı işletmeler arasında ayırıcı özelliği olan yedi değişken ya da oranın mevcut olduğu ileri sürülmektedir. Zeta analizi verilen bu model, Altman ve arkadaşları tarafından geliştirilmiş olup, Z değeri analizi tamamlayıcı bir niteliktedir.<sup>85</sup>

Bu modelde kullanılan oranlar ve değişkenler şunlardır:<sup>86</sup>

1. Kârlılık Değişkeni

2. Kârın İstikrarlı Oluşu

<sup>84</sup> Altman, a.g.e., s.602.

<sup>85</sup> Van Horne, a.g.e., s.778.

<sup>86</sup> Edward I. Altman, Robert G. Haldeman, and P. Narayanan, “Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations”, *Journal of Banking and Finance*, June 1977, s.29-54.

3. Faiz Karşılama Gücü
4. Uzun Süreli Kârlılık
5. Likidite Oranları
6. Sermaye Yapısı
7. İşletmenin Büyüklüğü

Bu oranlar ve göstergeler Zeta Analizi'ne göre iflas etmiş işletmeler ile finansal yapısı sağlam olan işletmeler arasındaki ayırımı göstermesi açısından en belirgin oranlardır. Zeta Analizi kredi veren kuruluşlar tarafından sıkça başvurulmuş modellerin başında gelmektedir.

#### **1.3.4. Finansal Başarısızlık Araştırmalarında Çalışma Sermayesi Oranlarının Yeri**

Finansal başarısızlık araştırmalarında kullanılan oranları; likidite oranları, kârlılık oranları, kaldıraç oranları ve kısmen faaliyet oranları olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu araştırmalarda en çok kullanılan oranlar şunlardır.<sup>87</sup>

- Net Kâr / Toplam Aktifler
- Net Kâr Marjı
- Faaliyet Kâr Marjı
- Toplam Borçlar / Toplam Aktifler
- Net Çalışma Sermayesi / Toplam Aktifler
- Satışlar / Toplam Aktifler
- Dönen Varlıklar / Toplam Aktifler
- Dönen Varlıklar / Satışlar
- Likidite Oranları (Cari Oran, Likidite Oranı, Hazır Değerler Oranı)
- Stokların Devir Hızı
- Hızlı Aktifler (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Satışlar
- Net Çalışma Sermayesi / Satışlar

Görüldüğü gibi, finansal başarısızlık araştırmalarında kullanılan oranların büyük bir bölümü, işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili olan oranlardır.

<sup>87</sup> Aktaş, a.g.e., s.73.

Finansal başarısızlığın tahmininde kullanılan çalışma sermayesi oranlarından en önemlileri ise, likidite oranlarıdır. Likidite oranları bir işletmenin kısa dönemdeki yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneğini ölçer. İşletmelerin bazı yükümlülüklerini ödeyememesi iflaslarına yol açabilmektedir. Bankalar ve diğer kredi kuruluşları, bir işletmeye kısa vadeli borç verirken en fazla bu oranlar üzerinde durmaktadırlar.<sup>88</sup>

#### 1.4. İşletmelerin Başarısızlığa Düşmesini Engelleyici Yaklaşımlar

Sanayi ve teknolojinin sürekli olarak gelişimi ve tüketici davranışlarında ortaya çıkan değişiklikler, işletmeleri dinamik bir ortamın içinde faaliyet göstermeye zorlamaktadır. Bu dinamik yapının işletmelere olan etkisi, sürekli ve hızlı bir gelişime ayak uydurmak şeklinde olmaktadır. İşletmeler varlıklarını devam ettirebilmek ve başarılı olabilmek için, hem çevre değişikliklerini önceden tahmin etmek, hem de dünyada hızla gelişen globalleşme yöneliminde oluşan güçlü rekabet ortamında üstünlük sağlamak durumundadırlar.

İşletmelerin başarılarında ve başarısızlıklarında önemli bir belirleyici olan yöneticilerin, sürekli değişen çevrede faaliyet gösteren ve giderek daha yoğun bir rekabet ortamıyla karşılaşan işletmeleri etkili ve verimli bir şekilde yönetebilmeleri için, gerekli ilkeleri başlangıçta ortaya koymaları zorunludur. Diğer yandan işletmelerin çevrede meydana gelen veya meydana gelebilecek değişikliklere, çoğu zaman uyum sağlayamadıkları da görülmektedir. Özellikle yöneticiler gerekli nitelikleri taşımadıklarında, çevredeki gelişmelere uyum sağlanamamakta, bu durumda işletmelerin başarısız olmaları kaçınılmaz olmaktadır.

İşletme yönetiminde kararlar genellikle kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki grupta ele alınır. İşletme yöneticileri kısa vadeli veya günlük faaliyetleri ile ilgili kararlarında, fiyat seviyesi, üretim kapasitesi, rakipler ve yasal düzenlemelere ilişkin faktörleri değerlendirirler. Kısa vadeli kararların sonuçlarının alınabilmesi, uzun bir süre almayacağından yapılan yanlışlıklara anında müdahale imkânı doğabilmektedir. İşletmenin bütünü ve geleceğini uzun süre etkisi altına alabilecek kararların alınmasında ise, etkili olacak faktörler çok değişiktir ve zaman geçtikçe bu

<sup>88</sup> Edward B. Deakin, "Distributions of Financial of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence", *The Accounting Review*, Vol:L1, No1, January 1976, s.90.

faktörlerin niteliklerinde de önemli değişiklikler olabilmektedir. Ayrıca verilecek kararlar ile sonuçları arasındaki zaman dilimi geri dönmeye imkân vermeyecek kadar uzundur. Bu nedenle uzun vadeli kararlar alınıp planlar yapılırken, alternatifler çoğalmakta ve işletmenin kıt kaynaklarının etkili ve verimli bir şekilde değerlendirilmesinde isabet şansı azalmaktadır.

Geleceğin belirsizliklerine ve zorluklarına rağmen gelecek düşünülmeden işletmelerin faaliyetlerini etkili bir şekilde planlaması ve uygulaması mümkün değildir. Günümüz işletmeleri oldukça karmaşık olan ekonomik, toplumsal ve yasal sistem içerisinde faaliyet göstermek durumundadırlar. Yaşanmakta olan hızlı gelişim ve değişim işletmeleri yeni süreçlere girmeye zorlamaktadır. İşletmeler geleceği algılayabildikleri ve geleceğe ilişkin yeni politikalar üretip, yeni stratejiler belirleyebildikleri sürece başarılı olacaklardır.<sup>89</sup>

#### **1.4.1. Geleceğe İlişkin Stratejilerin Belirlenmesi**

İşletme ile çevresi arasındaki ilişkilerin analiz edilerek, amaçların belirlenmesi, bunları gerçekleştirecek faaliyetlerin tespiti ve örgütün yeniden düzenlenerek gerekli kaynakların tahsis edilmesi strateji olarak tanımlanmaktadır. Strateji, işletmelerin hangi alanlarda faaliyet göstermesi, hangi amaçlara hangi araçlarla ulaşması ve hangi davranış kalıplarına uyması gerektiğini içeren bir kavramdır. İşletmelerin faaliyetlerini başarıyla sürdürebilmeleri, ekonomik ve toplumsal düzende meydana gelen değişikliklere uygun stratejileri zamanında oluşturabilmelerine bağlıdır.

İşletme yapısına ve çevrede oluşan değişikliklere uygun stratejilerin belirlenmesi, işletmeye bir takım yararlar sağlar. Bunlar:

- Strateji, çevrenin değerlendirilmesini ve geleceğe ilişkin tahminlerin yapılmasını olanaklı kılarken, tahminler de işletmenin nasıl davranacağı ve ne gibi hazırlıklar yapacağını gereklerini ortaya koyar. Böylece işletme dış çevrenin fırsat ve tehlikelerine karşı hazırlıklı olur.

---

<sup>89</sup> Semih Büker ve Doğan Bayar, *Finansal Yönetim*, Anadolu Üniversitesi, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları No: 463, Eskişehir: 2001, s.416.

- Strateji belirleme, işletmenin kendisini analiz edip değerlemesine olanak sağlar. Bu şekilde, işletmenin kuvvetli ve zayıf yönleri belirlenmiş olur.
- Strateji belirleme, işletmenin bütün birimleri arasında uyumlaştırmayı ve sistem yaklaşımı açısından olaylara bakılmasını sağlar. Böylece işletme içerisinde, bir bütün olarak ortak amaca yönelme gerçekleşir.
- Strateji belirleme, işletmenin dış çevresi ile bir bütün olarak ele alınmasını zorunlu kıldığından, işletmenin kararlarının niteliği ve isabet derecesi yükselir.

#### 1.4.2. Stratejik Yönetimin Gerçekleştirilmesi

İşletmelerin başarısızlığa düşmelerini önleyici yaklaşımlardan biri de stratejik yönetimin gerçekleştirilmesidir. Stratejik yönetim, etkili stratejiler geliştirmeye, uygulamaya ve sonuçlarını değerlendirerek kontrol etmeye yönelik kararlar ve faaliyetler bütünü olarak tanımlanmaktadır.<sup>90</sup> Stratejilerin planlanması için gerekli araştırma, inceleme, değerlendirme ve seçim çabalarını, planlanan stratejilerin uygulanması için işletme içi her türlü tedbirin alınarak yürürlüğe konulmasını ve daha sonra yapılan çalışmaların kontrol edilerek değerlendirilmesi ile ilgili faaliyetleri kapsar.

Stratejik yönetim, herşeyden önce işletmenin genel stratejilerini saptayan ve bunlara ulaşmayı sağlayan tepe yönetiminin bir fonksiyonudur. İşletmeye bir sistem olarak tanımlarken, bu sistemi genel ekonomik sistemin bir alt sistemi olarak düşünür. Stratejik yönetim tekniklerinin planlanıp uygulanması ile işletmenin geleceğine ilişkin amaçları ve bu amaçlara ulaşmada izlenecek yollar, yöntemler, araç ve gereçler ile ilgili faktörler, işletme dışı faktörler olarak gözönüne alınarak yalın olarak ortaya konur. Stratejik yönetimin bu özelliği, işletmenin geleceğini önceden kestirmeyi olanaklı kılar. Bu gelişmeler işletmenin gelecekteki başarısını veya başarısızlığını önceden görmeye olanak hazırlar. İşletmeler gelecekte başarılarının artmasını sağlayacak faktörlere öncelik verdiklerinde, başarısızlık durumuna düşmelerini engelleyeceklerdir.

<sup>90</sup> Ömer Dinçer, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, 4.b., Timaş Basım, İstanbul: 1997, s.143.

### 1.5. İşletmelerin Finansal Durumunu Güçlendirmede Alınabilecek Önlemler

Finansal olarak başarısız duruma düşmüş işletmelerin, başarısızlığına neden olan faktörlerin çok çeşitli olabileceğini daha önce belirtmiştik. Gerçek hayatta çok sık rastlanan ve bir çok işletmeyi iflasa kadar götürebilen bu faktörlerin yaratmış olduğu olumsuzlukları gidermek için alınabilecek önlemleri sekiz grupta incelemek mümkündür.<sup>91</sup>

*1. Sermaye Yapısının Güçlendirilmesi:* İşletmelerin başarısızlıklarının nedeni ne olursa olsun, başarısız duruma düşen işletmelerin karşılaştıkları en önemli sorun, kısa ve uzun vadeli yükümlüklerini yerine getirememektir. Başarısız duruma düşen işletmelerin yapacakları ilk işlem sermaye yapılarını güçlendirmektir.

Kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede zorluk çeken işletmeler, ihtiyaç duydukları fonları uygun kaynaklardan karşılamak zorundadırlar. İşletmelerin başvuracakları kaynaklar, ortaklar olabileceği gibi, olanaklar ölçüsünde yeniden borçlanma da olabilir. Ayrıca, ihtiyaç duyulan fonlar bir takım işletme varlıklarının satılıp, tekrar kiralaması gibi bir takım finansal teknikler yolu ile sağlanabilir.

*2. Sermaye Artırımı:* Sermaye yapısını güçlendirmenin ilk yolu doğal olarak sermaye artırımındır. Sermaye artırımının ilk yolu da yeni hisse senetleri çıkararak eski ortakların sermaye paylarını artırmak veya işletmeye yeni ortaklar almaktır. Ancak, başarısız duruma düşmüş bir işletmenin ortakları yeni sermaye yükümlülüğünde bulunmakta pek istekli değildirler. Başarısız bir işletmeye yeni ortaklar bulunması da oldukça güçtür.

*3. Borçların Vadelerinin Uzatılması:* İşletmelerin uygun olmayan borçlanma politikaları izlemeleri, nakit girişleri ile nakit çıkışları arasında bir takım dengesizliklerin ortaya çıkmasına neden olur. Çoğu zaman bu dengesizlik işletmelerin borçlarını zamanında ödeyememesine neden olur. Finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyen işletmelerin nakit sorunlarının azaltılması

<sup>91</sup> Akgüç, *Finansal Yönetim*, s.745-751.; Büker ve Bayar, a.g.e., s.419-423.

yollarından birisi de, borçların vadesinin uzatılmasıdır. Ancak, borçların vadesinin uzatılması işletmenin tek başına karar verip uygulayacağı bir işlem değildir. Kuşkusuz borçların vadesinin uzatılmasında alacaklılar ile anlaşmaya varılması gereklidir.

4. *İşletmede Kullanılmayan Varlıkların Satılması:* İşletmeler varlıklarının önemli bir kısmını üretim faaliyetlerini gerçekleştirmek için kullanırlar. Bunun yanı sıra üretim faaliyetleri için nispi olarak daha az ihtiyaç duyulan varlıklar da olabilir. İşletmeler ihtiyaç fazlası olan gayrimenkullerini, yeterli ölçüde kullanılmayan makine ve teçhizatlarını, taşıt araçlarını satarak önemli ölçüde fon sağlayabilirler.

5. *Küçülme Yolu İle Başarısızlığı Giderme:* İşletmeler birden fazla üretim tesisinde faaliyetlerini gerçekleştiriyor olabilirler. İşletmelerin fon sağlama yollarından biri de, üretim tesislerinin bir kısmını satarak üretim kapasitelerini daraltma veya iştiraklerini devretme yoludur.

6. *Yeni İşletmeler İle Ortaklık Yapılması:* İşletmelerin başarısızlık nedenleri çok değişik olabilmektedir. Bu nedenlerden en önemlileri, piyasadaki yoğun rekabet, teknoloji geriliği ve finansal yetersizliktir. İşletmeler, diğer işletmeler ile ortak olarak, rekabet güçlerini artırabilir, yeni teknolojilerden veya diğer işletmelerin finansal olanaklarından yararlanabilirler.

7. *Borçların Öz Kaynağa Çevrilmesi:* Başarısız işletmeler için önemli çıkış yollarından birisi de, alacaklılar ile anlaşarak işletmeden alacaklı olanları, alacak tutarı kadar işletmeye ortak etmektir. Ülkemizde geçmiş yıllarda bankalara borcu olan birçok işletme, bankalar ile anlaşarak borçları karşılığında bankaları işletmelerine ortak etmiş,<sup>92</sup> borçlarını öz kaynağa çevirmiş ve finansal durumlarını düzelterek faaliyetlerini devam ettirmişlerdir.

8. *İşletme Faaliyetlerine Son Verme veya İşletmeyi Satma:* İşletme içine düşmüş olduğu olumsuz durumdan kurtulmak için herhangi bir çözüm bulamıyorsa,

<sup>92</sup> 1994 Ekonomik Krizi sonrasında finansal yönden zor durumda kalan bir çok işletme, bankalar ile anlaşarak borçları karşılığında bankaları işletmelerine ortak etmişlerdir. Daha detaylı bilgi için, bkz. Güven Sak, "İşletme Sermayesi İhtiyacı, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı", *İşletme ve Finans*, S.109, Nisan 1995, s.41-54.

işletmenin faaliyetlerine son vermesi veya işletmenin satılması dışında başka bir yol kalmamış demektir. Ancak, başarısız bir işletmenin satılması da zor olan bir olaydır. Çünkü, bu tür işletmeler son derece yüksek risk taşırlar.



## İKİNCİ BÖLÜM

### FINANSAL KRİZLERİN DOĞURDUĞU SONUÇLAR VE İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

#### 2.1. Küreselleşme Olgusu ve Finansal Piyasalar

Finansal kriz kavramını iyi kavrayabilmek için, küreselleşme olgusunu ve soğuk savaş sonrasındaki uluslararası politik ekonomiyi iyi anlamak gerekmektedir. Küreselleşme<sup>1</sup> kavramı üzerine ekonomi ve finans literatüründe 1960’lardan itibaren yoğun tartışmalar yapıla gelmiştir. 21. yüzyıla girdiğimiz şu günlerde önde gelen paradigmalardan biri olmaya devam etmektedir.

Küresel kelimesi, cihanşümul, bütün dünyayı kapsayan anlamına gelmektedir. Küreselleşme bir anlamda, ekonomik, politik, kültürel yapı gibi bir dizi ulusötesi gelişmenin bileşimidir ve bir ideoloji olarak da her ülkenin bir diğerini etkilemesini sağlamaktadır. Bu etkileşimin finansal karakterli işlem ve davranışlara da yansımaları avantaj ve dezavantajları beraberinde getirmektedir.<sup>2</sup>

Küreselleşmenin en önemli gelişmeleri olarak; üretimin yeniden tasarlanması, diğer ülkelerdeki teknolojik hamlelerin yeniden yorumlanması, aynı tür tüketim mallarının bütün dünyada kullanıma başlaması, finansal piyasaların yaygınlaşması, nüfusun güney ve doğudan batıya olduğu kadar, güneyin kendi içinde de yoğun bir hareketlilik göstermesi, sıkı komşuluk bağlarının yerini göçmenlerle mukimler arasındaki itilaflara terk etmesi ve demokrasi taleplerinin yaygınlık kazanması sayılabilmektedir.<sup>3</sup>

Küreselleşme kavramıyla ifade edilen sürecin iki bileşeni bulunmaktadır. Bir tanesi sermaye birikimi ile ilgilidir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım

---

<sup>1</sup> Küreselleşme kavramı ilk kez 4 Nisan 1959 tarihinde The Economist dergisi tarafından kullanılmıştır.. Bu konuda daha detaylı bilgi için bkz. M. Waters, *Globalization, The Open University*, New York: 1985.

<sup>2</sup> Muhammet Akdiş, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler – Beklentiler”, *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:26, Ekim 2002, s.2.

<sup>3</sup> James Mittelman, “*The Dynamics of Globalization*”, *Globalization: Critical Reflections*, Ed: James Mittelman, Lynne Rienner Publishers, London: 1997, s.2.

araçlarının devreye girmesidir. Küreselleşme sürecinin itici gücü budur ve son on yıl boyunca finansal piyasalar ufuklarını daha evvel hiç görülmemiş derecede genişletmişlerdir.<sup>4</sup>

Bu dönem büyük ölçüde;

- a) 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte gelişen serbest değişken kur sisteminden,
- b) 1980’li yıllarda zirvesini yakalamış olan liberalleşme döneminde hükümetlerin finansal serbestleşmeye de olanak tanımalarından,
- c) Bazı daha büyük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizliklerden ve,
- d) Üçüncü dünya ülkelerinin borçlanmalarına yardım konusunda banka ve diğer ödünç veren kurumların oldukça istekli olmalarından etkilenmiştir.<sup>5</sup>

Küreselleşme sürecinin ikinci bileşeni ise teknolojik ilerlemelerle ilgilidir. Burada da bilgisayarların yaygınlaşmasından, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanmasından söz edilmektedir. Hayatın hiçbir alanı bu gelişmelerin dışında kalamamıştır. Para, mal ve diğer faktörlerin akışkanlığı, kullanımdaki farklı haberleşme teknolojileri ile büyük bir hız kazanmıştır. Teknolojik gelişme ile ilgili bu ikinci bileşen, sermaye birikimi ile ilgili bileşeni de destekler mahiyettedir.<sup>6</sup>

Küreselleşme süreci finansal piyasalarla ilgili bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir. Öncelikle küresel finansal sistemdeki gelişmeler ikili bir yapıyı ortaya çıkarmıştır; bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise para tüccarları ve spekülâtörlerin yer aldığı kumarhane dünyası yer almaktadır. Çünkü küreselleşme ile birlikte bütün dünyada finansal sektör, sanayinin; rantiyeler de yatırımcının önüne geçmiştir.<sup>7</sup> Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kâr payları yükselmiştir. Bu durum

<sup>4</sup> Alan Freeman, “Dünyanın Sonunun Sonu mu?”, Çev. Sungur Savran, İktisat Dergisi, Sayı:385, Aralık 1998, s.56.

<sup>5</sup> Barrie Axford, The Global System, St. Martin’s Press, New York: 1995, s.108.

<sup>6</sup> Akdiş, a.g.e., s.3.

<sup>7</sup> Axford, a.g.e., s.108.

uluslararası adalet ve eşitlik duygularını zedeler hale getirmiştir.<sup>8</sup> Ayrıca reel ekonomiye katkısı olmayan ve sadece rant gözetten sermaye, küresel boyutlarda finansal krizlerin oluşumuna katkı sağlamıştır.<sup>9</sup>

## 2.2. Finansal Kriz Kavramı

Finansal kriz kavramı, 19. yüzyılın ikinci yarısından beri iş dünyasının gündeminde olmasına ve bu konuda bir çok araştırma yapılmış olmasına rağmen, anlaşılması hala karmaşık bir konudur.<sup>10</sup> Bazı araştırmacılara göre, beklenmedik bir durum, bazılarına göre ise, önceden sinyal verdiği halde belirtilerinin çeşitli nedenlerden dolayı geç anlaşıldığı veya anlaşılamadığı bir durumdur.<sup>11</sup>

Kriz, bir ekonominin temel dengelerinde ortaya çıkan sürdürülemez yapılanmanın “onarımı” için kendiliğinden oluşan dalgalanmadır. Krizler, daha çok milli gelir düzeyinde dengeye ulaşım sürecinde sürdürülemez yapılanmayı sürdürülebilir hale getirir. Bu süreçte ulusal refah düşer, işsizlik artar. Ani ortaya çıkışlarına karşın krizlerin etkileri uzunca bir süre devam edebilir.<sup>12</sup>

Kindleberger’e göre finansal krizin *mania* (cinnet, delilik), *panic* (panik) ve *crash* (çökme) olmak üzere üç aşaması vardır. *Mania* aşamasında yatırımcılar paradan reel veya finansal varlıklara kayarlar. *Panic* aşamasında ise, reel veya finansal varlıklardan tekrar paraya geçmeye çalışırlar. *Crash* aşaması ise, *mania* aşamasında büyük bir istekle alınan ne varsa (mallar, evler, arabalar, araziler, hisse senetleri, tahviller vb.), bunların fiyatlarının başağı gitmesi ile birlikte sürecin sonuçlanmasıdır. *Mania* konjonktürel genişleme sırasında olur, *panic* ise konjonktürün tepe noktasında ortaya çıkar.<sup>13</sup>

Finansal kriz konusunda şu görüş genel kabul görür; krizin ortamı ve göstergeleri vardır, ama krizin kesin olarak olacağını söylemek ve hele krizin

<sup>8</sup> Mittelman, a.g.e., s.3

<sup>9</sup> Mahfi Eğilmez, “Global Finansal Kriz ve Türkiye’ye Etkileri”, MESS Mercek Dergisi, Özel Sayı, Ocak 1999, s.34.

<sup>10</sup> S. Sharma, “The Challenge of Predicting Economic Crisis”, Finance & Development, Vol:36, June 1999, s.41.

<sup>11</sup> I. Mitroff, “How to Keep a Crisis from Happening”, Harvard Management Update, Vol:5, December 2000, s.12.

<sup>12</sup> Yusuf Bayraktutan, “Küreselleşme, Kriz ve IMF”, Liberal Düşünce, Yaz 2000, s.15.

<sup>13</sup> Ali İhsan Karacan, Bankacılık ve Kriz, 3.b., Creative Yayıncılık, 2000, s.31.

zamanını öngörmek mümkün değildir Dornbusch'un deyimiyle, "kriz ancak patladığında görülür." Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, yani kriz olmaz. Şu görüş de genel kabul görür; finansal krizdeki baskı ve gerginlik, güvensizlik ve panikten kaynaklanır.<sup>14</sup>

Esasında, dış ticaret açıklarının artması, bankaların döviz pozisyonlarını kapama telaşına kapılması, sıcak paranın kaçma eğilimine girmesi de krizi doğuran gelişmelerdir. Fakat, bunlar da temel neden değildir. "Piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin temel nedenleri, mal, sermaye, para (kambiyo) ve emek piyasalarında oluşan fiyatlar arasındaki dengelerin bozulmasıdır."<sup>15</sup>

Piyasa ekonomilerinde ekonomileri fiyatlar yönlendirir. Bu fiyatlar ekonomileri kalkınmaya, bireylerin refah düzeylerini artırmaya yönlendirebileceği gibi, krizlere de yönlendirebilir. Ekonomilerde fiyatlar arası dengenin uzun süre bozulması krizlere neden olur.

### **2.3. Dünyada ve Türkiye'de Finansal Krizlerin Tarihsel Gelişimi**

Dünya 20. yüzyıla, bireyi ve onun özgür etkinliğini esas alan üretim tarzını küreselleştirmeye çalışan Büyük Britanya'nın egemenliği ile girmiş, 1929 yılında ilk büyük finansal krizini yaşamıştır. 1970'lerde petrol şokları, stagflasyon tartışmaları, 1980'lerde dış borç krizleri ve uluslararası ekonomik düzenin yeniden şekillenışı gündemi oluşturmuştur. Yüzyılın sonlarına doğru Güneydoğu Asya, Rusya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlere rağmen, küreselleşme trendi 21. yüzyıla girerken bütün hızıyla devam etmektedir.<sup>16</sup>

Ülkeler arasındaki mal ve hizmet ticaretinin sınırlı olduğu 20. yüzyılın başlarında meydana gelen krizler, daha çok ulusal ölçekte kalıyor; ya talep yetersizliği nedeniyle işsizliğe ve durgunluğa yol açıyor; ya da talep fazlalığı nedeniyle yüksek enflasyon ve ekonomik genişleme ile sonuçlanıyordu. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı bu tür krizler için iyi bir örnek oluşturmaktadır.

---

<sup>14</sup> Ercan Uygur, "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler", *Mülkiye*, Mart – Nisan 2001, s.42.

<sup>15</sup> Özer Ertuna, "Türkiye'nin Yaşadığı Krizler ve Çözüm Arayışları", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz 2001, s.7.

<sup>16</sup> Bayraktutan, a.g.e., s.14.

Küreselleşme mal ve hizmetlerin ülkeler arasında dolaşımını kolaylaştırdığı ve artırdığı için, krizlerde nitelik değiştirmeye ve uluslararası bir boyut kazanmaya başlamıştır. Ülkeler arasındaki hammadde – yarı mamül madde başta olmak üzere, mal ve hizmet ticareti arttıkça krizler bu defa 1970’lerde olduğu gibi enerji krizi, petrol krizi şeklinde görülmeye başlamıştır.

1980’lere gelindiğinde bir yandan ülkeler arasındaki mal ve hizmet dolaşımını kolaylaştıran kota ve tarifelerin olmadığı tam bir serbest ticaret hedeflenirken; diğer yandan üretime yönelik sabit sermaye yatırımları ve finans piyasalarına yönelik para ve sermaye akımlarının önündeki engeller kaldırılmaya başlamıştır. Fakat bu gelişmeler uyum sağlayamama nedeniyle çoğu kez krizlerle sonuçlanmıştır.

1990’larda finansal kriz yaşayan bütün ülkeler finansal serbestleşme sürecini yaşamış ülkelerdir. Türkiye’nin de aralarında bulunduğu Arjantin, Brezilya, Meksika, Tayland, Malezya, Endonezya gibi ülkeler küreselleşen dünyanın yükselen piyasaları (emerging markets) olarak bilinmektedir. Son yıllarda yaşanan krizler büyük ölçüde bu ülkelerde ortaya çıkmaktadır.<sup>17</sup>

Daha önce de değinildiği gibi, ekonomilerde fiyatlar arası dengelerin uzun süre bozulması krizlere neden olmaktadır. Türkiye’nin yaşadığı tüm krizlerin arkasında faktör fiyatları arasındaki bu denge bozuklukları yatmaktadır. Türkiye’de son 10 yıl içerisinde yaşanan iki büyük finansal krizi bu denge bozuklukları açısından kısaca inceleyelim.

1994 Finansal Krizi: 1980-1988 döneminde Türkiye ekonomisi, liberal ekonomi kuralları çerçevesinde, dünya ile bütünleştirme çabalarına girmiştir. Bu ara pozitif faiz, hızlı kur artışı, yavaş ücret artışları gibi siyasetlerle ihracatın artırılması ve döviz dar boğazının aşılması sağlanmıştır. Bunlar 1980 programının başarılı yönleri olarak algılanmıştır. Ancak, bütçe açıkları nedeniyle, enflasyonun yükselme seyrini koruması, ekonomi politikalarının başarısız yönü olmuştur. Enflasyon altında fiyatlar arası dengelerin korunamaması, olumsuz trendler yaratarak 1994 krizine zemin hazırlamıştır.

---

<sup>17</sup> Metin Toprak, *Küreselleşme ve Kriz; Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Siyasal Kitabevi, Ankara: 2001, s.93-94.

1988 yılında Türkiye, enflasyonu düşürmeyi hedefleyen bir ekonomi programına yönelmiştir. Uygulanan model, “İsrail Modeli” adı altında döviz kur artışlarının yavaşlatılması, yani dövizin çıpa olarak kullanılması modelidir. Burada bir noktayı işaret etmek yararlı olacaktır. 1988 modeliyle 2000 yılı modellerinin farkı, 1988’de yalnızca döviz kurlarının çıpa, 2000 yılında ise, hem döviz kurlarının, hem de ücretlerin çıpa olarak kullanılmasıdır.<sup>18</sup>

Döviz kurlarındaki artışların enflasyonun altında kalması sonucu TL aşırı değer kazanmış, ihracat artış temposu yavaşlamış, ithalat hızla artmıştır. Bu durum dış ticaret açıklarını artırmıştır. 1993 sonuna gelindiğinde dış ticaret açıkları 13,5 milyar doları bulmuştur.

Döviz kurları yavaş artarken faizler yüksek kaldığından kısa vadeli yabancı sermaye (sıcak para) Türkiye’de dolar bazında % 40’lara varan kazançlar elde etmeye ve dış ticaret açıklarını finanse etmeye başlamıştır. Oluşan ortamda, yurt dışından borçlanma yurt içinden borçlanmaya kıyasla daha ucuz olduğundan, şirketler döviz olarak borçlanmışlar, bankalar döviz pozisyonlarını açmışlardır. 1993 yılı sonuna varıldığında bankaların döviz pozisyonu açıkları 5 milyar doları aşmıştır.<sup>19</sup>

Denge bozukluklarına dayalı bütün bu gelişmeler, ülkede riskleri artırmış, kriz beklentilerini beslemiştir. 1994 ocak ortalarında kriz patlak vermiş, enflasyonun % 125’leri bulması, % 300’lere varan döviz kuru artışları ve % 900’lere varan faizlerle sonuçlanmıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri aslında 1994 krizinin bir devamıdır. Doğal olarak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri de aynı nedenlerden, yani enflasyonun düşürülmesinde çıpa kullanılmasını öngören bir ekonomik program uygulanması sonucu fiyatlar arasında ortaya çıkan denge bozukluklarından kaynaklanmıştır. 2000 yılının sonlarına doğru bu programın çöküşü bir sürpriz değildir. Program piyasalarda oluşan fiyatlar arası dengeleri

---

<sup>18</sup> Ertuna, a.g.e., s.11.

<sup>19</sup> İlker Parasız, *Enflasyon – Kriz – Ayarlamalar*, Ezgi Kitabevi, Bursa: 2001, s.312.

korumaya yönelik değil, dengesizlikler yaratarak enflasyonu düşürmeyi amaçlayan bir programdır. Bu programın çöküş nedenlerini şöyle özetleyebiliriz:<sup>20</sup>

*Kullanılan Çıpalar:* Program, % 20 enflasyon hedefi çerçevesinde, ücretlerin % 25, kurların ise % 20 artacak şekilde çıpa olarak kullanılmasına dayalıdır. Fakat enflasyonda hedeflen düşüş sağlanamamış, yıllık enflasyon % 39 olarak gerçekleşmiştir. TL'nin değer kazanması dış ticaret açıklarını 26,6 milyar dolara yükseltmiş, ekonomide devalüasyon beklentilerini arttırmıştır. Bu arada dışarıdan borçlanmanın maliyeti de düştüğünden, bankalar dahil pek çok kuruluş döviz pozisyonlarını açmıştır. Bu gelişmeler kriz ortamını yaratmıştır.

*Programın Parasal Kaynakları:* 2000 yılı programının kaynak ihtiyacının, yurt dışından ve özelleştirmeden karşılanması amaçlanmıştır. Programın uygulanmasına yurt dışından % 12 dolaylarında faizle borçlanarak başlanmış, yurt dışı borçlanma faizleri referans alınarak yurt içi faizler % 39 dolaylarına indirilmiştir. Enflasyon aynı oranda kontrol altına alınamadığından bu durum negatif faiz beklentilerine neden olmuştur. Yabancı kaynaklar dış ticaret açıklarını finanse etmiştir. Türkiye özelleştirme uygulamalarında da çok önemli hatalar yaptığından, özellikle bankaların özelleştirilmesi çok büyük kayıplara neden olduğundan, 2000 yılında başarılı özelleştirme de yapamamıştır.

*Faiz Politikaları:* 2000 istikrar programı faizleri serbest bıraktığını savunmaktadır. Oysa, yukarıda da belirtildiği gibi, yabancı kaynaklar referans alınarak faizlerin hızla aşağıya indirilmesi amaçlanmıştır. Faizler, dengeler çerçevesinde indirileceğine denge dışı çalkantılara neden olmuştur.

*Bütçe Harcamalarının Kısılması:* 2000 istikrar programı bütçe harcamalarının kontrol altında tutulmasını, faiz öncesi bütçe dengesinin % 5 dolaylarında fazla vermesini hedeflemekteydi. Bu konuda uygulama başarılı olmuş, faiz öncesi fazla hesaplananın üzerinde sonuçlanmıştır. Ancak tasarruf uygulamaları, israfların önlenmesi yerine, eğitim, araştırma, sağlık gibi harcamaların kısılmasına neden olmuştur.

---

<sup>20</sup> Ertuna, a.g.e, s.12.

*Propaganda:* 2000 yılı programı gücünü, ilgili kesimler arasında (işçi, işveren, banka kesimi ve devlet arasında) sağlanacak bir mutabakattan değil, beklentilerin kırılmasından ve yoğun propagandadan almıştır. Halka sık sık programın çok başarılı olduğu söylenmiş, bütün dünyanın bu programa hayran olduğu belirtilmiştir. Programın bir bunalımla sonuçlanması halkın ekonomik programlara olan güvenini yıkmıştır.

#### **2.4. Finansal Krizlerin Doğurduğu Sonuçlar**

Finansal istikrarsızlık son on yılda dünya ekonomisinin en belirgin özelliği haline gelmiştir. Kısa aralıklarla ortaya çıkan ve birbirlerini izleyen krizler, özellikle gelişmekte olan ülkelerin reel ekonomileri üzerinde kalıcı etkiler bırakmaktadır.<sup>21</sup>

1990'lı yıllarda finansal liberalizasyon sürecini yaşayan ülkelerde ortaya çıkan krizler, nedenleri ve doğurduğu sonuçlar bakımından büyük bir benzerlik göstermektedir.<sup>22</sup> Kriz ortamına giden yolda en somut göstergeler; dış ticaret açıklarının artması, bankaların açık pozisyonlarını kapama telaşına kapılmaları, sıcak paranın kaçma eğilimine girmesi, faiz oranlarında artış ve bütün bu gelişmelere bağlı olarak giderek artan devalüasyon beklentisidir.<sup>23</sup>

Süreç tamamlanıp, kriz patlak verdikten sonra ortaya çıkan genel ekonomik sonuçları ise aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür.<sup>24</sup>

- Yüksek faiz oranları,
- Döviz kurlarında artış,
- Piyasalarda likidite darlığı,
- Toplam talepte daralma,
- Geleceğe yönelik belirsizlik.

Ülkemizde yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin doğurduğu sonuçları yukarıdaki başlıklar çerçevesinde kısaca değerlendirelim.

---

<sup>21</sup> Sharma, a.g.e., s.42.

<sup>22</sup> Uygur, a.g.e., s.48-49.

<sup>23</sup> Ertuna, a.g.e., s.10.

<sup>24</sup> E.P. Davis, *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, 2.b., Oxford University Press, 1997, s.128-130.

#### 2.4.1. Yüksek Faiz Oranları

Finansal piyasalardaki baskının derecesini ölçmek için genel kabul gören bir yöntem; faiz oranı, döviz kuru ve resmi döviz rezervi değişimlerinin ortalamasından bir “*finansal baskı endeksi*” oluşturmaktır.<sup>25</sup> Resmi döviz rezervi değişmesi endekse eksi işaretli olarak girmeli ve endeks ağırlıksız olarak hesaplanmalıdır.

$$\text{FBE} = \text{Faiz \% Değişmesi} + \text{Döviz Kuru \% Değişmesi} - \text{Döviz Rezervi \% Değişmesi}$$

Bu endeks belli bir düzeyi aştığı durumda artık kriz var demektir. Kritik düzeyi saptamak için baskı endeksinin standart sapması kullanılabilir. Örneğin, endeksin değeri ortalamasını 1 veya 1,5 standart sapma aşarsa kritik düzey aşılmış sayılır.

Tablo 2.1. Eylül 1999 – Şubat 2001 Tarihleri Arası İnterbank Gecelik Faiz Oranları

|            | En Düşük | En Yüksek | Ortalama | Standart Sapma |
|------------|----------|-----------|----------|----------------|
| Eylül 1999 | 57,51    | 70,98     | 67,21    | 4,61           |
| Ekim       | 65,51    | 69,95     | 69,47    | 1,08           |
| Kasım      | 68,72    | 69,99     | 69,78    | 0,30           |
| Aralık     | 69,86    | 70,00     | 69,97    | 0,04           |
| Ocak 2000  | 18,90    | 64,56     | 35,90    | 10,28          |
| Şubat      | 26,28    | 83,19     | 49,23    | 14,12          |
| Mart       | 26,38    | 68,07     | 39,08    | 8,95           |
| Nisan      | 18,90    | 45,87     | 36,16    | 6,62           |
| Mayıs      | 32,08    | 56,34     | 41,29    | 6,55           |
| Haziran    | 26,35    | 75,75     | 42,00    | 11,67          |
| Temmuz     | 13,60    | 38,83     | 25,97    | 5,08           |
| Ağustos    | 22,14    | 92,57     | 35,57    | 16,90          |
| Eylül      | 23,71    | 79,65     | 43,20    | 14,05          |
| Ekim       | 25,82    | 71,22     | 38,41    | 9,72           |
| Kasım      | 27,94    | 315,95    | 79,46    | 67,61          |
| Aralık     | 61,75    | 873,13    | 198,95   | 238,97         |
| Ocak 2001  | 31,12    | 76,84     | 42,16    | 12,47          |
| Şubat      | 36,55    | 4018,58   | 436,00   | 983,80         |

Kaynak: TCMB.

<sup>25</sup> Uygur, a.g.e., s.39-40.

Türkiye’de IMF’ nin desteğiyle 1999 sonlarında uygulamaya konulan program, bir yıl gibi kısa bir süre içerisinde piyasalarda oluşan fiyatlar arasındaki dengeyi bozmuş, Kasım 2000’e gelindiğinde döviz kurunun daha fazla baskı altında tutulamayacağı ve devalüasyon beklentileri oluşmuştur. TCMB, Kasım ayındaki döviz hedef alan spekülasyon saldırısı; çok yüksek oranda faiz, önemli ölçüde döviz rezervi kayıpları ve 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. TCMB ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok büyük bir maliyetle savunabilmiştir. İnterbank gecelik faiz oranlarının % 900’lere kadar çıkması, bir çok işletmenin ve Türkiye’nin kârlılık oranı en yüksek bankalarından biri olan Demirbank’ın batmasına yol açmıştır.

Yaşanan tüm bu gelişmeler döviz kuru üzerindeki baskıları azaltmamış, sadece devalüasyon yapılışını 3 ay kadar geciktirmiştir. Ancak, gecikmenin maliyeti çok daha yüksek olmuş, 21 Şubat 2001’e gelindiğinde interbank gecelik faiz oranları % 4000’lere kadar çıkmıştır. Sonunda daha fazla ısrar edilememiş, döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır.

#### 2.4.2. Döviz Kurlarında Artış

Ekonomilerde fiyatlar arasındaki dengeler, statik ve dinamik dengeler olarak tanımlanabilir. Enflasyonun olmadığı bir ortamdaki denge, statik bir dengedir ve yönetimi kolaydır. Enflasyon ortamında dinamik dengelerin kurulması gerekir. Yani, farklı enflasyon düzeyleri, bu düzeyle dengede olan faiz, kur ve ücret artışı gerektirir. Dinamik dengelerin yönetimi zordur. Bu nedenle de küçük denge bozukluklarında enflasyon bazı kesimleri zora sokabileceği gibi, büyüyen denge bozuklukları krizlerin patlamasına neden olabilir.<sup>26</sup>

Globalleşen ekonomilerde dengelerin yalnızca yurt içinde değil, uluslararası düzeyde de kurulması gerekir. Piyasalarda oluşan dört fiyat arasında (mal ve hizmet fiyatları, faizler, döviz kurları ve ücretler) üç tane bağımsız denge vardır. Bunlar “satınalma gücü paritesi”, “faiz paritesi” ve “ücret paritesi” olarak bilinir.

Satınalma gücü paritesi (SGP) teorisi, döviz kurunun yabancı ve yurtiçi enflasyon oranları arasındaki farka göre belirlenmesini öngörmektedir. SGP teorisine

---

<sup>26</sup> Ertuna, a.g.e., s.10.

göre nominal döviz kurlarındaki değişimler enflasyon farklarını yansıtır. Bu SGP'nin göreceli tanımıdır. Mutlak anlamda SGP, döviz kurlarına dönüştürülmüş fiyat düzeylerinin ülkeler arasında aynı olması gerektiğini söyler. Bu durumda, yabancı ya da yurtiçi fiyatların birisi veya her ikisi birden değişirse, nominal döviz kuru da bu farkı ortadan kaldıracak ve dolayısıyla reel döviz kurunu sabit tutacak şekilde değişmelidir. Eğer döviz kurları SGP teorisine göre hareket ederse, reel döviz kuru değişmeyeceğinden, nominal döviz kurundaki değişimler ülkelerin uluslararası rekabet gücünü de etkilemeyecektir.

Bununla birlikte kısa dönemde döviz kurlarındaki değişimler SGP teorisinin öngördüğü şekilde gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla, reel döviz kurlarındaki bu sapmalar parasal ve reel (yapısal) sebeplerden kaynaklanabilir. Döviz kurları, fiyatlara göre çok daha hızlı hareket ettiği için parasal bir genişleme sonucunda döviz kurunda ani bir sıçrama ve SGP'nin öngördüğü orandan sapmalar meydana gelebilir. Para stokunda meydana gelen bir artışın neticesinde, kısa dönemde SGP teorisi geçerli olmayabilir, fakat SGP'nin uzun vadede geçerli olması beklenir.<sup>27</sup> SGP, iki ülkenin milli fiyatlarını aynı para cinsinden ifade ettiğimiz zaman, aralarında uzun dönemli bir denge ilişkisinin varlığını öngörmektedir.<sup>28</sup>

Faiz paritesi ise, tasarrufun, iki farklı ülkede aynı kazancı elde etmesini gerektirir. Paralar arası kurlar bu parite kuralları çerçevesinde oluşur. Görüldüğü gibi, faiz paritesi de ülkeler arası faizlerle enflasyon arasındaki dengeleri tanımlar. Bu iki parite birlikte, farklı ülkeler arasındaki enflasyonu, kurları ve faizleri dengeler.

Üçüncü bağımsız denge, farklı ülkelerde ücretlerin dengelenmesidir. Bu denge, ülkelerarası verim farklılıklarının giderilmesine ve iş gücünün serbest dolaşımına bağlıdır.

Globalleşen bir ekonomik düzende fiyatlar arasındaki dengelerin yönetimi çok önemli ve zordur. Çünkü global ekonomilerde bazı gelişmeler farklı ekonomileri farklı etkiler ve fiyatları dengeye doğru yönelteceğine, denge bozukluklarının bir

---

<sup>27</sup> Murat Doğanlar ve Mehmet Özmen, "Satınalma Gücü Paritesi ve Reel Döviz Kurları: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme", *İMKB Dergisi*, Sayı:16, (Ekim/Kasım/Aralık 2000), s.111-112.

<sup>28</sup> Y.W. Cheung and K.S. Lai, "Parity Version in Real Exchange Rates During the Post-Bretton Woods Periods", *Journal of International Money Finance*, Vol:17, 1998, s.597-614.

süre sürdürülmesine neden olur. Böyle bir durum da krizle sonuçlanır. Örneğin, kurlar enflasyondan yavaş artıyorsa, ülkeye gelen yabancı para, faize yatıp düşük kurdan geri döndüğünde yüksek faiz kazanır. Bu nenenle ülkeye kısa vadeli yabancı para girer. Bu giren para döviz arzını artırdığından ithalat artar ve ihracat azalır, dış ticaret açığı artar. Fakat, bu açık ülkeye gelen kısa vadeli yabancı para ile kapatılır. Böyle bir kısır döngü dengesizliğin bir krizle sonuçlanana kadar büyümesine neden olur.

**Tablo 2.2. Ocak 2001-Mayıs 2002 Dönem Sonu Döviz Kurları (TL)**

|                | <b>DOLAR</b> | <b>EURO</b> |
|----------------|--------------|-------------|
| 1 Ocak 2001    | 668.029      | 635.611     |
| 1 Şubat 2001   | 680.713      | 631.367     |
| 1 Mart 2001    | 926.507      | 855.550     |
| 1 Nisan 2001   | 1.027.020    | 905.501     |
| 1 Mayıs 2001   | 1.144.895    | 1.015.830   |
| 1 Haziran 2001 | 1.213.782    | 1.027.139   |
| 1 Temmuz 2001  | 1.260.703    | 1.068.482   |
| 1 Ağustos 2001 | 1.331.484    | 1.164.367   |
| 1 Eylül 2001   | 1.366.830    | 1.248.367   |
| 1 Ekim 2001    | 1.528.280    | 1.394.756   |
| 1 Kasım 2001   | 1.597.453    | 1.440.658   |
| 1 Aralık 2001  | 1.483.300    | 1.319.937   |
| 1 Ocak 2002    | 1.455.795    | 1.289.398   |
| 1 Şubat 2002   | 1.313.603    | 1.133.509   |
| 1 Mart 2002    | 1.394.825    | 1.205.268   |
| 1 Nisan 2002   | 1.346.262    | 1.174.345   |
| 1 Mayıs 2002   | 1.340.315    | 1.209.099   |

**Kaynak: TCMB.**

Türkiye’de 1999 yılı sonunda uygulamaya konulan ekonomik program, % 20 enflasyon hedefi çerçevesinde, ücretlerin % 25, kurların ise % 20 artacak şekilde çıpa olarak kullanılmasına dayalıdır. Fakat enflasyonda hedeflen düşüşün sağlanamaması neticesinde; TL aşırı değer kazanmış, dış ticaret açıklarını 26,6 milyar dolara yükseltmiş, ekonomide devalüasyon beklentilerini arttırmıştır. Bu arada dışarıdan borçlanmanın maliyeti de düştüğünden, bankalar dahil pek çok kuruluş döviz pozisyonlarını açmıştır. Bu gelişmeler kriz ortamını yaratmıştır.

21 Şubat 2001’de döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasından 11 Eylül olaylarının sonrasına kadar, döviz kurlarında % 140'lere varan bir artış yaşanmıştır. Bu durum özellikle, döviz cinsinden aşırı borçlanmış veya nispi olarak ithal girdi kullanım oranı yüksek olan bir çok işletmenin iflasına yol açmıştır.

#### **2.4.3. Piyasalarda Likidite Darlığı**

Faiz oranları ve döviz kurlarının aşırı yükselme eğilimine girdiği bir ortamda, doğal olarak en kıymetli unsur likidite olmaktadır. Bir yandan yabancı fonların dövize geçip yurt dışına çıkma telaşı, diğer yandan bankaların açık pozisyonlarını kapatma çabası, piyasalarda olağan dönemlerin çok üzerinde bir likidite ihtiyacı doğurmaktadır.<sup>29</sup>

Finansal krizlerin önemli özelliklerinden birisi de, insanların reel yada finansal varlıklardan panik içerisinde nakite geçme çabası içerisinde olmalarıdır. Bankaların ve diğer finansal kuruluşların güvenilirliğinin sorgulandığı bir ortamda, insanlar varlıklarının ellerinde bulunmasını tercih etmektedirler. Sonuç olarak, zararına yapılan reel yada finansal varlık satışları ve banka mevduat hesaplarındaki azalma, piyasalardaki likidite sorununu giderek ödeyebilirlik sorununa dönüştürmektedir. Bu durum bir ekonomik resesyon yada depresyonun ortaya çıkmasına katkıda bulunmaktadır.<sup>30</sup>

#### **2.4.4. Toplam Talepte Daralma**

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin temel paradoksal sorunu, düşük enflasyon düzeyi ile ekonomik kalkınma ve büyümeyi birlikte gerçekleştirmektir.<sup>31</sup> GSMH, büyüme hızı, üretim, yatırım, istihdam gibi çeşitli ekonomik göstergelerdeki artışı ifade eden ekonomik büyüme kavramı ile, bu ekonomik göstergelerdeki artışların toplumdaki değişik kesim ve bireylere dengeli dağılımını ifade eden ekonomik kalkınma kavramını birbirinden ayırt etmek gerekir.

---

<sup>29</sup> Sharma, a.g.e., s.42.

<sup>30</sup> Karacan, a.g.e., s.59.

<sup>31</sup> Orhan Morgil, “Fiscal and Monetary Policies and Inflation in Turkey”, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Vol:4, S.1-2, Ankara: 1986, s.109-117.

Dengeli ekonomik büyüme, tam istihdamın devamı için toplam talebin, toplam arzdaki artışa eşit bir oranla yükselmesi demektir ve bu yaklaşım daha çok gelişmiş ülkeler için geçerlidir. Dengeli ekonomik kalkınma ise, genellikle kalkınma sürecindeki ekonomilerde bütün kesimlerin birlikte ve aynı zamanda gelişmesidir.<sup>32</sup>

Ne var ki hızlı bir ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek isteyen gelişmekte olan ülkeler, bu süreçte çeşitli dar boğazlarla ve özellikle de enflasyonist baskılarla karşılaşmaktadırlar. Bu paradoksal durum, özellikle 1990'lerden sonra Türkiye gibi ülkelerde çoğu kez finansal krizlere yol açmıştır..

**Tablo 2.3. 1990 – 2001 Yılları Arası GSMH, Kişi Başına Milli Gelir, Sabit Fiyatlarla % Artış**

| Yıllar | GSMH<br>(Milyon Dolar) | Kişi Başına Milli Gelir<br>(Dolar) | Büyüme-Küçülme<br>(Sabit Fiyatlarla %) |
|--------|------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|
| 1990   | 150.758                | 2.682                              | 9,4                                    |
| 1991   | 150.168                | 2.620                              | 0,3                                    |
| 1992   | 158.122                | 2.707                              | 6,4                                    |
| 1993   | 178.715                | 3.004                              | 8,1                                    |
| 1994   | 132.302                | 2.184                              | - 6,1                                  |
| 1995   | 170.081                | 2.759                              | 8,0                                    |
| 1996   | 183.579                | 2.928                              | 7,1                                    |
| 1997   | 193.286                | 3.079                              | 8,3                                    |
| 1998   | 205.015                | 3.255                              | 3,9                                    |
| 1999   | 186.360                | 2.914                              | -6,1                                   |
| 2000   | 201.188                | 3.095                              | 6,1                                    |
| 2001   | 149.800                | 2.161                              | -9,4                                   |

**Kaynak: DİE.**

Yukarıda verilen tabloda, ülkemizde son on yıl içerisinde yaşanan iki büyük finansal kriz ve 1999'da meydana gelen deprem felaketinin, GSMH ve kişi başına milli gelir rakamları üzerindeki trajik etkisi kolayca görülmektedir. Türkiye son 12 yıldır üretim ve gelir artışında adeta patinaj yapmış, aradaki inişli çıkışlı serüven sonunda 1990 öncesi rakamlara geri dönmüştür.

Diğer taraftan ekonomik yada finansal kriz yaşayan ülkeler üzerinde yapılan çeşitli araştırmalarda şu durum dikkat çekici olmuştur; ekonomik genişleme

<sup>32</sup> Akın İlkin, *Kalkınma ve Sanayi Ekonomisi*, İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayınları No:498, İstanbul: 1983, s.80.

dönemlerinde milli gelir tüketimden daha hızlı artarken, daralma dönemlerinde milli gelir tüketimden daha hızlı düşmüştür.<sup>33</sup>

Faiz oranları ve döviz kurlarının aşırı yükselme eğilimi gösterdiği, piyasalardaki likidite sorununun giderek ödeyebilirlik sorununa dönüştüğü bir ortamda, doğal olarak toplam talep düzeyi düşmekte ve ekonomik olarak bir küçülme yaşanmaktadır. Ekonomideki küçülmeye paralel olarak işletmelerin üretim ve satış seviyeleri de düşmekte, işsizlik artmaktadır.

DİE'nin "*Hanehalkı İşgücü Anketi*" geçici sonuçlarına göre, 2001 yılında Türkiye'deki işsiz sayısı 450 bin kişi artarak, 1 milyon 902 bin kişiye yükselmiştir. 1999'da % 7,8 olan işsizlik oranı, 2000'de % 6,6'ya düşmüş, 2001 yılı sonu itibarı ile % 8,5'a yükselmiştir.<sup>34</sup>

Kriz dönemlerinde toplam talebin düşmesi, işletmelerin düşen üretim ve satış hacimlerine paralel olarak işçi çıkarmalarına neden olmakta, işsizlik oranının artması toplam talebin düşüşünü daha fazla hızlandırmaktadır.

#### 2.4.5. Geleceğe Yönelik Belirsizlik

Finansal krizlerin en önemli özelliklerinden birisi de, piyasalarda oluşan belirsizlik ve güvensizlik ortamıdır. Zira, ani ortaya çıkışlarına karşın krizlerin etkileri uzunca bir süre devam etmektedir.

İleriye yönelik faiz oranları ve döviz kurları başta olmak üzere hiçbir verinin sağlıklı bir şekilde tahmin edilemediği bir ortamda, işletmeler orta ve uzun vadeli planlar yapmakta zorlanmakta, ülke insan ve işletmelerinde mümkün olduğunca likit kalma güdüsü oluşmaktadır.

Geleceğe yönelik risk priminin çok yüksek olması nedeniyle, sabit sermaye yatırımlarında çok ciddi düşüşler olmaktadır. Bu durum yaşanmakta olan krizi daha da derinleştirmektedir.

---

<sup>33</sup> H.J. Sherman, *The Business Cycle – Growth and Crisis under Capitalism*, Princeton University Press, 1991, s.162.

<sup>34</sup> DİE, [www.die.gov.tr](http://www.die.gov.tr).

## 2.5. Finansal Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri

Nedenleri ve ortaya çıkış şekilleri farklı olsa da, özünde finansal krizlerin pek çoğu, sonuçta işletmeleri iflasa kadar götürebilen likidite krizleridir.<sup>35</sup> Finansal kriz dönemlerinde piyasaların rasyonel işleyiş düzeni ve buna bağlı olarak da işletmelerin normal faaliyet akışı bozulmaktadır. Finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar ve bu sonuçların işletme faaliyetleri üzerindeki etkileri aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

**Tablo 2.4. Finansal Krizlerin Doğurduğu Sonuçlar ve İşletme Faaliyetleri Üzerindeki Etkileri**

| Finansal Krizlerin Doğurduğu Sonuçlar                                                                                                                                                                                       | İşletme Faaliyetleri Üzerindeki Etkileri                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Yüksek faiz oranları,</li><li>• Döviz kurlarında artış,</li><li>• Piyasalarda likidite darlığı,</li><li>• Toplam talepte daralma,</li><li>• Geleceğe yönelik belirsizlik.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Kredi maliyetlerinde aşırı artış,</li><li>• Kredi elde etme olanaklarında azalış,</li><li>• Üretim maliyetlerinde artış,</li><li>• Satış hacimlerinde azalış,</li><li>• Alacakların zamanında tahsilatında aksama,</li><li>• Borçların zamanında ödenmesinde zorlanma,</li><li>• Finansal performansta (kârlılık oranlarında) düşüş.</li></ul> |

Yüksek faiz oranları, döviz kurlarındaki aşırı artış ve piyasalardaki likidite darlığı, bir taraftan işletmelerin finansman giderlerini ve buna bağlı olarak kısa vadeli borç yükünü artırırken, diğer taraftan işletmelerin faaliyet kolları ve üretimde ithal girdi kullanım oranlarına bağlı olarak, üretim maliyetlerini yükseltmektedir. Aynı şekilde, diğer faktörlerin bir sonucu olarak toplam talepte oluşan daralma, işletmelerin satış hacimlerinde önemli ölçüde azalmalara yol açmaktadır.

Sonuçta, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ve buna bağlı olarak kârlılık oranları azalmaktadır. Bütün bunlara ilaveten, piyasalarda oluşan belirsizlik ve güvensizlik ortamı, işletmelerin faaliyet ve çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Başka bir ifade ile, finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar, çalışma sermayesi unsurlarının etkin bir şekilde yönetilmesini engellemektedir.

<sup>35</sup> John R. S. Chong ve Donalt R. Esearray, "Finansal Krizin Tahmin Edilmesi ve Üstesinden Gelinmesi", Çev. Famil Şamiloğlu – Kartal Demircüoğlu, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz 2002, s.121.

Finansal kriz dönemlerinde reel gelirlerin düşmesi ve geleceğe yönelik belirsizliğin hakim olduğu ortamın doğal bir sonucu olarak, insanların tüketim eğilimlerinde ciddi ölçüde azalma meydana gelmektedir. Genel olarak, bu azalma eğilimi insanların ihtiyaç duydukları malların zorunluluk derecesine göre değişmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin finansal krizlerden etkilenme derecesi, içerisinde faaliyet göstermekte oldukları sektörün özelliklerine ve işletmelerin büyüklüğüne göre değişmektedir. Bir işletmenin büyüklüğünün temel göstergesi ise, üretim miktarı ve satış tutarıdır.

Tablo 2.5.'de görüldüğü gibi finansal krizlerin işletmelerin satış hacimlerinde meydana getirdiği azalmanın oranı sektörlerle göre değişmektedir.

**Tablo 2.5. ISO'nun 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Listesinde 2000 ve 2001 Yıllarında Yer Alan Şirketlerin Satışlarında 2001 Yılında Bir Önceki Yıla Göre Değişim**

| Sektör                   | Şirket Sayısı | TL Bazında Değ. (%) | Dolar Bazında Değ. (%) |
|--------------------------|---------------|---------------------|------------------------|
| 1. Uçak                  | 2             | 239,1               | 72,6                   |
| 2. Enerji                | 7             | 197,6               | 51,5                   |
| 3. Deri                  | 1             | 173,5               | 39,2                   |
| 4. Madeni Eşya           | 2             | 133,5               | 18,9                   |
| 5. İnşaat                | 1             | 109,0               | 6,4                    |
| 6. Cam                   | 5             | 84,5                | - 6,1                  |
| 7. Petrol Ürünleri       | 15            | 83,6                | - 6,5                  |
| 8. Lastik                | 5             | 82,7                | - 7,0                  |
| 9. Tekstil               | 78            | 80,9                | - 7,9                  |
| 10. Plastik              | 7             | 74,2                | - 11,4                 |
| 11. Elektrikli Makine    | 12            | 73,8                | - 11,5                 |
| 12. Elektronik           | 8             | 72,3                | - 12,3                 |
| 13. Kimya                | 13            | 70,8                | - 13,1                 |
| 14. Demir - Çelik        | 31            | 69,7                | - 13,6                 |
| 15. Demirdışı Metal      | 3             | 69,1                | - 13,9                 |
| 16. Ambalaj              | 7             | 65,8                | - 15,6                 |
| 17. Seramik              | 4             | 64,8                | - 16,1                 |
| 18. Gıda                 | 71            | 63,8                | - 16,6                 |
| 19. Madencilik           | 9             | 62,7                | - 17,2                 |
| 20. Kâğıt                | 10            | 59,8                | - 18,7                 |
| 21. Diğer Taşıt Araçları | 2             | 59,7                | - 18,7                 |
| 22. Otomotiv Yan Sanayi  | 8             | 56,3                | - 20,4                 |
| 23. İlaç                 | 17            | 53,5                | - 21,9                 |
| 24. Tütün                | 5             | 52,9                | - 22,2                 |
| 25. Çimento              | 21            | 49,8                | - 23,8                 |
| 26. Gübre                | 6             | 49,5                | - 23,9                 |
| 27. Ağaç Ürünleri        | 3             | 45,7                | - 25,8                 |
| 28. Mobilya              | 1             | 21,9                | - 38,0                 |
| 29. Basım - Yayın        | 6             | 12,9                | - 42,5                 |
| 30. Otomotiv             | 15            | 9,7                 | - 44,2                 |
| 31. Makine               | 5             | - 2,8               | - 50,5                 |
| 32. Diğer İmalat         | 16            | 61,0                | - 18,1                 |
| <b>Toplam</b>            | <b>396</b>    | <b>69,1</b>         | <b>- 13,9</b>          |

Kaynak: Dünya, Eko-Analiz, 06.08.2002

İşletmelerin satış hacimlerindeki düşüş, küçük ve orta ölçekli işletmelerde büyük ölçekli işletmelere göre, daha yüksek oranlarda gerçekleşmektedir. Ayrıca, faiz oranları ve döviz kurlarındaki artışın bir sonucu olarak, işletmelerin kârlılık oranlarındaki düşüş, satışlardaki düşüşün çok üzerinde gerçekleşmektedir.<sup>36</sup>

Piyasalardaki likidite darlığının bir sonucu olarak işletmelerin satış hacimlerinde meydana gelen düşüş, ister istemez kapasite kullanım oranlarına da yansımakta, işletmeler üretim kapasitelerini düşürmektedirler.

**Tablo 2.6. Aylar İtibari İle İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları (1999-2001)**

|      | 1    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1999 | 71,5 | 71,2 | 74,1 | 77,9 | 78,1 | 76,4 | 73,9 | 69,9 | 68,8 | 71,3 | 71,0 | 75,5 |
| 2000 | 73,0 | 74,0 | 74,0 | 77,2 | 77,1 | 76,7 | 76,4 | 75,8 | 73,9 | 81,3 | 79,6 | 74,5 |
| 2001 | 70,5 | 70,9 | 70,7 | 68,5 | 70,4 | 71,3 | 71,5 | 71,7 | 72,9 | 73,9 | 74,1 | 73,6 |

**Kaynak: DİE**

Kasım 2000’de % 81,3’e kadar yükselen imalat sanayi kapasite kullanım oranı, Nisan 2001’de % 68,5’e kadar düşmüştür. Bu süreç boyunca işletmeler düşen kapasite kullanım oranlarına paralel olarak personel sayılarını azaltmışlardır. Finansal krizlerin olumsuz etkilerinden asgari bir seviyede etkilenme amacına yönelik bütün bu ekonomik olarak küçülme çabalarına rağmen, bir çok işletme faaliyetlerini durdurmak zorunda kalmıştır.

### **2.5.1. Kriz ve İşletme Yönetimi**

Krizin nedenleri ne olursa olsun, iyi bir işletme yönetimi krizi tahmin edebilir ve krize karşı yönetim yapısı hazırlayabilir. Bütün bu önlemlere rağmen işletme krize yakalanmışsa, bu kez kriz anı yönetim tedbirlerini uygulayarak krizden kolay ve kısa sürede çıkabilir. Kriz geçtikten sonra ise yeni duruma göre yapılanma politikası izleyebilir.

Genellikle krizlerin, yönetimin denetimi dışında kalan faktörlerden kaynaklandığı düşünülür. Bu düşünce yapısına göre, dış pazarlarda kota olması, bazı

<sup>36</sup> Sherman, a.g.e., s.165.

ülkelerin sermaye maliyetinin düşük olması ve devlet sübvansiyonlarının yüksek olması, hükümetlerin ekonomik ve yasal hataları, insan kaynaklarının ve doğal kaynakların kötü kullanımı sorunun kaynağını oluşturur. Eğer asıl sorun krizin nedenlerinde olmuş olsa, bütün işletmelerin düşüşte olmaları gerekir. Oysa, kriz dönemlerinde bir çok işletme pazar paylarını kaybedip ekonomik olarak küçülüyor olsa bile, bazı işletmeler büyük başarılarla ulaşarak diğerlerinin bahanelerini ortadan kaldırmaktadır.<sup>37</sup> Herşeyden önce kriz bir karmaşadır ve her karmaşada bazıları kaybederken, bazıları kazanacaktır. Kriz şartlarını gelişme fırsatı olarak kullanıp, kazananlar arasında yer almak mümkündür. Çince’de “kriz” ve “fırsat” aynı kelimelerle yazılmaktadır. Beş bin yıllık bir kültür birikimi, kriz dönemlerini fırsatın habercisi olarak sunmaktadır.<sup>38</sup>

Kriz yönetimi; “işletmelerin faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyen, işletmelerin mal varlığını azaltan, kamu imajını zayıflatan, insan sağlığını ve güvenliğini tehdit eden eylemleri azaltma ve aniden ortaya çıkan baskın olaylara karşı plan yapabilme organizasyonu” olarak tanımlanmaktadır.<sup>39</sup> Kriz yönetimini, kriz öncesi yönetim yapısının oluşturulması, kriz anında işletme yönetimi ve kriz sonrası işletme yönetimi olmak üzere üç boyutta incelemek mümkündür.<sup>40</sup>

#### 2.5.1.1. Kriz Öncesi İşletme Yönetimi

İşletmeler için öncelikle önemli olan kriz şartlarına ulaşıldığında krizi atlatmanın veya geçiştirmenin yollarını aramak değildir. Kriz şartlarına gelmeden önce, krizin gelmekte olduğunu hissedebilen, kriz şartlarını başarı yönünde kullanabilen ve işletmenin süreçlerine yeni bir ivme kazandırabilen yönetim yapısının oluşturulması önemlidir.

Krize karşı önlem olabilecek yeni yönetim yapısının eski yapıdan farklı temel özellikleri<sup>41</sup> Tablo 2.7.’de özet olarak verilmiştir.

<sup>37</sup> Michael Hammer ve James Champy, **Değişim Mühendisliği, İş İdaresinde Devrim İçin Bir Manifesto**, Çev. Sinem Gül, Sabah Kitapları Dizisi, İstanbul: 1994, s.22.

<sup>38</sup> Melek Vergiliel Tüz, **Kriz ve İşletme Yönetimi**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul: 2001, s.1.

<sup>39</sup> Michael Regester, **Crisis Management: How to Turn Crisis Into an Opportunity**, Business Books, London: 1984, s.2.

<sup>40</sup> Vergiliel Tüz, a.g.e., s.25.

<sup>41</sup> Regester, a.g.e., s.12.

**Tablo 2.7. Eski ve Yeni Yönetim Anlayışlarının Karşılaştırılması**

| <b>Eski Yönetim Anlayışı</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <b>Yeni Yönetim Anlayışı</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Değer halkasının her üyesi kârını maksimize etmeye çalışır,</li><li>• Stratejiler ve planlar bağımsız olarak gelişir,</li><li>• Bilgi paylaşımı ve ortak çözüm sınırlıdır,</li><li>• Muhasebe, ölçme ve ödül sistemleri ayrı olup, aralarında uyum yoktur,</li><li>• Satış güçleri ürünleri kendi başlarına satarlar,</li><li>• Kaynaklar yetersiz kullanılır.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Değer halkasının her üyesi toplam değer halkasının başarısını maksimize etmeyi amaçlanır,</li><li>• İşletme ile planlama arasında koordinasyon vardır,</li><li>• Bilgi geniş ölçüde paylaşılır ve sorunlar ortak çözülür,</li><li>• Muhasebe, ölçme ve ödül sistemleri tutarlıdır,</li><li>• Satış bir konsültasyon sürecidir,</li><li>• Kaynaklar paylaşılır.</li></ul> |

İşletmeler krizden en az etkilenecek bir yapı oluşturmak için herşeyden önce içinde bulundukları durumu belirlemelidirler. Çalışanların, ortakların ve tüketicilerin gereksinimlerini dengeli bir şekilde karşılamak ve hatta bu gereksinimlerin ötesine geçmek durumundadırlar. İşletmelerin kriz şartlarında avantajlı olabilmeleri için öncelikle yaşamı devamlı kılma amacını edinmeleri gerekir. Ayrıca, değer artışı, kârlılık ve istikrar amaçları ile yaşamı sürekli kılma amacı arasında optimum bir denge sağlanmalıdır. Krizlerin en önemli nedenleri denge bozukluklarıdır. Tek bir amaca yönelmek, diğer sonuçların gözden kaçırılmasına neden olur.<sup>42</sup>

Diğer yandan işletmeler kriz şartlarında avantajlı olabilmek için amaç belirlerken şu kriterleri gözönünde bulundurmalıdırlar:<sup>43</sup>

- Amaçların en önemlisi tüketici beklentilerinin ötesine geçerek ihtiyaç yaratmak olmalıdır. İyi bir hizmet yerine, alternatifler sunan bir hizmet anlayışı olmalıdır.

- Fiyat belirlenmesinde maliyet + kâr şeklindeki eski yaklaşım terk edilmelidir. Satışların % 80'ini oluşturan ürün kalemlerinde fiyat daha önemlidir ve müşterilerin ödemeye hazır oldukları fiyat düzeyi esas alınmalıdır. Fiyat – imalat maliyeti = kâr yaklaşımı kullanılmalıdır.

<sup>42</sup> Hammer, Champy, a.g.e., s.25.

<sup>43</sup> Erol Eren, "Başarılı Amerikan Şirketlerinin ve Yönetim Sistemlerinin Özellikleri", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, C.17, S.2, Kasım 1988, s.32-34.

- Yatırımlarda mümkün olduğu kadar optimum düzeyde çeşitlendirme yapılmalıdır. Bilgi ve tecrübenin en yüksek olduğu endüstri kolları tercih edilmeli, tecrübe sahibi olunmayan alanlardan uzak durulmalıdır:

- Büyüme politikası dengeli olmalıdır.
- İç talebe güvenmekten vazgeçip, ihracat amaçlanmalıdır. Bu amaçla gelecekteki talep düzeyi büyüme eğiliminde olan ürünler ve pazarlar sürekli izlenerek, fırsatlar değerlendirilmelidir.

- Yeni stratejiler oluşturulurken rekabetçi yönü ağır basanlar tercih edilmelidir.

- Satış artırma amacı yerine, tüketim amacı ele alınmalıdır. Globalleşme süreci içerisinde, üretimde maliyet ve kalite yönünden iyi durumda olan işletmeler kazanacaktır.<sup>44</sup>

- Teknoloji yoğun üretim sistemleri, global pazarlara girişte avantaj sağlayabilir. Ancak, teknoloji yoğun üretim sistemleri sabit maliyetleri artırdığı için, üretim maliyetleri yükselecektir. Rekabette avantaj sağlamak ve kriz şartlarından en az düzeyde etkilenmek için, sabit maliyetlerin önemli bir kısmını değişken maliyete dönüştürmek gerekir. Başka bir ifade ile, teknoloji yerine insana yatırım yapmak daha avantajlıdır. Özellikle şartların çok sık değiştiği kriz dönemlerinde, teknoloji ağırlıklı projelerin yeni duruma uyumlaştırılma esnekliği çok düşüktür. Oysa, satışların azaldığı dönemlerde, ücretleri ve çalışma saatlerini azaltarak, toplam maliyetleri aşağıya çekip, kârı artırmak mümkündür. Uluslar arası şirketler, teknoloji ağırlıklı çalışmak yerine, işgücü maliyetinin düşük olduğu ülkelere yatırımlarını kaydırırlar. Bu şekilde global pazarlarda avantaj elde ederler.<sup>45</sup>

#### 2.5.1.2. Kriz Anında İşletme Yönetimi

Kriz yönetimi, “kriz” olarak nitelenen durumu ortadan kaldırmak için yapılan planlı, sistematik ve rasyonel bir şekilde uygulanan faaliyetler topluluğudur. Sistematik olarak adım adım verilecek kararları, bu kararları uygulayacak ekibi oluşturmayı, uygulama sonuçlarını hızla alarak yeni kararlar vermeyi kapsamına alır. Normal şartlardaki yönetim politikalarının kriz şartlarına cevap vermesi zordur. Kriz

---

<sup>44</sup> Regester, a.g.e., s.18.

<sup>45</sup> Hammer, Champy, a.g.e., s.28.

dönemlerindeki uygulamanın farklı olması gerekir. Krizi normal şartların iş yapma ve karar verme alışkanlıkları ile çözmeye çalışanlar başarısız olurlar.<sup>46</sup>

Kriz dönemlerinde alınan önlemler kadar, bu önlemlerin telaşsız ve başarılı bir şekilde uygulanması da önemlidir. Bir İngiliz çalışma grubu, kriz dönemlerinde alınan önlemler bakımından işletmelerin başarılarını karşılaştırmıştır. Tablo 2.8.'de verilen bu karşılaştırma, aynı önlemlerle bazı işletmelerin başarılı olurken, bazılarının ise başarısız olduklarını göstermektedir.<sup>47</sup>

**Tablo 2.8. Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Almış Oldukları Önlemler**

| <b>İşletmelerin Mücadele Yöntemleri</b> | <b>Başarılı (%)</b> | <b>Başarısız (%)</b> |
|-----------------------------------------|---------------------|----------------------|
| Varlıklarını Azaltmak                   | 93                  | 50                   |
| Yönetimi Değiştirmek                    | 87                  | 60                   |
| Mali Kontrolü Sıklaştırmak              | 70                  | 50                   |
| Maliyetleri Düşürmek                    | 63                  | 90                   |
| Borçlarını Yeniden Yapılandırmak        | 53                  | 20                   |
| Ürün ve Pazar Geliştirmek               | 50                  | 50                   |
| Örgütsel Değişikliğe gitmek             | 47                  | 20                   |
| Başka Şirket Satın Almak                | 30                  | 10                   |
| Yeni Yatırımlara Girmek                 | 30                  | 10                   |

Kriz yönetim planı hazırlarken her işletmenin kullanabileceği hazır bir reçete yoktur. Her işletmenin örgüt kültürü farklıdır ve doğal olarak çözüm planı da farklı olacaktır.<sup>48</sup> Kriz yönetim planı krizi çözmeye yarayacak bir araç olup, kendiliğinden krizi çözmez. Amerika'da en büyük 500 firmanın tepe yöneticileri arasında yapılan bir araştırmaya göre, yöneticilerin % 89'u krizin ölüm ve vergi gibi bir olgu olduğunu kabul etmektedirler. Ancak % 50'si hazırlanmış bir kriz planlarının bulunmadığını belirtmektedirler. Kriz planı olan işletmelerin kriz sürecinin, kriz planı olmayan işletmelerden daha kısa sürdüğü ortaya çıkmıştır. Kriz planı olmayanlarda süre, kriz planı olanlardakinden 2 – 2,5 kat daha uzundur.<sup>49</sup>

<sup>46</sup> Vergil Tüz, a.g.e., s.90.

<sup>47</sup> Regester, a.g.e., s.65.

<sup>48</sup> Hammer, Champy, a.g.e., s.31.

<sup>49</sup> Steven Fink, *Crisis Management, Planning for the Inevitable*, Amacom, New York: 1986, s.66-67.

Kriz şarlarında yetkilerin üst yönetimde yoğunlaşması önerilmekle birlikte, burada amaç tek adam modeli uygulamak değildir. Tersine karar almada ekip çalışmasına her zamankinden daha fazla ihtiyaç duyulur. Kriz dönemlerinde yalnız hareket eden bir yöneticinin yanılabilme ve tehlikeli kararlar alabilme olasılığı yüksektir. Ayrıca tek kişinin karar alması, yaratıcılık yönünden de yeterli olmayabilir.<sup>50</sup> Diğer yandan, kriz dönemlerinde karar almanın önemli bir özelliği de, kararın stres altında alınıyor olmasıdır. Stres altında alınan kararların ise, isabetli olma olasılığı oldukça zayıftır. Bu nedenle, çoğu kez kriz dönemlerinde işletmelerin profesyonel kriz uzmanlarından yardım almaları önerilmektedir.<sup>51</sup>

#### **2.5.1.3. Kriz Sonrası İşletme Yönetimi**

Kriz sonrası işletme yönetimi yapısı, kriz dönemi bittikten sonra geçilmesi gereken yönetim yapısını içerir. Bir yandan krizin tekrarlanmamasına yönelik yönetim yapısı hazırlanırken, diğer yandan tekrar kriz gündeme geldiğinde alınacak acil uygulamalar belirlenir. Krizin tekrar olmamasını tümüyle önlemek olanaksızdır. Önemli olan gerekli önlemleri zamanında almaktır.

Kriz sonrası işletme yönetimi süreci aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:<sup>52</sup>

- A- Kriz sonrası durum analizi yapmak,
  - 1. Kriz sonrası faaliyet ölçeği belirlemek,
  - 2. Kriz sonrası durum doğrultusunda yeni amaç belirlemek,
- B- Kriz öncesi yönetim yapısına dönmek,
  - 1. Merkezi yapılanmadan uzaklaşmak,
  - 2. Diğer kriz öncesi şartları sağlamak.

Kriz sonrası işletme yönetiminin başlangıcını durum analizi yapmak oluşturur. İzleyen aşamada ise kriz öncesi olağan yapıya dönülür.

---

<sup>50</sup> Hammer, Champy, a.g.e., s.56.

<sup>51</sup> Regester, a.g.e., s.82.

<sup>52</sup> Vergiliel Tüz, a.g.e., s.90.121-123.

### 2.5.2. Kriz Dönemlerinde Finansal Yönetim

İşletmelerin örgüt yapıları içerisinde finansal yönetimin önemli bir yeri vardır. Bu önem özellikle küreselleşme sürecinin yoğun olarak yaşandığı son yıllarda giderek artmaya devam etmektedir. Tüm dünyada sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması ve hızlanması, piyasaların genişlemesi, rekabetin yoğunlaşması, iletişim sistemlerinin gelişmesi ve bütün bu gelişmelerin sonucu olarak genel ekonomik politikalarda meydana gelen değişiklikler, işletmelerin finans fonksiyonunu etkileyen önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

İşletmeler faaliyet gösterdikleri ekonomilerde meydana gelen her türlü gelişmeden doğrudan etkilemektedir. Bu nedenle finansal yöneticilerin izleyecekleri politikalar ekonominin genel yapısı ile sınırlıdır. İşletmeler varlıklarını devam ettirebilmek ve başarılı olabilmek için, genel ekonomik gelişmeleri önceden tahmin etmek ve bu gelişmelere uyum sağlamak zorundadırlar.

Günümüzde finansal veya ekonomik kriz kavramı, işletmelerin her türlü planlama faaliyetlerini yaparken dikkate almak zorunda oldukları bir olgu haline gelmiştir. Kriz koşullarına etki eden unsurlar hakkında bir takım araştırmalar yapılmakta<sup>53</sup> ve ileriye yönelik yapılan tahminlerde bu unsurların varlığı analizlere dahil edilmektedir.

Doğurduğu olumsuz sonuçlar gözönünde bulundurularak, girişimcilere ve işletme yöneticilerine finansal kriz dönemlerinden en az hasarla çıkabilmeleri açısından bir takım öneriler yapılmaktadır. Bunların başlıcaları şunlardır;<sup>54</sup>

- Kriz dönemlerinde mümkün olduğu kadar likit kalmak,

<sup>53</sup> Daha ayrıntılı bilgi için, Bkz. Kamuran Malatyalı, "Türkiye'de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma", **İMKB Dergisi**, Sayı:15, (Temmuz/Ağustos/Eylül 2000), s.57-70. Çalışmada yapılan ekonometrik analiz, sermaye akımları ve uluslararası mali yatırımlarda yansıyan tercihlerin Türkiye'deki kriz koşullarının oluşması olasılığını artıran unsurlar olduğu sonucunu göstermiştir. Buna ek olarak enflasyon ve reel sektördeki gelişmelerin de kriz koşullarına etki eden hususlar olduğu ortaya çıkmaktadır. Son olarak, model çalışması Merkez Bankasının, bir para politikası aracı olan, interbank faiz oranlarıyla oynamasının Türkiye'de kriz koşullarını etkileme gücü olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

<sup>54</sup> Chong ve Esearray, a.g.e., s.121-125.; Ali Ceylan, "Ekonomik Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Finansal Yönetim", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2001, s.47-51.

- Etkin nakit yönetimi açısından, finansal bir araç olarak nakit bütçesi ve nakit akım tablolarının hazırlanmasına daha fazla önem vermek,
- Mümkün olduğu kadar peşin satış yapmak ve peşin satışı özendirerek stratejiler geliştirmek,
- Alacakların tahsilat riski arttığı için, müşteri seçimi ve alacak yönetimine normal dönemlerden daha fazla özen göstermek,
- Çok zorunlu olan durumlar dışında sabit sermaye yatırımlarına girişmemek, devam eden yatırımlara ara vermek veya mümkünse vazgeçmek,
- Piyasalarda genel olarak bir daralma süreci yaşandığı için, üretim seviyesini düşürmek ve / veya ürün çeşitlerinden uygun görülenlerin üretimine ara vermek,
- Pazarlama stratejisi olarak, müşteri odaklı pazarlama faaliyetlerini benimsemek.

Görüldüğü gibi yapılan bu öneriler, kriz ortamı oluştuktan veya oluşma belirtileri görüldükten sonra alınacak ve genelde ekonomik olarak küçülmeyi öngören önlemlerdir. Bu şekilde işletmelerin kriz ortamının doğurduğu olumsuzluklardan asgari bir seviyede etkilenmesi amaçlamaktadır.

Finansal kriz dönemlerinde, işletmeler çalışma sermayesi unsurlarının yönetimine daha fazla önem vermek zorundadırlar. Zira, piyasaların likidite sıkıntısı çekmesi, ekonomide daralma sürecinin yaşanması, kredi maliyetlerinin aşırı yükselmesi ve elde edilme olanaklarının son derece azalması, üretim maliyetlerinin yükselmesi ve ilerisi için döviz kurlarının ne olacağının öngörülememesi gibi belirsizlik ve güvensizlik ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlar, etkisini en fazla işletmelerin çalışma sermayesi unsurları üzerinde hissettirmektedir. Girişimcilerin ve işletme yöneticilerinin kontrolü dışında gelişen kriz koşulları karşısında yapılabilecek en makul iş, doğurduğu sonuçlara karşı koruyucu önlemler almaktır.

Ancak, işletmeler açısından bundan daha önemli olan bir husus, kriz öncesi dönemlerde oluşturulan finansal yapının finansal krizlere karşı duyarlılığıdır. Çünkü, kriz öncesi dönemlerde işletmelerin sahip olduğu finansal yapının özellikleri, işletmelerin kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlardan etkilenme derecesi üzerinde önemli bir rol oynamaktadır. Özellikle işletmelerin çalışma sermayesi

unsurlarının, kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlara karşı aşırı duyarlı olması (örneğin, kısa vadeli borç yükünün ağır olması) işletmeleri iflasa kadar götürebilmektedir.

Kriz dönemlerinden en az zararla çıkabilen işletmeler en güçlü işletmeler değil, uyum yeteneği en fazla olan işletmelerdir. Bu nedenle işletmelerin krizler karşısında ayakta kalabilmelerinin tek yolu, krizle mücadele yeteneklerini artırmalarıdır. Krizlerle mücadele uyum yeteneğinin geliştirilmesi ise, ancak stratejik düşünebilmek ve bu düşünce ekseninde analizler yapmakla mümkün olabilmektedir. Küçük işletmeler yapısal özellikleri nedeniyle diğer işletmelere göre daha verimli, özenli ve hesaplı faaliyet göstermek zorundadırlar. Stratejik düşünce ve analizler daha verimli ve hesaplı çalışmanın önemli bir göstergesi sayılabilmektedir. Dolayısıyla, küçük işletmelerin krizle mücadele sürecinde stratejik analizler yapabilmesi ve bu çerçevede kararlar alabilmesi önemli bir avantaj olarak görülebilmektedir.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> İsmet Titiz ve H. İlker Çarıkcı, "Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri ve Küçük İşletme Yöneticilerinin Kriz Dönemine Yönelik Stratejik Düşünce ve Analizleri", Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.Fakültesi Dergisi, C.2, S.1, Nisan 2001, s.213.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERDE ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ

#### 3.1. Amaç ve Sorunsal

Bu bölümde temel olarak, işletmelerin kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi yönetiminde gösterdikleri etkinlik düzeyi ile, kriz sonrası finansal performansları arasındaki ilişkinin yönü ve derecesi finansal oranlar yardımıyla<sup>1</sup> belirlenmeye çalışılmaktadır.

“Çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik” kavramı, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları (cari oran, likidite oranı ve hazır değerler oranı) ile çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarının (dönen varlıkların devir hızı, stokların devir hızı, kısa vadeli ticari alacakların devir hızı, kısa vadeli ticari borçların devir hızı ve nakit dönüşüm süresi), işletmelerin faaliyet sonuçları (kârlılık oranları) üzerindeki “olumlu etkisi” anlamında kullanılmaktadır.

Bu amaca yönelik olarak, 1995-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören 112 üretim ve ticaret şirketinin, kriz öncesi döneme ait 6 yıllık finansal oranları ortalamaları ile, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin tam olarak etkilerinin izlendiği 2001 yılı finansal oranları üzerinde, finansal ve istatistiksel analizler yapılmıştır.

Araştırmada istenilen amaca ulaşabilmek için, aşamalı olarak birbirini izleyen aşağıdaki üç temel sorunun cevapları aranmaktadır.

i. İşletmelerin kriz öncesi dönemlerdeki finansal oranları ile kriz sonrası finansal oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark var mıdır?

---

<sup>1</sup> Finansal oranlar çok sayıdaki finansal verileri özetlemek ve işletmelerin performanslarını karşılaştırmak için uygun bir araçtır. Oran analizleri, hem bir işletmenin tek bir yılına veya birden çok yılına ait analizlerde, hem de farklı işletmeler arasındaki karşılaştırmalarda kullanılabilir. Daha ayrıntılı bilgi için, bkz. Gülser Meriç, *Farklı Sanayi Dallarındaki İşletmelerin Finansal Karakteristiklerinin Karşılaştırılması*, Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Yayınları No: 6, Ankara:1985.

ii. Kriz sonrası finansal yönden başarılı olan işletmeler ile başarısız olan işletmelerin finansal oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark var mıdır?

iii. Çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik ile işletmelerin finansal performansları arasında ne yönde bir ilişki vardır?

### 3.2. Model ve Hipotezler

İşletmelerin faaliyetlerini aksatmadan sürdürebilmeleri için gerekli olan optimum bir çalışma sermayesi ihtiyacı mevcuttur. “*Optimum çalışma sermayesi ihtiyacı*” kavramı, işletme amaçlarını maksimum bir düzeyde realize edebilmek için, ihtiyaç duyulan çalışma sermayesi miktarını ifade etmektedir.<sup>2</sup>

Çalışma sermayesi miktarının istenilen düzeyden daha az olması, faaliyetlerin aksamasına ve işletmelerin yükümlüklerini yerine getirememesine yol açmaktadır. Daha fazla olması ise, işletme kaynaklarının etkin kullanılmadığını göstermektedir. Normal şartlar altında likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur.<sup>3</sup> Likit varlıkların toplam varlıklar içindeki payı arttıkça, işletmelerin sağlayacağı kârlar azalmaktadır. Likidite derecesi yükselen işletmelerin riskliliği azalmakta, kârlılığı ise düşmektedir. Çalışma sermayesinin oluşumu, işletmelerin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir.

Oysa, finansal kriz dönemlerinin doğurduğu olumsuz sonuçlar, yukarıda açıklanan likidite, risk ve kârlılık ilişkisi üzerinde önemli ölçüde değişiklik göstermektedir. Likiditenin en kıymetli unsur haline geldiği finansal kriz dönemlerinde, likidite ile kârlılık arasında doğrusal bir ilişki gözlenmektedir. Başka bir ifade ile, toplam varlıklar içerisinde likit varlıkların payı arttıkça, risklilik azalmakta, kârlılık ise artmaktadır.

Diğer taraftan, finansal kriz dönemlerinde piyasaların rasyonel işleyiş düzeni ve buna bağlı olarak da işletmelerin normal faaliyet akışı bozulmaktadır. Finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar ve bu sonuçların işletme faaliyetleri üzerindeki etkileri daha ziyade işletmelerin çalışma sermayesi unsurları üzerinde yoğunlaşan bir nitelik göstermektedir.

---

<sup>2</sup> Scherr, a.g.e., s.441.

<sup>3</sup> Van Horne, a.g.e., s.359-360.

Yüksek faiz oranları, döviz kurlarındaki aşırı artış ve piyasalardaki likidite darlığı, bir taraftan işletmelerin finansman giderlerini ve buna bağlı olarak kısa vadeli borç yükünü artırırken, diğer taraftan işletmelerin faaliyet kolları ve üretimde ithal girdi kullanım oranlarına bağlı olarak, üretim maliyetlerini yükseltmektedir. Aynı şekilde, diğer faktörlerin bir sonucu olarak toplam talepte oluşan daralma, işletmelerin satış hacimlerinde önemli ölçüde azalmalara yol açmaktadır.

Sonuçta, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ve buna bağlı olarak kârlılık oranları azalmaktadır. Bütün bunlara ilaveten, piyasalarda oluşan belirsizlik ve güvensizlik ortamı, işletmelerin faaliyet ve çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Başka bir ifade ile, finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar, çalışma sermayesi unsurlarının etkin bir şekilde yönetilmesini engellemektedir.

Bu noktada ifade edilmesi gereken önemli bir husus da, finansal kriz dönemlerinde işletmelerin finansal performans düzeylerinin oluşumunda, “*esas faaliyet kârları*” ndan ziyade, “*faaliyet kârları*” nın belirleyici olmasıdır.<sup>4</sup> Zira, bir taraftan yükselen maliyetler ve düşen satış hacimleri, işletmelerin “*esas faaliyet kârlarını*” eritmekte, diğer taraftan işletmelerin kısa vadeli borç yükü ve borçlanma maliyetindeki aşırı artış “*faaliyet kârları*” ve sonuçta “*net dönem kârları*” nı negatife (zarara) dönüştürmektedir. Aksi durum söz konusu olduğunda ise, işletmelerellerindeki likit varlıklardan elde ettikleri yüksek faiz gelirleri ile “*faaliyet kârları*” ve “*net dönem kârları*” nı artırmaktadırlar.

Buraya kadar anlatılan kavramsal çerçeve neticesinde, araştırmanın hipotezleri, araştırma sorularına uyumlu olarak aşağıdaki şekilde oluşturulabilir.

H<sub>1</sub> (1): İşletmelerin kriz öncesi dönemlerdeki finansal oranları ile kriz sonrası finansal oranları arasında anlamlı bir fark vardır.

---

<sup>4</sup> Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi şirketlerin düzenlemek zorunda oldukları gelir tablolarında, Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği’nde “Faaliyet Kârı (Zararı)” olarak geçen kalem “Esas Faaliyet Kârı (Zararı)” olarak, “Olağan Kâr (Zarar)” kalemi ise “Faaliyet Kârı (Zararı)” olarak yer almaktadır. “Faaliyet Kârı (Zararı)” kalemi, “Esas Faaliyet Kârı (Zararı)” kalemine, “Diğer Faaliyet Gelirleri ve Kârlar” kaleminin eklenmesi ve “Diğer Faaliyet Giderleri ve Zararlar” ile “Finansman Giderleri” kalemlerinin çıkarılması suretiyle hesaplanmaktadır. Bkz. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda “Muhasebe Standartları” nı düzenleyen (Seri XI, No:1) tebliğ.

H<sub>1</sub> (2): Kriz sonrası finansal yönden başarılı olan işletmeler ile başarısız olan işletmelerin finansal oranları arasında anlamlı bir fark vardır.

H<sub>1</sub> (3): Çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik ile işletmelerin finansal performansları arasında olumlu yönde bir ilişki vardır.

### 3.3. Yöntem ve Teknikler

Araştırmada istenilen amaca ulaşabilmek için, öncelikle araştırma kapsamına hangi şirketlerin alınacağı ve yapılacak analizlerde hangi finansal oranların kullanılacağı sorularının cevabı aranmıştır. Daha sonraki aşamada ise, elde edilen verilere hangi analiz tekniklerin uygulanacağına karar verilmiştir.

#### 3.3.1. Kapsam

Türkiye son on yıl içerisinde iki büyük finansal kriz yaşamış, doğal olarak bu krizlerin etkileri işletmelerin bilanço ve gelir tablolarına da yansımıştır. 1994 krizinin olumsuz sonuçları aynı yılın bilanço ve gelir tabloları üzerinde etkisini hissettirmiş ve bu olumsuz etki ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak devam etmiştir. 1998 yılına kadar devam eden bilanço ve gelir tablolarındaki iyileşme süreci, 1999 yılında yaşanan deprem felaketi ile kısmen sektörel de olsa sekteye uğramıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin olumsuz sonuçları ise, tam olarak işletmelerin 2001 yılı bilanço ve gelir tablolarına yansımıştır.

İşletmelerin 2001 krizi öncesi dönemlerde sahip oldukları çalışma sermayesi yapılarının, krizden etkilenme dereceleri üzerindeki etkisini belirlemeyi amaçladığımız araştırmada, kriz öncesi dönemi temsilen 1995-2000 yılları arası ele alınmıştır.

Araştırma kapsamına İMKB'de işlem gören 112 üretim ve ticaret şirketi alınmış olup, bu şirketlerin listesi EK 1'de sunulmuştur. Araştırma kapsamına alınan şirketlerin seçiminde aşağıdaki kriterler gözönünde bulundurulmuştur.

- Hisselerinin İMKB'de işlem görüyor olması,<sup>5</sup>

<sup>5</sup> İMKB'de işlem gören şirketler dışında ele alınan tüm dönemler için bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları mevcut olan işletme bulma zorluğundan dolayı, araştırma kapsamına alınan tüm şirketler, hisseleri İMKB'de işlem gören şirketler içerisinde seçilmiştir.

- Kriz öncesi dönemi temsilen 1995-2000 yılları arası ve 2001 yılı ait bilanço ve gelir tablolarının tamamının mevcut olması,
- Belirtilen dönemler arasındaki tüm yıllarda şirketin faal durumda olması,
- Belirtilen dönemler arasında finansal tabloların homojenliğini bozacak bir gelişmenin yaşanmamış olması,<sup>6</sup>
- Çalışma sermayesi yönetiminin daha çok önem arz ettiği, üretim veya ticaret şirketi olması.

Araştırma kapsamına banka, holding, sigorta şirketi vb. mali kuruluşlar ile finansal oranları üretim ve ticaret şirketlerinden çok farklı özellikler gösteren hizmet sektörü şirketleri dahil edilmemiştir. Araştırma kapsamına alınan şirketlerin sektörel dağılımı ise Tablo 3.1. deki gibidir.

**Tablo 3.1. Araştırma Kapsamına Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı**

| Sektörler                    | Firma Sayısı | Sektörler                 | Firma Sayısı |
|------------------------------|--------------|---------------------------|--------------|
| 1. Tekstil ve Konfeksiyon    | 19           | 8. Kağıt - Basın ve Yayın | 7            |
| 2. Gıda – İçki – Tütün       | 16           | 9. Otomotiv               | 6            |
| 3. Çimento                   | 15           | 10. İnşaat Malzemeleri    | 3            |
| 4. Metal Ana Sanayii         | 11           | 11. Teknoloji             | 3            |
| 5. Metal Eşya                | 10           | 12. Ağaç - Orman Ürünleri | 3            |
| 6. İlaç – Kimya              | 10           | 13. Cam – Porselen        | 2            |
| 7. Petrol – Plastik – Lastik | 7            | <b>Toplam</b>             | <b>112</b>   |

Öncelikle araştırma kapsamına alınan şirketlerin, kriz öncesi dönemi temsilen 1995 - 2000 yılları ve 2001 yılına ait bilanço ve gelir tabloları İMKB’ nin internet sitesi ve çeşitli dergilerden elde edilerek, bilgisayar ortamında “*excel çalışma sayfası*” olarak düzenlenmiştir. Analizlerde kullanılması düşünülen finansal oranlar, bilanço ve gelir tablosu rakamları üzerinden hesaplanıp, Excel ve SPSS 7.5 for Windows (Statistical Package for Social Science) paket programlarına girilmiştir.

<sup>6</sup> Yıllar itibarı ile finansal tablo rakamları üzerinde sağlıklı bir karşılaştırmanın yapılabilmesi için, 1995-2001 yılları arasında şirket birleşmesi yaşamış, iştiraklerinden bir veya birden fazlası ile finansal tabloları konsolide edilmiş şirketler araştırma kapsamına alınmamıştır.

Daha sonra, ele alınan şirketler kriz sonrası finansal yönden başarılı olanlar ve başarısız olanlar olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Bu işlem yapılırken birinci bölümde değinilen “*finansal başarısızlık halleri*” gözönünde bulundurulmuş ve “*kriz sonrası finansal olarak başarısız sayılan şirketler*” in tespitinde aşağıda sayılan kriterler esas alınmıştır.

- Toplam borçların toplam aktifleri aşmış olması (şirketin öz sermayesini kaybetmiş olması),
- 2001 yılı ve geçmiş yıllar zararı toplamının toplam aktiflerin % 10’nu aşması,
- 1999, 2000 ve 2001 yıllarında üç yıl üst üste zarar etmiş olmak.

Bu kriterler göz önünde bulundurulduğunda (kriterlerden birisinin varlığı yeterli sayılmıştır), 112 şirketten 49’u kriz sonrası finansal başarısız bulunmuştur. Hemen belirtmek gerekir ki, bu 49 işletmenin 13’ü kriz öncesi verilere göre de finansal başarısız durumdadır. Finansal başarısız sayılan şirketlerin sektörel dağılımı ise Tablo 3.2. deki gibidir.

**Tablo 3.2. Kriz Sonrası Finansal Başarısız Sayılan Şirketlerin Sektörel Dağılımı**

| Sektörler                    | Toplam<br>Şirket Sayısı | Finansal Başarısız<br>Sayılan Şirket Sayısı | Sektör<br>İçerisindeki Oranı (%) |
|------------------------------|-------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------|
| 1. Tekstil ve Konfeksiyon    | 19                      | 11                                          | 57,89                            |
| 2. Gıda – İçki – Tütün       | 16                      | 9                                           | 56,25                            |
| 3. Çimento                   | 15                      | 2                                           | 13,33                            |
| 4. Metal Ana Sanayi          | 11                      | 6                                           | 54,55                            |
| 5. Metal Eşya                | 10                      | 5                                           | 50,00                            |
| 6. İlaç – Kimya              | 10                      | 4                                           | 40,00                            |
| 7. Petrol – Plastik – Lastik | 7                       | 2                                           | 28,57                            |
| 8. Kağıt - Basın ve Yayın    | 7                       | 3                                           | 42,86                            |
| 9. Otomotiv                  | 6                       | 4                                           | 66,67                            |
| 10. İnşaat Malzemeleri       | 3                       | 1                                           | 33,33                            |
| 11. Teknoloji                | 3                       | 2                                           | 66,67                            |
| 12. Ağaç - Orman Ürünleri    | 3                       | -                                           | 0                                |
| 13. Cam – Porselen           | 2                       | -                                           | 0                                |
| <b>Toplam</b>                | <b>112</b>              | <b>49</b>                                   | <b>43,75</b>                     |

### 3.3.2. Temel Finansal Oranlar

Araştırmada kullanılan finansal oranlar; çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları, çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları, varlık dağılımı ve finansal yapı oranları, kârlılık oranları olmak üzere dört gruptan oluşmaktadır. Oranların nasıl hesaplandığı ve nasıl yorumlandıkları birinci bölümde ayrıntılı olarak verilmiş olup, kullanılan oranların tespitinde büyük ölçüde finansal başarısızlık tahmin modellerinden yararlanılmıştır.

**Tablo 3.3. Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar**

#### 1. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları

- $X_1$  : Cari Oran
- $X_2$  : Likidite Oranı
- $X_3$  : Hazır Değerler Oranı

#### 2. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları

- $X_4$  : Dönen Varlıkların Devir Hızı
- $X_5$  : Stokların Devir Hızı
- $X_6$  : Kısa Vadeli Ticari Alacakların Devir Hızı
- $X_7$  : Kısa Vadeli Ticari Borçların Devir Hızı
- $X_8$  : Nakit Dönüşüm Süresi

#### 3. Varlık Dağılımı ve Finansal Yapı Oranları

- $X_9$  : Dönen Varlıklar / Toplam Aktifler
- $X_{10}$  : Stoklar / Dönen Varlıklar
- $X_{11}$  : Toplam Borçlar / Toplam Aktifler
- $X_{12}$  : Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Borçlar

#### 4. Kârlılık Oranları<sup>7</sup>

- $X_{13}$  : Brüt Kâr Oranı
- $X_{14}$  : Esas Faaliyet Kâr Oranı
- $X_{15}$  : Faaliyet Kâr Oranı
- $X_{16}$  : Net Kâr Oranı
- $X_{17}$  : Toplam Aktiflerin Kârlılık Oranı
- $X_{18}$  : Öz Sermayenin Kârlılık Oranı

<sup>7</sup> Kârlılık oranları ( $X_{13}$ ,  $X_{14}$ ,  $X_{15}$ ,  $X_{16}$ ,  $X_{17}$ ,  $X_{18}$ ) % olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.4. Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin 1995-2001 Yılları Arasındaki Finansal Oran Ortalamaları

|                 | 1995   |          | 1996   |          | 1997   |          | 1998   |          | 1999   |          | 2000   |          | 1995-2000 Ort. |          | 2001   |          |
|-----------------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|----------------|----------|--------|----------|
|                 | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.           | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. |
| X <sub>1</sub>  | 1,79   | 0,82     | 1,84   | 0,82     | 1,98   | 0,80     | 1,92   | 0,83     | 1,71   | 0,99     | 1,72   | 0,70     | 1,82           | 0,76     | 1,63   | 0,79     |
| X <sub>2</sub>  | 1,24   | 0,79     | 1,30   | 0,81     | 1,32   | 0,75     | 1,315  | 0,68     | 1,23   | 0,90     | 1,19   | 0,59     | 1,27           | 0,66     | 1,11   | 0,59     |
| X <sub>3</sub>  | 0,38   | 0,41     | 0,38   | 0,42     | 0,40   | 0,49     | 0,39   | 0,48     | 0,39   | 0,79     | 0,30   | 0,41     | 0,37           | 0,51     | 0,28   | 0,37     |
| X <sub>4</sub>  | 2,30   | 1,17     | 2,40   | 1,20     | 2,49   | 1,24     | 2,64   | 1,32     | 2,36   | 1,16     | 2,44   | 1,13     | 2,39           | 1,12     | 2,45   | 1,24     |
| X <sub>5</sub>  | 7,36   | 6,98     | 7,46   | 6,87     | 7,55   | 7,14     | 7,99   | 7,39     | 7,29   | 5,97     | 7,80   | 6,30     | 7,49           | 6,03     | 7,47   | 7,71     |
| X <sub>6</sub>  | 6,62   | 5,86     | 6,72   | 5,42     | 6,82   | 6,00     | 8,20   | 7,10     | 7,22   | 6,31     | 6,86   | 4,65     | 7,07           | 5,41     | 7,12   | 5,11     |
| X <sub>7</sub>  | 9,51   | 7,89     | 9,63   | 7,76     | 9,75   | 7,03     | 14,18  | 11,18    | 10,91  | 10,29    | 10,51  | 8,18     | 10,75          | 8,98     | 10,92  | 9,50     |
| X <sub>8</sub>  | 103,33 | 80,36    | 106,66 | 84,23    | 109,98 | 87,36    | 105,60 | 81,68    | 108,48 | 104,03   | 101,21 | 85,99    | 105,83         | 88,14    | 103,23 | 69,54    |
| X <sub>9</sub>  | 0,62   | 0,17     | 0,62   | 0,17     | 0,62   | 0,17     | 0,62   | 0,17     | 0,62   | 0,17     | 0,62   | 0,17     | 0,62           | 0,16     | 0,63   | 0,17     |
| X <sub>10</sub> | 0,31   | 0,17     | 0,30   | 0,16     | 0,30   | 0,16     | 0,32   | 0,16     | 0,31   | 0,15     | 0,31   | 0,16     | 0,31           | 0,15     | 0,32   | 0,16     |
| X <sub>11</sub> | 0,54   | 0,18     | 0,53   | 0,17     | 0,51   | 0,17     | 0,50   | 0,17     | 0,55   | 0,17     | 0,54   | 0,18     | 0,52           | 0,16     | 0,61   | 0,26     |
| X <sub>12</sub> | 0,78   | 0,17     | 0,75   | 0,16     | 0,75   | 0,17     | 0,74   | 0,17     | 0,77   | 0,16     | 0,76   | 0,15     | 0,76           | 0,14     | 0,76   | 0,16     |
| X <sub>13</sub> | 28,85  | 12,36    | 29,86  | 12,20    | 31,36  | 12,53    | 30,65  | 12,59    | 28,80  | 12,05    | 25,67  | 11,38    | 29,20          | 11,72    | 29,04  | 12,16    |
| X <sub>14</sub> | 9,35   | 7,35     | 13,32  | 8,25     | 14,85  | 9,36     | 15,55  | 9,22     | 12,59  | 8,93     | 9,20   | 8,62     | 13,50          | 8,17     | 13,12  | 11,49    |
| X <sub>15</sub> | 6,32   | 7,85     | 8,85   | 7,85     | 11,32  | 9,35     | 12,00  | 11,57    | 8,33   | 13,80    | 6,64   | 13,06    | 9,89           | 11,19    | 0,04   | 25,39    |
| X <sub>16</sub> | 5,01   | 8,31     | 6,08   | 9,03     | 8,11   | 8,53     | 8,11   | 8,51     | 4,64   | 11,09    | 4,00   | 10,70    | 6,27           | 8,47     | - 3,07 | 22,13    |
| X <sub>17</sub> | 5,71   | 14,51    | 8,13   | 11,31    | 10,14  | 11,22    | 12,81  | 14,52    | 6,71   | 12,21    | 6,32   | 9,62     | 9,71           | 11,42    | 1,04   | 16,41    |
| X <sub>18</sub> | 14,12  | 26,21    | 22,21  | 29,54    | 28,21  | 38,51    | 33,12  | 44,91    | 16,03  | 31,12    | 14,11  | 25,33    | 24,21          | 32,39    | - 9,24 | 72,61    |

Tablo 3.5. Kriz Sonrası Finansal Başarılı Olan İşletmelerin 1995-2001 Yılları Arasındaki Finansal Oran Ortalamaları

|                 | 1995  |          | 1996  |          | 1997  |          | 1998  |          | 1999   |          | 2000  |          | 1995-2000 Ort. |          | 2001  |          |
|-----------------|-------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|----------|--------|----------|-------|----------|----------------|----------|-------|----------|
|                 | Ort.  | St. Sap. | Ort.  | St. Sap. | Ort.  | St. Sap. | Ort.  | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.  | St. Sap. | Ort.           | St. Sap. | Ort.  | St. Sap. |
| X <sub>1</sub>  | 2,00  | 0,81     | 2,08  | 0,84     | 2,17  | 0,88     | 2,14  | 0,89     | 1,968  | 1,17     | 2,00  | 0,72     | 2,06           | 0,83     | 2,06  | 0,75     |
| X <sub>2</sub>  | 1,43  | 0,74     | 1,45  | 0,75     | 1,48  | 0,76     | 1,46  | 0,76     | 1,435  | 1,08     | 1,39  | 0,61     | 1,44           | 0,74     | 1,43  | 0,56     |
| X <sub>3</sub>  | 0,48  | 0,53     | 0,50  | 0,56     | 0,52  | 0,58     | 0,48  | 0,54     | 0,521  | 0,99     | 0,41  | 0,45     | 0,48           | 0,60     | 0,43  | 0,44     |
| X <sub>4</sub>  | 2,58  | 1,17     | 2,68  | 1,22     | 2,78  | 1,26     | 2,78  | 1,30     | 2,479  | 1,19     | 2,52  | 1,11     | 2,50           | 1,13     | 2,63  | 1,38     |
| X <sub>5</sub>  | 7,56  | 5,88     | 7,66  | 5,96     | 7,77  | 6,05     | 7,84  | 6,52     | 7,314  | 5,90     | 7,93  | 6,00     | 7,56           | 5,88     | 8,21  | 8,83     |
| X <sub>6</sub>  | 8,40  | 5,78     | 8,51  | 5,86     | 8,62  | 5,94     | 8,90  | 7,16     | 7,727  | 6,17     | 7,13  | 4,24     | 7,49           | 5,16     | 8,02  | 5,75     |
| X <sub>7</sub>  | 14,42 | 11,82    | 14,76 | 12,10    | 15,10 | 12,38    | 15,60 | 12,52    | 13,087 | 12,29    | 12,07 | 9,19     | 12,68          | 10,39    | 12,98 | 10,95    |
| X <sub>8</sub>  | 92,08 | 58,17    | 92,35 | 59,35    | 92,61 | 59,52    | 93,34 | 60,96    | 93,353 | 63,90    | 87,36 | 56,60    | 92,05          | 58,70    | 89,57 | 52,07    |
| X <sub>9</sub>  | 0,62  | 0,17     | 0,61  | 0,17     | 0,60  | 0,17     | 0,61  | 0,18     | 0,628  | 0,17     | 0,63  | 0,17     | 0,62           | 0,17     | 0,64  | 0,16     |
| X <sub>10</sub> | 0,31  | 0,14     | 0,32  | 0,15     | 0,32  | 0,15     | 0,33  | 0,16     | 0,300  | 0,14     | 0,30  | 0,14     | 0,30           | 0,14     | 0,30  | 0,15     |
| X <sub>11</sub> | 0,47  | 0,16     | 0,45  | 0,15     | 0,43  | 0,14     | 0,44  | 0,17     | 0,471  | 0,15     | 0,45  | 0,16     | 0,45           | 0,15     | 0,46  | 0,17     |
| X <sub>12</sub> | 0,79  | 0,15     | 0,76  | 0,15     | 0,74  | 0,15     | 0,75  | 0,17     | 0,792  | 0,16     | 0,77  | 0,15     | 0,77           | 0,14     | 0,77  | 0,15     |
| X <sub>13</sub> | 29,56 | 12,26    | 30,06 | 12,47    | 30,57 | 12,68    | 30,40 | 12,88    | 29,387 | 12,33    | 26,29 | 12,05    | 29,38          | 12,18    | 30,89 | 12,13    |
| X <sub>14</sub> | 14,16 | 8,14     | 15,49 | 8,91     | 16,81 | 9,67     | 16,22 | 9,51     | 14,022 | 8,93     | 10,72 | 7,78     | 14,57          | 8,38     | 16,40 | 8,86     |
| X <sub>15</sub> | 13,96 | 12,14    | 14,37 | 12,50    | 14,78 | 12,85    | 14,97 | 12,59    | 13,174 | 15,16    | 11,73 | 10,39    | 13,83          | 12,03    | 14,38 | 15,09    |
| X <sub>16</sub> | 8,85  | 8,97     | 9,39  | 9,52     | 9,92  | 10,06    | 9,98  | 9,15     | 8,199  | 12,33    | 7,92  | 7,69     | 9,04           | 9,17     | 8,96  | 9,24     |
| X <sub>17</sub> | 11,81 | 10,82    | 13,13 | 11,91    | 14,39 | 13,23    | 14,38 | 13,13    | 10,56  | 13,04    | 10,28 | 8,91     | 12,51          | 11,38    | 11,65 | 11,39    |
| X <sub>18</sub> | 28,83 | 28,58    | 30,19 | 30,09    | 31,58 | 31,39    | 32,71 | 31,84    | 25,31  | 31,29    | 22,54 | 21,29    | 28,48          | 28,29    | 26,39 | 28,81    |

Tablo 3.6. Kriz Sonrası Finansal Başarısız Olan İşletmelerin 1995-2001 Yılları Arasındaki Finansal Oran Ortalamaları

|                 | 1995   |          | 1996   |          | 1997   |          | 1998   |          | 1999   |          | 2000   |          | 1995-2000 Ort. |          | 2001   |          |
|-----------------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|----------------|----------|--------|----------|
|                 | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | Ort.           | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. |
| X <sub>1</sub>  | 1,47   | 0,51     | 1,56   | 0,53     | 1,64   | 0,57     | 1,64   | 0,65     | 1,38   | 0,53     | 1,36   | 0,47     | 1,51           | 0,52     | 1,08   | 0,39     |
| X <sub>2</sub>  | 1,02   | 0,46     | 1,07   | 0,48     | 1,13   | 0,50     | 1,13   | 0,53     | 0,97   | 0,50     | 0,92   | 0,45     | 1,04           | 0,46     | 0,71   | 0,30     |
| X <sub>3</sub>  | 0,24   | 0,33     | 0,25   | 0,35     | 0,27   | 0,37     | 0,27   | 0,36     | 0,21   | 0,34     | 0,15   | 0,30     | 0,23           | 0,32     | 0,09   | 0,10     |
| X <sub>4</sub>  | 2,27   | 1,10     | 2,38   | 1,16     | 2,49   | 1,21     | 2,46   | 1,33     | 2,21   | 1,11     | 2,32   | 1,16     | 2,26           | 1,10     | 2,23   | 1,00     |
| X <sub>5</sub>  | 7,51   | 6,37     | 7,87   | 6,67     | 8,23   | 6,98     | 8,18   | 8,44     | 7,25   | 6,12     | 7,64   | 6,72     | 7,41           | 6,28     | 6,51   | 5,93     |
| X <sub>6</sub>  | 7,11   | 6,22     | 7,20   | 6,30     | 7,30   | 6,39     | 7,30   | 7,01     | 6,56   | 6,48     | 6,52   | 5,16     | 6,54           | 5,73     | 5,97   | 3,92     |
| X <sub>7</sub>  | 8,87   | 6,43     | 10,95  | 9,71     | 13,02  | 9,44     | 12,37  | 8,98     | 8,10   | 5,95     | 8,49   | 6,21     | 8,26           | 5,99     | 8,28   | 6,41     |
| X <sub>8</sub>  | 123,64 | 105,51   | 122,54 | 103,58   | 121,44 | 101,65   | 121,36 | 100,89   | 127,92 | 138,08   | 119,01 | 111,30   | 124,55         | 103,22   | 120,79 | 84,40    |
| X <sub>9</sub>  | 0,64   | 0,16     | 0,63   | 0,16     | 0,63   | 0,16     | 0,64   | 0,16     | 0,61   | 0,16     | 0,61   | 0,17     | 0,63           | 0,16     | 0,61   | 0,18     |
| X <sub>10</sub> | 0,31   | 0,17     | 0,31   | 0,17     | 0,32   | 0,17     | 0,32   | 0,17     | 0,31   | 0,17     | 0,32   | 0,18     | 0,32           | 0,17     | 0,34   | 0,17     |
| X <sub>11</sub> | 0,63   | 0,13     | 0,60   | 0,13     | 0,58   | 0,13     | 0,58   | 0,14     | 0,64   | 0,14     | 0,65   | 0,14     | 0,61           | 0,13     | 0,82   | 0,22     |
| X <sub>12</sub> | 0,76   | 0,17     | 0,74   | 0,16     | 0,73   | 0,17     | 0,74   | 0,17     | 0,75   | 0,16     | 0,74   | 0,15     | 0,74           | 0,15     | 0,74   | 0,18     |
| X <sub>13</sub> | 28,84  | 11,16    | 30,00  | 11,61    | 30,46  | 11,79    | 30,98  | 12,35    | 28,05  | 11,76    | 24,87  | 10,53    | 28,98          | 11,22    | 26,67  | 11,90    |
| X <sub>14</sub> | 11,99  | 7,66     | 13,38  | 8,85     | 13,99  | 8,94     | 14,69  | 8,87     | 10,75  | 8,67     | 7,25   | 9,32     | 12,13          | 7,76     | 8,91   | 13,10    |
| X <sub>15</sub> | 4,09   | 6,99     | 6,17   | 6,00     | 8,24   | 8,65     | 8,20   | 8,87     | 2,10   | 8,55     | 0,09   | 13,30    | 4,81           | 7,49     | -18,40 | 24,07    |
| X <sub>16</sub> | 1,92   | 6,03     | 3,82   | 6,22     | 5,01   | 6,66     | 5,70   | 6,99     | 5,21   | 7,07     | -1,04  | 11,93    | 2,69           | 5,84     | -18,53 | 24,25    |
| X <sub>17</sub> | 3,14   | 8,61     | 7,63   | 8,22     | 10,51  | 10,12    | 10,59  | 11,11    | 1,64   | 8,71     | 1,24   | 7,89     | 6,04           | 10,49    | -12,69 | 10,78    |
| X <sub>18</sub> | 11,21  | 23,62    | 23,79  | 21,17    | 30,14  | 34,49    | 33,69  | 29,31    | 0,039  | 26,53    | 3,31   | 26,14    | 18,69          | 36,58    | -55,14 | 85,54    |

### 3.3.3. Veri Analiz Teknikleri

Araştırmada kullanılan veriler analiz edilirken, yıllar itibariyle finansal oranlar ortalamaları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için çift yönlü Z testi,<sup>8</sup> farklı finansal oranlar arasındaki ilişkinin yönünü ve derecesini belirlemek için ise korelasyon analizi olmak üzere iki temel istatistiksel teknik kullanılmıştır.

### 3.4. Kısıtlar

Araştırma sonucunda elde edilen bulguların doğru değerlendirilip yorumlanması açısından, bazı noktaların gözönünde bulundurulması gerekmektedir. Bunların başlıcaları şunlardır:

i. Çalışma sermayesi yönetiminde etkinliğin finansal kriz dönemlerinde işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkilerini belirlenmeyi amaçladığımız çalışmamızda, işletmelerin bilanço ve gelir tablolarındaki veriler esas alınmıştır.

ii. Araştırma amaçları arasında sektörel bir analiz yapmak bulunmamaktadır. Ele alınan örneklem finansal krizlerin sektörel etkilerini ölçmek için yeterince büyük ve uygun değildir.

iii. Araştırma sonucunda işletmelerin ele alınan finansal oranlarına ilişkin rakamsal bir tespit yapma amacı güdülmemiştir. Araştırmada kullanılan finansal oranlar, işletmelerin finansal krizlerden etkilenme derecesini belirlemede bir araç olarak ele alınmıştır.

iv. Araştırma sonucunda elde edilen bulguların ve varılan sonuçların doğruluğu ve güvenilirliği, araştırma kapsamına alınan işletmelerin bilanço ve gelir tablolarında yer alan bilgilerin, işletmelerin gerçek durumlarını yansıtma oranıyla doğrudan ilişkilidir. İşletmelerin gerçek durumları ile, bilanço ve gelir tablolarında yer alan bilgileri arasındaki farklılık, kaçınılmaz olarak araştırma sonuçlarına da yansımaktadır.

---

<sup>8</sup> Örneklem büyüklüğü 30'dan büyük olan  $\sigma_1^2$  ve  $\sigma_2^2$  varyanslı iki kitlenin ortalamaları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını incelemek için, en uygun yöntem çift yönlü Z testidir. Bkz. Ayşe Apaydın, Alaettin Kutsal, Cemal Atakan, Uygulamalı İstatistik, Ankara: 1994, s.216.

**Tablo 3.7. Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin Kriz Öncesi Finansal Oran Ortalamaları ile Kriz Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)**

|                 | 1995-2000 Ort. |          | 2001   |          | Hipotez Testi                   |                                 | Z Değerleri  |                    | Test Sonucu    |                |
|-----------------|----------------|----------|--------|----------|---------------------------------|---------------------------------|--------------|--------------------|----------------|----------------|
|                 | Ort.           | St. Sap. | Ort.   | St. Sap. | H <sub>0</sub>                  | H <sub>1</sub>                  | Z Hesaplanan | Z Tablo (α = 0,05) | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |
| X <sub>1</sub>  | 1,82           | 0,76     | 1,63   | 0,79     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 1,2581       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>2</sub>  | 1,27           | 0,66     | 1,11   | 0,59     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 1,2770       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>3</sub>  | 0,37           | 0,51     | 0,28   | 0,37     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 1,0877       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>4</sub>  | 2,39           | 1,12     | 2,45   | 1,24     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -0,2785      | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>5</sub>  | 7,49           | 6,03     | 7,47   | 7,71     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 0,0179       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>6</sub>  | 7,07           | 5,41     | 7,12   | 5,11     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -0,0501      | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>7</sub>  | 10,75          | 8,98     | 10,92  | 9,50     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -0,0990      | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>8</sub>  | 105,83         | 88,14    | 103,23 | 69,54    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 0,1741       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>9</sub>  | 0,62           | 0,16     | 0,63   | 0,17     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -0,1258      | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>10</sub> | 0,31           | 0,15     | 0,32   | 0,16     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -0,4088      | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>11</sub> | 0,52           | 0,16     | 0,61   | 0,26     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -2,1313      | ±1,9599            | RED            | KABUL          |
| X <sub>12</sub> | 0,76           | 0,14     | 0,76   | 0,16     | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | -0,0341      | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>13</sub> | 29,20          | 11,72    | 29,04  | 12,16    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 0,0715       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>14</sub> | 13,50          | 8,17     | 13,12  | 11,49    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 0,1962       | ±1,9599            | KABUL          | RED            |
| X <sub>15</sub> | 9,89           | 11,19    | 0,04   | 25,39    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 2,5295       | ±1,9599            | RED            | KABUL          |
| X <sub>16</sub> | 6,27           | 8,47     | - 3,07 | 22,13    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 2,7975       | ±1,9599            | RED            | KABUL          |
| X <sub>17</sub> | 9,71           | 11,42    | 1,04   | 16,41    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 3,1659       | ±1,9599            | RED            | KABUL          |
| X <sub>18</sub> | 24,21          | 32,39    | - 9,24 | 72,61    | μ <sub>1</sub> = μ <sub>2</sub> | μ <sub>1</sub> ≠ μ <sub>2</sub> | 2,9966       | ±1,9599            | RED            | KABUL          |

**Tablo 3.8. Finansal Başarılı Olan İşletmelerin Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)**

|                 | 1995-2000 Ort. |       | 2001  |          | Hipotez Testi   |                    | Z Değerleri             |                                        | Test Sonucu    |                |
|-----------------|----------------|-------|-------|----------|-----------------|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------|----------------|
|                 | Ort.           | Ort.  | Ort.  | St. Sap. | H <sub>0</sub>  | H <sub>1</sub>     | Z <sub>Hesaplanan</sub> | Z <sub>Tablo</sub> ( $\alpha = 0,05$ ) | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |
| X <sub>1</sub>  | 2,06           | 0,83  | 2,06  | 0,75     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,0267                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>2</sub>  | 1,44           | 0,74  | 1,43  | 0,56     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,1136                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>3</sub>  | 0,48           | 0,60  | 0,43  | 0,44     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,5401                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>4</sub>  | 2,50           | 1,13  | 2,63  | 1,38     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,5467                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>5</sub>  | 7,56           | 5,88  | 8,21  | 8,83     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,4449                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>6</sub>  | 7,49           | 5,16  | 8,02  | 5,75     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,5081                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>7</sub>  | 12,68          | 10,39 | 12,98 | 10,95    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,1465                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>8</sub>  | 92,05          | 58,70 | 89,57 | 52,07    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,2362                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>9</sub>  | 0,62           | 0,17  | 0,64  | 0,16     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,7363                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>10</sub> | 0,30           | 0,14  | 0,30  | 0,15     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,1473                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>11</sub> | 0,45           | 0,15  | 0,46  | 0,17     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,1625                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>12</sub> | 0,77           | 0,14  | 0,77  | 0,15     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,0000                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>13</sub> | 29,38          | 12,18 | 30,89 | 12,13    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,6528                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>14</sub> | 14,57          | 8,38  | 16,40 | 8,86     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -1,1106                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>15</sub> | 13,83          | 12,03 | 14,38 | 15,09    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,2099                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>16</sub> | 9,04           | 9,17  | 8,96  | 9,24     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,0479                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>17</sub> | 12,51          | 11,38 | 11,65 | 11,39    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,3684                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>18</sub> | 28,48          | 28,29 | 26,39 | 28,81    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,3857                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |

**Tablo 3.9. Finansal Başarısız Olan İşletmelerin Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)**

|                 | 1995-2000 Ort. |          | 2001    |          | Hipotez Testi   |                    | Z Değerleri  |                             | Test Sonucu    |                |
|-----------------|----------------|----------|---------|----------|-----------------|--------------------|--------------|-----------------------------|----------------|----------------|
|                 | Ort.           | St. Sap. | Ort.    | St. Sap. | H <sub>0</sub>  | H <sub>1</sub>     | Z Hesaplanan | Z Tablo ( $\alpha = 0,05$ ) | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |
| X <sub>1</sub>  | 1,51           | 0,52     | 1,08    | 0,39     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 5,0274       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>2</sub>  | 1,04           | 0,46     | 0,71    | 0,30     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 4,5155       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>3</sub>  | 0,23           | 0,32     | 0,09    | 0,10     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 3,2968       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>4</sub>  | 2,26           | 1,10     | 2,23    | 1,00     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,1359       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>5</sub>  | 7,41           | 6,28     | 6,51    | 5,93     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,7703       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>6</sub>  | 6,54           | 5,73     | 5,97    | 3,92     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,6241       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>7</sub>  | 8,26           | 5,99     | 8,28    | 6,41     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,0152      | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>8</sub>  | 124,55         | 103,22   | 120,79  | 84,40    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,2068       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>9</sub>  | 0,63           | 0,16     | 0,61    | 0,18     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,7040       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>10</sub> | 0,32           | 0,17     | 0,34    | 0,17     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,7808      | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>11</sub> | 0,61           | 0,13     | 0,82    | 0,22     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -5,7056      | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>12</sub> | 0,74           | 0,15     | 0,74    | 0,18     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,0316      | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>13</sub> | 28,98          | 11,22    | 26,67   | 11,90    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,0474       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>14</sub> | 12,13          | 7,76     | 8,91    | 13,10    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,5274       | $\pm 1,9599$                | KABUL          | RED            |
| X <sub>15</sub> | 4,81           | 7,49     | - 18,40 | 24,07    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 6,5084       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>16</sub> | 2,69           | 5,84     | - 18,53 | 24,25    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 5,9925       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>17</sub> | 6,04           | 10,49    | - 12,69 | 10,78    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 9,2012       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |
| X <sub>18</sub> | 18,69          | 36,58    | - 55,14 | 85,54    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 5,6527       | $\pm 1,9599$                | RED            | KABUL          |

**Tablo 3.10. Finansal Başarılı Olan İşletmeler ile Finansal Başarısız Olan İşletmelerin Kriz Öncesi Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)**

|                 | Finansal Başarılı |          | Finansal Başarısız |          | Hipotez Testi   |                    | Z Değerleri             |                                        | Test Sonucu    |                |
|-----------------|-------------------|----------|--------------------|----------|-----------------|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------|----------------|
|                 | Ort.              | St. Sap. | Ort.               | St. Sap. | H <sub>0</sub>  | H <sub>1</sub>     | Z <sub>Hesaplanan</sub> | Z <sub>Tablo</sub> ( $\alpha = 0,05$ ) | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |
| X <sub>1</sub>  | 2,06              | 0,83     | 1,51               | 0,52     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 4,2874                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>2</sub>  | 1,44              | 0,74     | 1,04               | 0,46     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 3,4985                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>3</sub>  | 0,48              | 0,60     | 0,23               | 0,32     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 2,8663                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>4</sub>  | 2,50              | 1,13     | 2,26               | 1,10     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,1363                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>5</sub>  | 7,56              | 5,88     | 7,41               | 6,28     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,1315                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>6</sub>  | 7,49              | 5,16     | 6,54               | 5,73     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,9058                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>7</sub>  | 12,68             | 10,39    | 8,26               | 5,99     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 2,8284                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>8</sub>  | 92,05             | 58,70    | 124,55             | 103,22   | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -1,9704                 | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>9</sub>  | 0,62              | 0,17     | 0,63               | 0,16     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,3557                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>10</sub> | 0,30              | 0,14     | 0,32               | 0,17     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -0,5648                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>11</sub> | 0,45              | 0,15     | 0,61               | 0,13     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -6,0464                 | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>12</sub> | 0,77              | 0,14     | 0,74               | 0,15     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,9217                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>13</sub> | 29,38             | 12,18    | 28,98              | 11,22    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,1794                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>14</sub> | 14,57             | 8,38     | 12,13              | 7,76     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,5907                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>15</sub> | 13,83             | 12,03    | 4,81               | 7,49     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 4,8610                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>16</sub> | 9,04              | 9,17     | 2,69               | 5,84     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 4,4573                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>17</sub> | 12,51             | 11,38    | 6,04               | 10,49    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 3,1299                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>18</sub> | 28,48             | 28,29    | 18,69              | 36,58    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,5485                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |

Tablo 3.11. Finansal Başarılı Olan İşletmeler ile Finansal Başarısız Olan İşletmelerin Kriz Sonrası Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü (% 95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)

|                 | Finansal Başarılı |          | Finansal Başarısız |          | Hipotez Testi   |                    | Z Değerleri             |                                        | Test Sonucu    |                |
|-----------------|-------------------|----------|--------------------|----------|-----------------|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------|----------------|
|                 | Ort.              | St. Sap. | Ort.               | St. Sap. | H <sub>0</sub>  | H <sub>1</sub>     | Z <sub>Hesaplanan</sub> | Z <sub>Tablo</sub> ( $\alpha = 0,05$ ) | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |
| X <sub>1</sub>  | 2,06              | 0,75     | 1,08               | 0,39     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 9,0063                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>2</sub>  | 1,43              | 0,56     | 0,71               | 0,30     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 8,6268                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>3</sub>  | 0,43              | 0,44     | 0,09               | 0,10     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 5,9794                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>4</sub>  | 2,63              | 1,38     | 2,23               | 1,00     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,7842                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>5</sub>  | 8,21              | 8,83     | 6,51               | 5,93     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,2134                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>6</sub>  | 8,02              | 5,75     | 5,97               | 3,92     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 2,2367                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>7</sub>  | 12,98             | 10,95    | 8,28               | 6,41     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 2,8409                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>8</sub>  | 89,57             | 52,07    | 120,79             | 84,40    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -2,2747                 | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>9</sub>  | 0,64              | 0,16     | 0,61               | 0,18     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,0639                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>10</sub> | 0,30              | 0,15     | 0,34               | 0,17     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -1,2709                 | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>11</sub> | 0,46              | 0,17     | 0,82               | 0,22     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | -9,3287                 | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>12</sub> | 0,77              | 0,15     | 0,74               | 0,18     | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 0,7546                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>13</sub> | 30,89             | 12,13    | 26,67              | 11,90    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 1,8481                  | $\pm 1,9599$                           | KABUL          | RED            |
| X <sub>14</sub> | 16,40             | 8,86     | 8,91               | 13,10    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 3,4378                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>15</sub> | 14,38             | 15,09    | - 18,40            | 24,07    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 8,3421                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>16</sub> | 8,96              | 9,24     | - 18,53            | 24,25    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 7,5208                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>17</sub> | 11,65             | 11,39    | - 12,69            | 10,78    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 11,5755                 | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |
| X <sub>18</sub> | 26,39             | 28,81    | - 55,14            | 85,54    | $\mu_1 = \mu_2$ | $\mu_1 \neq \mu_2$ | 6,3963                  | $\pm 1,9599$                           | RED            | KABUL          |

### 3.5. Bulguların Değerlendirilmesi

#### 3.5.1. Kriz Öncesi ve Sonrası Finansal Oranların Karşılaştırılması

Finansal krizlerin ortaya çıkardığı olumsuz sonuçların işletmeler üzerindeki etkileri gözönünde bulundurularak, araştırma hipotezlerinden birincisi; “H<sub>1</sub> (1): İşletmelerin kriz öncesi dönemlerdeki finansal oranları ile kriz sonrası finansal oranları arasında anlamlı bir fark vardır”, şeklinde kurulmuştur. Tablo 3.12. incelendiğinde görülmektedir ki, kriz öncesi ve sonrası değerler itibarıyla istatistiksel olarak anlamlı farklılık gösteren finansal oranlar, araştırma kapsamına alınan tüm işletmeler, finansal başarılı işletmeler ve finansal başarısız işletmeler ayırımına göre değişmektedir.

**Tablo 3.12. Kriz Öncesi ve Sonrası Aralarında Anlamlı Farklılık Olan Finansal Oranlar**

|                                                              | Araştırma Kapsamına<br>Alınan Tüm İşletmeler<br>(Tablo 3.7.) | Finansal Başarılı<br>İşletmeler<br>(Tablo 3.8.) | Finansal Başarısız<br>İşletmeler<br>(Tablo 3.9.) |
|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| <b>1. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları</b>       |                                                              |                                                 |                                                  |
| X <sub>1</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| X <sub>2</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| X <sub>3</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| <b>2. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları</b> |                                                              |                                                 |                                                  |
| X <sub>4</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>5</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>6</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>7</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>8</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| <b>3. Varlık Dağılımı ve Finansal Yapı Oranları</b>          |                                                              |                                                 |                                                  |
| X <sub>9</sub>                                               | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>10</sub>                                              | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>11</sub>                                              | Var                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| X <sub>12</sub>                                              | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| <b>4. Kârlılık Oranları</b>                                  |                                                              |                                                 |                                                  |
| X <sub>13</sub>                                              | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>14</sub>                                              | Yok                                                          | Yok                                             | Yok                                              |
| X <sub>15</sub>                                              | Var                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| X <sub>16</sub>                                              | Var                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| X <sub>17</sub>                                              | Var                                                          | Yok                                             | Var                                              |
| X <sub>18</sub>                                              | Var                                                          | Yok                                             | Var                                              |

Araştırma kapsamına alınan 112 işletmenin kriz öncesi ve sonrası finansal oranları karşılaştırıldığında, incelenen 18 finansal orandan sadece 5’inde (toplam

borç / toplam aktifler, faaliyet kâr oranı, net kâr oranı, toplam aktiflerin kârlılık oranı ve öz sermayenin kârlılık oranı) istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir.

Kriz öncesi ve sonrası değerler itibariyle çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ve çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarının hiçbirinde anlamlı bir farklılık olmadığı anlaşılmaktadır. Varlık dağılımı ve finansal yapı oranları içerisinde ise, sadece “toplam borç / toplam aktifler” oranında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucu yükselen faiz oranları, araştırma kapsamına alınan 112 işletmenin 1995-2000 yılları arasında ortalama 0,52 olan “toplam borç / toplam aktifler” oranının, 2001 yılı sonu itibariyle 0,61’e yükselmesine neden olmuştur (Tablo 3.7.).

Faiz oranlarında ve işletmelerin borç yükünde meydana gelen bu artış, kriz öncesi ve sonrası değerler itibariyle “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermemesine rağmen, “faaliyet kâr oranı”nın % 9,89’dan % 0,04’e, “net kâr oranı”nın ise % 6,27’den % - 3,07’ye düşmesine neden olmuştur. Net kâr oranlarındaki bu sert düşüş, işletmelerin “toplam aktiflerin kârlılık oranı”nın % 9,71’den % 1,04’e, “öz sermaye kârlılık oranı”nın ise % 24,21’den % - 9,24’e düşmesine neden olmuştur (Tablo 3.7.).

Tablo 3.12.’de görüldüğü gibi, finansal başarılı işletmelerin kriz öncesi ve sonrası finansal oranları karşılaştırıldığında, incelenen 18 finansal orandan hiçbirinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı halde, finansal başarısız işletmelerin kriz öncesi ve sonrası finansal oranları karşılaştırıldığında ise, incelenen 18 finansal orandan 8’inde (cari oran, likidite oranı, hazır değerler oranı, toplam borç / toplam aktifler, faaliyet kâr oranı, net kâr oranı, toplam aktiflerin kârlılık oranı ve öz sermayenin kârlılık oranı) istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir. Bu durum işletmeler arasında finansal başarılı – finansal başarısız ayırımında kullanılan kriterlerin tutarlılığını göstermektedir.

Kriz sonrası ortaya çıkan yüksek faiz oranları, döviz kurlarındaki aşırı artış ve piyasalardaki likidite darlığı, bir taraftan işletmelerin finansman giderlerini ve buna

bağlı olarak kısa vadeli borç yükünü artırırken, diğer taraftan işletmelerin faaliyet kolları ve üretimde ithal girdi kullanım oranlarına göre, üretim maliyetlerini yükseltmiştir. Finansal krizlerin bu olumsuz etkileri, en açık şekliyle finansal başarısız işletmeler ve onların finansal tablolarında yer alan veriler üzerinden hesaplanan finansal oranları üzerinde görülmektedir.

Finansal başarısız işletmelerin, kriz öncesi veriler açısından finansal başarılı işletmelere göre oransal olarak daha düşük olan çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları, kriz sonrası daha da düşerek bu işletmeleri kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getiremeyecek bir konuma sürüklemiştir. Bu işletmelerin kriz öncesi ortalama değerler itibariyle “cari oran”, “likidite oranı” ve “hazır değerler oranı” sırası ile 1,51, 1,04 ve 0,23 iken, aynı oranlar kriz sonrası yine sırası ile 1,08, 0,71 ve 0,09’e düşmüştür (Tablo 3.9.).

Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranlarındaki bu düşüş, doğal olarak finansal başarısız işletmelerin “toplam borç / toplam aktifler” ve kârlılık oranlarına da yansımış bulunmaktadır. 1995-2000 yılları arasında ortalama 0,61 olan “toplam borç / toplam aktifler” oranı, 2001 yılı sonu itibariyle 0,82’e yükselmiş, “faaliyet kâr oranı” % 4,81’den % - 18,40’a, “net kâr oranı” % 2,69’dan % - 18,53’e, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” % 6,04’den % - 12,69’a, “öz sermaye kârlılık oranı” ise % 18,69’dan % - 55,14’e düşmüştür (Tablo 3.9.). Bu işletmelerin büyük bir çoğunluğu öz sermayelerini kaybetmiş durumdadır.

Elde edilen bu sonuçlar, ikinci bölümde değinilen işletmelerin kriz öncesi dönemlerde sahip oldukları finansal yapının krize karşı duyarlı olduğu tezini doğrulamaktadır.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Kriz öncesi dönemlerde işletmelerin sahip olduğu finansal yapının özellikleri, işletmelerin kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlardan etkilenme derecesi üzerinde önemli bir rol oynamaktadır. Özellikle işletmelerin çalışma sermayesi unsurlarının, kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlara aşırı duyarlı olması, işletmeleri iflasa kadar götürebilmektedir. Bkz. Habib Ahmed, “Responses in Output to Monetary Shocks and the Interest Rate: A Rational Expectations Model with Working Capital”, *Economics Letters*, Vol:61, 1998, s.351-358.

### 3.5.2. Finansal Başarılı İşletmeler İle Finansal Başarısız İşletmelerin Finansal Oranlarının Karşılaştırılması

İşletmelerin çalışma sermayesi yönetiminde gösterdikleri etkililiğin finansal performansları üzerindeki etkisini görebilmek için, kriz sonrası finansal başarılı olan işletmeler ile finansal başarısız olan işletmelerin, kriz öncesi ve sonrası finansal oranlarını karşılaştırmalı olarak analiz etmek gerekmektedir.

**Tablo 3.13. Finansal Başarılı İşletmeler ile Finansal Başarısız İşletmelerin Kriz Öncesi ve Sonrası Aralarında Anlamlı Farklılık Olan Finansal Oranları**

|                                                       | Kriz Öncesi<br>Finansal Oranlar<br>(Tablo 3.10.) | Kriz Sonrası<br>Finansal Oranlar<br>(Tablo 3.11.) |
|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 1. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları       |                                                  |                                                   |
| X <sub>1</sub>                                        | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>2</sub>                                        | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>3</sub>                                        | Var                                              | Var                                               |
| 2. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları |                                                  |                                                   |
| X <sub>4</sub>                                        | Yok                                              | Yok                                               |
| X <sub>5</sub>                                        | Yok                                              | Yok                                               |
| X <sub>6</sub>                                        | Yok                                              | Var                                               |
| X <sub>7</sub>                                        | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>8</sub>                                        | Var                                              | Var                                               |
| 3. Varlık Dağılımı ve Finansal Yapı Oranları          |                                                  |                                                   |
| X <sub>9</sub>                                        | Yok                                              | Yok                                               |
| X <sub>10</sub>                                       | Yok                                              | Yok                                               |
| X <sub>11</sub>                                       | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>12</sub>                                       | Yok                                              | Yok                                               |
| 4. Kârlılık Oranları                                  |                                                  |                                                   |
| X <sub>13</sub>                                       | Yok                                              | Yok                                               |
| X <sub>14</sub>                                       | Yok                                              | Var                                               |
| X <sub>15</sub>                                       | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>16</sub>                                       | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>17</sub>                                       | Var                                              | Var                                               |
| X <sub>18</sub>                                       | Yok                                              | Var                                               |

Yöntem ve teknikler başlığı altında verilen finansal başarısızlık kriterleri göz önünde bulundurulduğunda, araştırma kapsamına alınan 112 işletmeden 49'u kriz sonrası finansal başarısız bulunmuştur. Finansal başarılı işletmeler ile finansal başarısız işletmelerin kriz öncesi finansal oranları karşılaştırıldığında, incelenen 18 finansal orandan 9'unda istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu tespit

edilmiştir. Kriz sonrası finansal oranlar karşılaştırıldığında ise, incelenen 18 finansal orandan aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilen oran sayısı 9'dan 12'ye çıkmaktadır. Bu oranlar Tablo 3.13.'de verilmiştir.

Finansal başarılı olan işletmeler ile finansal başarısız olan işletmelerin, kriz öncesi çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranlarının tümünde, çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarından ise “kısa vadeli ticari borçların devir hızı” ile “nakit dönüşüm süresi” oranlarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Finansal başarılı olan işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları, finansal başarısız işletmelerin oranlarından belirgin bir şekilde yüksek çıkmıştır. Kriz öncesi değerler itibariyle finansal başarılı işletmelerin “cari oranı”, “likidite oranı” ve “hazır değerler oranı” sırası ile 2,06, 1,44 ve 0,48 iken, aynı oranlar finansal başarısız işletmeler için 1,51, 1,04 ve 0,23'tür. Ayrıca, finansal başarılı işletmelerin “kısa vadeli ticari borç devir hızı” finansal başarısız işletmelerin devir hızından daha yüksek, “nakit dönüşüm süresi” ise daha kısadır. Finansal başarılı işletmelerin “kısa vadeli ticari borç devir hızı” 12,68 iken, finansal başarısız işletmelerin 8,26'dır. İncelenen diğer devir hızlarında kriz öncesi değerler açısından anlamlı bir farklılık tespit edilmemiş olmamasına rağmen, kısa vadeli ticari borçların daha etkin bir şekilde yönetilmiş olmasının bir sonucu olarak, finansal başarılı işletmelerin “nakit dönüşüm süresi” 92,05 gün olarak hesaplanırken, finansal başarısız işletmelerde aynı süre 124,55 gündür (Tablo 3.10.).

Kriz öncesi değerler açısından finansal başarılı işletmeler ile finansal başarısız işletmelerin varlık dağılımı ve finansal yapı oranları içerisinde istatistiksel olarak anlamlı farklılık bulunan tek oran, “toplam borç / toplam aktifler” oranıdır. Finansal başarılı işletmelerin kriz öncesi “toplam borç / toplam aktifler oranı” 0,45 iken, finansal başarısız işletmelerin aynı oranı 0,61'dir. Finansal başarılı işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminde göstermiş oldukları etkinlik düzeyi ve toplam borç yüklerinin oransal olarak düşüklüğü, sonuçta kârlılık oranlarına da yansımış bulunmaktadır. Finansal başarılı işletmeler ile finansal başarısız işletmelerin “faaliyet kâr oranı”, “net kâr oranı” ve “toplam aktiflerin kârlılık oranı” kriz öncesi değerler açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermektedir. Belirtilen oranlar

finansal başarılı işletmeler için sırası ile % 13,83, % 9,04 ve % 12,51 iken, finansal başarısız işletmeler için aynı oranlar % 4,81, % 2,69 ve % 6,04'tür (Tablo 3.10.). Elde edilen bu sonuçlar, işletmelerin çalışma sermayesi unsurlarında göstermiş oldukları etkinlik düzeyinin, finansal performansları üzerinde etkili olduğu hipotezimizi doğrulamaktadır.

Finansal başarılı işletmeler ile başarısız işletmeler arasında kriz öncesi istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gösteren oranların tümü, kriz sonrası da aynı özelliklerini güçlendirerek devam ettirmektedirler. Kriz sonrası bu finansal oranlara ilaveten, finansal başarılı işletmeler ile başarısız işletmelerin finansal oranları arasında “kısa vadeli ticari alacakların devir hızı”, “esas faaliyet kâr oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” nında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gösterdiği tespit edilmiştir (Tablo 3.13.).

Kriz sonrası piyasalarda oluşan çok ciddi likidite sıkıntısına rağmen, finansal başarılı işletmeler daha etkin alacak yönetiminin bir sonucu olarak, kriz öncesi döneme ait ortalama 7,49 olan “kısa vadeli ticari alacaklarının devir hızı”nı 8,21’e (Tablo 3.8.) yükseltme başarısını gösterirken, finansal başarısız işletmelerin aynı oranı 6,54’den 5,97’ye (Tablo 3.9.) düşmüştür. Bu durum finansal başarılı işletmeler ile finansal başarısız işletmeler arasında, çalışma sermayesi yönetiminde gösterilen etkinlik düzeyi farklılığına önemli bir örnek oluşturmaktadır.

Kriz sonrası oluşan tablo üzerinde değinilmesi gereken önemli bir nokta da, finansal başarısız işletmelerin “esas faaliyet kâr oranı”ndaki düşüştür. Zira, kriz öncesi finansal başarısız işletmelerin ortalama % 12,13 olan ve finansal başarılı işletmeler ile istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermeyen “esas faaliyet kâr oranı”, kriz sonrası % 8,91’e (Tablo 3.9.) düşmüştür. Esas faaliyet kâr oranındaki bu düşüş, finansal başarısız olan işletmelerin sadece finansman giderlerini değil, faaliyet giderlerini de optimum bir düzeyde tutma güçlüğü yaşadıklarını göstermektedir.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Dönemsel olarak kısa vadeli borçlanmanın maliyetinin az olmasından kaynaklanan kârlılık avantajı, finansal kriz dönemlerinde yok olmakta ve dezavantaja dönüşebilmektedir. Çünkü risk karşılığında sağlanacak verimle dengelenmemiş olabilmektedir. Likidite avantajının üretim maliyetlerini düşürmede çok önemli rol oynadığı finansal kriz dönemlerinde, finansal başarısız işletmeler bu avantajı kullanamamaktadır. Bkz. Ahmed, a.g.e., s.352.; Özdemir. Akmut, “Çalışma Sermayesi Analizi”, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:12, Özel Sayı, 1996, s.12.

### 3.5.3. Çalışma Sermayesi Yönetimi İle Finansal Performans Arasındaki İlişki

Kriz sonrası finansal başarılı olan işletmeler ile finansal başarısız olan işletmelerin finansal oranlarının karşılaştırılması sonucu, kriz öncesi ve sonrası çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranlarının tümünde, çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarından ise, kriz öncesi “kısa vadeli ticari borçların devir hızı” ile “nakit dönüşüm süresi” oranlarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunduğunu tespit etmiştik. Kriz sonrası bu oranlara “kısa vadeli ticari alacakların devir hızı” da dahil olmuştu. Oranlar arasında yapılan hipotez testlerinden elde edilen bu sonuçlar, işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminde göstermiş oldukları etkinlik düzeyi ile finansal performansları arasında bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Genel olarak çalışma sermayesi yönetiminde gösterilen etkinlik düzeyi ile finansal performans arasında tespit edilen bu ilişkinin yönünü ve derecesini ise, farklı finansal oranlar arasında yapılacak korelasyon analizi sonucu belirlemek mümkündür.

**Tablo 3.14. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları ile Kârlılık Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları**

|                 | Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları |                      |                      |
|-----------------|----------------------------------------------|----------------------|----------------------|
|                 | X <sub>1</sub>                               | X <sub>2</sub>       | X <sub>3</sub>       |
| X <sub>13</sub> | 0,065<br>P = 0,495                           | 0,106<br>P = 0,265   | 0,088<br>P = 0,359   |
| X <sub>14</sub> | 0,127<br>P = 0,181                           | 0,088<br>P = 0,357   | 0,141<br>P = 0,138   |
| X <sub>15</sub> | 0,605**<br>P = 0,000                         | 0,614**<br>P = 0,000 | 0,664**<br>P = 0,000 |
| X <sub>16</sub> | 0,547**<br>P = 0,000                         | 0,592**<br>P = 0,000 | 0,617**<br>P = 0,000 |
| X <sub>17</sub> | 0,487**<br>P = 0,000                         | 0,482**<br>P = 0,000 | 0,507**<br>P = 0,000 |
| X <sub>18</sub> | 0,279**<br>P = 0,003                         | 0,300**<br>P = 0,001 | 0,315**<br>P = 0,001 |

\* Korelasyon katsayısının 0,05 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

\*\* Korelasyon katsayısının 0,01 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.14’de görüldüğü gibi, çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ile “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. İşletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ile kârlılık oranları arasında, en güçlü ilişkinin “faaliyet kâr oranı” ile olduğu

anlaşılmaktadır. Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi ile kârlılık oranları arasında “faaliyet kâr oranı” ile başlayan bu doğrusal ilişki giderek azalan bir ölçüde “net kâr oranı”, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” ile devam etmektedir.

Tablo 3.14.’de dikkat çekici olan diğer bir nokta ise, çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları içerisinde kârlılık oranları ile en yüksek korelasyon katsayısına sahip oranın “hazır değerler oranı”nın olmasıdır. “Hazır değerler oranı” ile “faaliyet kâr oranı” arasındaki korelasyon katsayısı 0,664 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuç, işletmelerin “hazır değerler oranı” ile “faaliyet kâr oranı” arasında doğrusal ve güçlü bir ilişkinin varlığını göstermektedir. “Hazır değerler oranı”nın kârlılık oranları ile olan korelasyon katsayılarının “cari oran” ve “likidite oranı”nın kârlılık oranları ile korelasyon katsayılarından daha büyük olması, işletmelerin finansal performans düzeylerinin oluşumunda esas faaliyet kârlarından daha çok, faaliyet dışı kârlarının belirleyici olduğunu göstermektedir.

**Tablo 3.15. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları ile Kârlılık Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları**

|                 | Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları |                        |                       |                        |                        |
|-----------------|----------------------------------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
|                 | X <sub>4</sub>                                     | X <sub>5</sub>         | X <sub>6</sub>        | X <sub>7</sub>         | X <sub>8</sub>         |
| X <sub>13</sub> | - 0,437**<br>P = 0,000                             | - 0,281**<br>P = 0,003 | - 0,199*<br>P = 0,035 | - 0,347**<br>P = 0,000 | 0,336**<br>P = 0,000   |
| X <sub>14</sub> | - 0,335**<br>P = 0,000                             | - 0,376**<br>P = 0,000 | - 0,118<br>P = 0,215  | - 0,168<br>P = 0,077   | 0,312**<br>P = 0,001   |
| X <sub>15</sub> | - 0,034<br>P = 0,726                               | - 0,026<br>P = 0,787   | 0,294**<br>P = 0,002  | 0,117<br>P = 0,220     | - 0,277**<br>P = 0,003 |
| X <sub>16</sub> | - 0,003<br>P = 0,974                               | 0,030<br>P = 0,750     | 0,265**<br>P = 0,005  | 0,111<br>P = 0,244     | - 0,326**<br>P = 0,000 |
| X <sub>17</sub> | 0,287**<br>P = 0,002                               | 0,181<br>P = 0,056     | 0,472**<br>P = 0,000  | 0,268*<br>P = 0,004    | - 0,304**<br>P = 0,001 |
| X <sub>18</sub> | 0,372**<br>P = 0,000                               | 0,250**<br>P = 0,008   | 0,479**<br>P = 0,000  | 0,267*<br>P = 0,004    | - 0,406**<br>P = 0,000 |

\* Korelasyon katsayısının 0,05 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

\*\* Korelasyon katsayısının 0,01 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.15.’de yer alan çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları ile kârlılık oranları arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde, çok güçlü ilişkilerin bulunmadığı dikkati çekmektedir. Bununla birlikte, istatistiksel olarak anlamlı sayılabilecek ilişkilerin başlıcaları şunlardır:

i. İşletmelerin “dönen varlık devir hızı” ile “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” arasında ters yönlü, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” arasında doğrusal zayıf bir ilişki bulunmaktadır.<sup>11</sup>

ii. “Stokların devir hızı” ile “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” arasında ters yönlü, “öz sermaye kârlılık oranı” arasında doğrusal zayıf bir ilişki bulunmaktadır.<sup>12</sup>

iii. “Kısa vadeli ticari alacakların devir hızı” ile “faaliyet kâr oranı”, “net kâr oranı”, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” arasında doğrusal zayıf bir ilişki bulunmaktadır.

iv. “Kısa vadeli ticari borçların devir hızı” ile “brüt kâr oranı”, arasında ters yönlü zayıf bir ilişki bulunmaktadır.

v. İşletmelerin “nakit dönüşüm süresi” ile “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” arasında doğrusal, “faaliyet kâr oranı”, “net kâr oranı”, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” arasında ters yönlü zayıf bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 3.15.’te dikkat çekici olan önemli bir nokta ise, genel olarak işletmelerin çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları (nakit dönüşüm süresi hariç) ile “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” arasında ters yönlü, “faaliyet kâr oranı”, “net kâr oranı”, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” arasında doğrusal bir ilişkinin bulunmasıdır.

İstatistiksel olarak elde edilen bu sonuçlar şu şekilde yorumlanabilir. İşletmelerin çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarını artırıp, nakit dönüşüm süreleri kısaltmaları, satışlar üzerinden hesaplanan brüt ve esas faaliyet kâr tutarlarını oransal olarak azaltmasına rağmen, etkin bir nakit yönetimi

<sup>11</sup> Genel olarak dönen varlık devir hızının yüksek çıkması, dönen varlıkların etkin ve verimli kullanıldığının bir göstergesidir. Satışların kârlılığı düşük olsa dahi, dönen varlık devir hızının yüksek olması toplam varlıkların ve öz sermayenin kârlılığını artırır. Bkz. Gitman, *Principles of Managerial Finance*, s.658.

<sup>12</sup> Stokların devir hızı artıkça, işletme kaynakları daha kısa süre ile stoklara bağlanmış olacağından işletmeler daha az çakılma sermayesi ihtiyacı duyarlar. Bu durum işletmelerin stok bulundurma maliyeti ve finansman ihtiyacını azaltır. Dolayısıyla, stok devir hızı yüksek olan işletmeler rekabet avantajı yakalayabilmek için, satışlar üzerinden daha düşük kâr oranına razı olabilirler. Bkz. Brigham ve Gapenski, a.g.e., s.521.

göstermelerinin bir sonucu olarak daha az yabancı kaynağa ihtiyaç duymalarına ve finansman giderlerini minimize etmelerine yardımcı olmaktadır. Sonuçta bu işletmelerin “faaliyet kâr oranı”, “net kâr oranı”, “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” yükselmektedir. Tersî durumda işletmelerin nakit dönüşüm sürelerini uzatmak suretiyle, satış artırıcı çaba içerisine girmeleri nispi olarak “brüt kâr oranı” ve “esas faaliyet kâr oranı” artırmasına rağmen, özellikle finansman giderlerindeki meydana gelen artış, başta “faaliyet kâr oranı” olmak üzere diğer kârlılık oranlarını düşürmektedir.

Bu bağlamda üzerinde durulması gereken bir nokta da, işletmelerin finansal performans düzeylerinin oluşumunda hangi kârlılık oranının daha belirleyici olduğudur. Daha önceki bölümlerde finansal yönetimin temel amacının firma değerini maksimum kılmak olduğunu ifade edilmişti. Araştırma kapsamına işletmelerin piyasa (borsa) değerini ölçen piyasa verileri alınmadığı için, işletmelerin temel amacının hissedarlarının servetini maksimize etmek olduğunu varsayarsak, bunun yolu hissedarların işletmeye koymuş oldukları öz sermayenin kârlılık oranını mümkün olduğunca artırmaktan geçmektedir.

Tam rekabet piyasalarında fiyat bir veri olduğu için, işletmeler fiyat üzerinde çok fazla oynayamamaktadırlar. Dolayısıyla gelir tablolarında yer alan brüt satış kârı ve esas faaliyet kârı, farklı dönemler itibari ile tutar olarak değişse bile oransal olarak pek değişmemektedir. Nitekim araştırmamız kapsamında ele alınan 112 işletmenin kriz öncesi ve kriz sonrası brüt kâr oranı ve esas faaliyet kâr oranlarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir (Tablo 3.7.).

**Tablo 3.16. Satışların Kârlılık Oranları ile Toplam Aktiflerin Kârlılık Oranı ve Öz Sermaye Kârlılık Oranı Arasındaki Korelasyon Katsayıları**

|          | $X_{13}$             | $X_{14}$             | $X_{15}$             | $X_{16}$             |
|----------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| $X_{17}$ | 0,179<br>P = 0,059   | 0,407**<br>P = 0,047 | 0,805**<br>P = 0,000 | 0,810**<br>P = 0,000 |
| $X_{18}$ | - 0,012<br>P = 0,903 | 0,221*<br>P = 0,019  | 0,615**<br>P = 0,000 | 0,648**<br>P = 0,000 |

\* Korelasyon katsayısının 0,05 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

\*\* Korelasyon katsayısının 0,01 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.16. incelendiğinde, işletmelerin “brüt kâr oranı” ile “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” arasında anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Satışlar üzerinden hesaplanan kârlılık oranlarıyla “toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” arasındaki ilişki zayıf bir şekilde de olsa “esas faaliyet kâr oranı” ile başlamakta, “faaliyet kâr oranı” ile güçlenerek devam etmektedir. “Toplam aktiflerin kârlılık oranı” ve “öz sermaye kârlılık oranı” ile satışlar üzerinden hesaplanan kârlılık oranları arasında en güçlü ilişki “net kâr oranı” ile olan ilişkidir.



## SONUÇ

Çalışma sermayesi ve çalışma sermayesi tutarındaki değişimler, işletme yöneticileri, işletmeye kredi veren finans kurumları ve işletme ile ilgili olan değişik çevreler açısından büyük bir önem taşımaktadır. Çalışma sermayesi tutarının yetersiz olması veya ekonomik bir şekilde kullanılmaması, işletmelerin başarılı olamamalarının temel nedenlerinden birisidir. İş hayatında geleceği parlak olabilecek bir çok işletme, çalışma sermayesi yetersizliği nedeniyle zor duruma düşmüş, tasfiye olunmuşlardır.

İşletmelerin çalışma sermayesi tutarının istenilen düzeyden daha az olması, faaliyetlerinin aksamasına ve yükümlüklerini yerine getirememesine yol açmaktadır. Daha fazla olması ise, işletme kaynaklarının etkin kullanılmadığını göstermektedir. Normal şartlar altında likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Likit varlıkların toplam varlıklar içindeki payı arttıkça, işletmelerin sağlayacağı kârlar azalmaktadır. Likidite derecesi yükselen işletmelerin riskliliği azalmakta, kârlılığı ise düşmektedir. Çalışma sermayesinin oluşumu, işletmelerin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir.

Finansal kriz dönemlerinin doğurduğu olumsuz sonuçlar, yukarıda açıklanan likidite, risk ve kârlılık ilişkisini önemli ölçüde değiştirmektedir. Likiditenin en kıymetli unsur haline geldiği finansal kriz dönemlerinde, likidite ile kârlılık arasında doğrusal bir ilişki gözlenmektedir. Başka bir ifade ile, toplam varlıklar içerisinde likit varlıkların payı arttıkça, risklilik azalmakta, kârlılık ise artmaktadır.

Bu çalışmada, işletmelerin kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi yönetiminde gösterdikleri etkinlik düzeyinin, kriz sonrası işletmelerin finansal performansları ile arasındaki ilişkinin yönünü ve derecesini finansal oranlar yardımıyla belirlemeye çalışmak amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak, 1995-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören 112 üretim ve ticaret şirketinin, kriz öncesi döneme ait 6 yıllık finansal oranları ortalamaları ile, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin tam olarak etkilerinin izlendiği 2001 yılı finansal oranları arasında, finansal ve istatistiksel analizler yapılmıştır.

Yapılan finansal ve istatistiksel analizlerden elde edilen sonuçlar şunlardır:

i. Finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar, çalışma sermayesi unsurlarının etkin bir şekilde yönetilmesini engellemektedir. Finansal kriz dönemlerinde yüksek faiz oranları, döviz kurlarındaki aşırı artış ve piyasalardaki likidite darlığı, işletmelerin finansman giderlerini ve üretim maliyetlerini yükseltmektedir. Aynı şekilde, diğer faktörlerin bir sonucu olarak toplam talepte oluşan daralma, işletmelerin satış hacimlerinde önemli ölçüde azalmalara yol açmaktadır. Sonuçta, işletmelerin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ve buna bağlı olarak kârlılık oranları azalmaktadır.

Araştırma kapsamına alınan 112 işletmenin incelen 18 finansal oranının incelenmesi sonucunda, kriz sonrası işletmelerin “toplam borç / toplam aktifler” oranının 0.52’den 0.61’e çıktığı ve faaliyet kâr oranının % 9.89’dan % 0.04’e, net kâr oranının % 6.27’den % - 3.07’ye, toplam aktiflerin kârlılık oranının % 9,71’den % 1,04’e, öz sermaye kârlılık oranının ise % 24,21’den % - 9,24’e düştüğü tespit edilmiştir.

ii. İşletmelerin kriz öncesi çalışma sermayesi yönetiminde göstermiş oldukları etkinlik düzeyinin, kriz sonrası finansal performansları üzerindeki etkisini belirleyebilmek amacı ile, finansal başarılı ve başarısız işletmelerin kriz öncesi ve sonrası finansal oranları karşılaştırılmıştır.

Finansal başarılı olan işletmeler ile finansal başarısız olan işletmelerin, kriz öncesi çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranlarının tümünde, çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarından ise kısa vadeli ticari borçların devir hızı ile nakit dönüşüm süresi oranlarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Finansal başarılı işletmelerin kriz öncesi toplam borç / toplam aktifler oranı 0,45 iken, finansal başarısız işletmelerin aynı oranı 0,61’dir. Finansal başarılı işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminde göstermiş oldukları etkinlik düzeyi ve toplam borç yüklerinin oransal olarak düşüklüğü, sonuçta kârlılık oranlarına da yansımış bulunmaktadır. Elde edilen bu sonuçlar, işletmelerin çalışma sermayesi unsurlarında göstermiş oldukları etkinlik düzeyinin, finansal performansları üzerinde etkili olduğu hipotezimizi doğrulamaktadır.

iii. Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ile kârlılık oranları arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde, çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları içerisinde kârlılık oranları ile en yüksek korelasyon katsayısına sahip oranın hazır değerler oranının olduğu görülmektedir. Hazır değerler oranı ile faaliyet kâr oranı arasındaki korelasyon katsayısı 0,664 olarak hesaplanmıştır. Hazır değerler oranının kârlılık oranları ile olan korelasyon katsayılarının cari oran ve likidite oranının kârlılık oranları ile korelasyon katsayılarından daha büyük olması, işletmelerin finansal performans düzeylerinin oluşumunda esas faaliyet kârlarından daha çok, faaliyet dışı kârlarının belirleyici olduğunu göstermektedir.

Çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları içerisinde, işletmelerin finansal performansları üzerinde en çok etkili olan oran nakit dönüşüm süresidir. Finansal başarılı işletmelerin nakit dönüşüm süresi 92,05 gün olarak hesaplanırken, finansal başarısız işletmelerde aynı süre 124,55 gündür.

İşletmelerin çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranlarını artırıp, nakit dönüşüm süreleri kısaltmaları, satışlar üzerinden hesaplanan brüt ve esas faaliyet kâr tutarlarını oransal olarak azaltmasına rağmen, etkin bir nakit yönetimi göstermelerinin bir sonucu olarak daha az yabancı kaynağa ihtiyaç duymalarına ve finansman giderlerini minimize etmelerine yardımcı olmaktadır. Sonuçta bu işletmelerin faaliyet kâr oranı, net kâr oranı, toplam aktiflerin kârlılık oranı ve öz sermaye kârlılık oranı yükselmektedir. Ters durumda işletmelerin nakit dönüşüm sürelerini uzatmak suretiyle, satış artırıcı çaba içerisine girmeleri nispi olarak brüt kâr oranı ve esas faaliyet kâr oranı artırmasına rağmen, özellikle finansman giderlerindeki meydana gelen artış, başta faaliyet kâr oranı olmak üzere diğer kârlılık oranlarını düşürmektedir.

Yapılan finansal ve istatistiksel analizler, kriz öncesi dönemlerde oluşturulan finansal yapının özelliklerinin, işletmelerin kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlardan etkilenme derecesi üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Özellikle çalışma sermayesi unsurlarının, kriz ortamının doğurduğu olumsuz sonuçlara karşı aşırı duyarlı olması, işletmeleri iflasa kadar götürebilmektedir.

Krizin nedenleri ne olursa olsun, iyi bir işletme yönetimi krizi tahmin edebilir ve krize karşı yönetim yapısı hazırlayabilir. Bütün bu önlemlere rağmen işletme krize

yakalanmışsa, bu kez kriz anı yönetim tedbirlerini uygulayarak krizden kolay ve kısa sürede çıkabilir. Kriz geçtikten sonra ise yeni duruma göre yapılanma politikası izleyebilir.

Genellikle krizlerin, yönetimin denetimi dışında kalan faktörlerden kaynaklandığı düşünülür. Eğer asıl sorun krizin nedenlerinde olmuş olsa, bütün işletmelerin düşüşte olmaları gerekirdi. Oysa, kriz dönemlerinde bir çok işletme başarılı olarak diğerlerinin bahanelerini ortadan kaldırmaktadır.

Kriz dönemlerinden en az zararlı çıkabilen işletmeler en güçlü işletmeler değil, uyum yeteneği en fazla olan işletmelerdir. Bu nedenle işletmelerin krizler karşısında ayakta kalabilmelerinin tek yolu, krizle mücadele yeteneklerini artırmalarıdır. Krizlerle mücadele uyum yeteneğinin geliştirilmesi ise, ancak stratejik düşünebilmek ve bu düşünce ekseninde analizler yapmakla mümkün olabilmektedir.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- AKAL, Zühal. **İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi: Çok Yönlü Performans Göstergeleri**, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları:473, Ankara: 1992.
- AKDOĞAN, Nalan ve Nejat TENKER. **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 4.b., Ankara: 1992.
- AKDOĞAN, Nalan ve Nejat TENKER. **Tekdüzen Muhasebe Sisteminde Mali Tablolar ve Oran Analizi**, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları No:10, İstanbul: 1994.
- AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. b., İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü, Yayın No:63, İstanbul: 1994.
- AKGÜÇ, Öztin. **Mali Tablolar Analizi**, 9.b., Muhasebe Enstitüsü Yayını, No:51, İstanbul: 1995.
- AKGÜÇ, Öztin. **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, 5.b., Avcıol Basım Yayın, İstanbul: 1991.
- AKSOY, Ahmet. **İşletme Sermayesi Yönetimi**. 2.b., Ankara: 1993.
- AKTAŞ, Ramazan. **Endüstri İşletmeleri İçin Mali Başarısızlık Tahmini**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1993.
- APAYDIN, Ayşe, Alaettin KUTSAL, Cemal ATAKAN. **Uygulamalı İstatistik**, Ankara: 1994.
- ASCH, David ve G. Roland KAYE. **Financial Planning, Modelling Methods and Techniques**, Derek Dayle & Associates, London: 1990.
- AXFORD, Barrie. **The Global System**, St. Martin's Press, New York: 1995.
- BEKTÖRE, Sabri. **İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi**, Sevinç Matbaası, Ankara: 1970.
- BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, Bilim Teknik, İstanbul: 1990.

- BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS ve Alan J. MARKUS. **İşletme Finansının Temelleri**, (çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı) Literatür Yayıncılık, İstanbul: 1997.
- BRIGHAM, Eugene ve Louis GAPENSKI. **Financial Management Theory and Practice**, 6.b., The Dryden Press, 1991.
- BÜKER, Semih ve Doğan BAYAR. **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları No: 463, Eskişehir: 2001.
- BÜKER, Semih ve Rıza AŞIKOĞLU. **Yatırım ve Proje Değerlemesi**, 1. Fasikül, Anadolu Üniversitesi, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları No: 436, Eskişehir: 1994.
- CİLLOV, Haluk. **İktisadi Olaylara Uygulanan İstatistik Metotları**, İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayını No:501, İstanbul: 1979.
- DAVIS, E. P. **Debt, Financial Fragility and Systemic Risk**, 2.b., Oxford University Press, 1997.
- D.İ.E. **Aylık İstatistik Bülteni**, 2002 I-VII.
- DİNÇER, Ömer. **Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası**, 4.b., Timaş Basım, İstanbul: 1997.
- ERDOĞAN, Muammer. **Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:540, Erzurum: 1978.
- EROL, Cengiz. **Nakit Akımı Yaklaşımı Yöntemiyle Kredi Değerlemesi**, 2.b., Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:167, 1991.
- FINK, Steven. **Crisis Management, Planning for the Inevitable**, Amacom, New York: 1986.
- FOSTER, George. **Financial Statement Analysis**, 2.b., New Jersey: Englewood Cliffs, Prentice-Hall International 1986.
- GALLINGER, G. ve P. HEALEY. **Liquidity Analysis and Management**, Mass: Addison – Wesley, 1987.
- GENÇ, Nurullah ve Osman DEMİRDÖĞEN. **Yönetim El Kitabı**, Birey Yayıncılık, Erzurum: 1994.
- GIBSON, Charles H. **Financial Statement Analysis: Using Financial Accounting Information**, 5.b., South – Western Publishing Company, 1992.

- GITMAN, Lawrence J. **Principles of Managerial Finance**, 7.b., New York: Harper Coolins, Cincinnati Ohio: 1994.
- GÖNENLİ, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. 6.b., İstanbul Üniversitesi, Yayın No: 3463, İstanbul: 1988.
- GUP, Benton E. **The Basics of Investing**, 3.b., John Wiley & Sons, Inc., New York: 1986.
- GÜVEMLİ, Oktay. **Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi ve Analizi**, Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayın No:2, İstanbul: 1973.
- HALE, Roger H. **Credit Analysis. A Complete Guide**, John Wiley & Sons, New York: 1983.
- HAMMER, Michael ve James CHAMPY. **Değişim Mühendisliği, İş İdaresinde Devrim İçin Bir Manifesto**, Çev. Sinem Gül, Sabah Kitapları Dizisi, İstanbul: 1994.
- İLKİN, Akın. **Kalkınma ve Sanayi Ekonomisi**, İstanbul: İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayınları No:498, 1983.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. **İMKB Şirketler Yıllığı**, 1995-2001.
- KARACAN, Ali İhsan. **Bankacılık ve Kriz**, 3.b., Creative Yayıncılık, 2000.
- KIZIL, Ahmet. **Tek Düzen Muhasebe Sistemi**, Der Yayınları, İstanbul: 1993.
- KOÇ YALKIN, Yüksel. **İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri**, 6.b., Olgaç Matbaası, Ankara: 1988.
- MERİÇ, Gülser. **Farklı Sanayi Dallarındaki İşletmelerin Finansal Karakteristiklerinin Karşılaştırılması**, Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Yayınları No: 6, Ankara:1985.
- ÖZDEMİR, Muharrem. **Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara: 1997.
- PIKE, Richard ve Bill NEALE. **Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies**, Prentice-Hall, Manchester: 1993.
- SCHERR, Frederick C. **Modern Working Capital Management**, Printice-Hall, New Jersey: 1989.
- SMITH, K. V. **Guide to Working Capital Management**, McGraw-Hill, New York: 1979.

- SMITH, K. V. ve S. B. SELL. **Readings on the Management of Working Capital**, West Publishing, St Paul: 1990.
- TOBB. **Ekonomik Rapor**, 2002.
- TOPRAK, Metin. **Küreselleşme ve Kriz; Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitabevi, Ankara: 2001.
- TÜRKÖ, R. Metin. **Finansal Yönetim**, Alfa, İstanbul: 1999.
- TÜRKÖ, R. Metin. **Döner Sermaye Yönetimi, Prensipler ve Analiz**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:541, Erzurum: 1978.
- PARASIZ, İlker. **Enflasyon – Kriz – Ayarlamalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa: 2001.
- RAO, Ramesh K. S. **Financial Management: Concepts and Applications**, Second Edition, Mc. Millan Publishing Company, New York: 1992.
- REGESTER, Michael. **Crisis Management: How to Turn Crisis Into an Opportunity**, Business Books, London: 1984.
- SHERMAN, H. J. **The Business Cycle – Growth and Crisis under Capitalism**, Princeton University Press, 1991.
- ÜRETEEN, Aykan ve Metin Kamil ERCAN. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**. Gazi Kitabevi, Ankara: 2000.
- VAN HORNE, James C. **Financial Management and Policy**, 10.b., Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey: 1995.
- VERGİLİEL TÜZ, Melek. **Kriz ve İşletme Yönetimi**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul: 2001.
- WATERS, M. **Globalization**, The Open University, New York: 1985.
- WESTON, J. Fred ve Eugene F. BRIGHAM. **Managerial Finance**, 7.b., The Dryden Press, 1981.
- YILDIZ, Birol. **Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı kullanımı ve Ampirik Bir Çalışma**, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kütahya: 1999.

## MAKALELER

- AHMED, Habib. “*Responses in Output to Monetary Shocks and the Interest Rate: A Rational Expectations Model with Working Capital*”, **Economics Letters**, Vol:61, 1998, s.351-358.
- AKDIŞ, Muhammet. “*Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler – Beklentiler*”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:26, Ekim 2002, s.2.
- AKMUT, Özdemir. “*Çalışma Sermayesi Analizi*”, **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:12, Özel Sayı, 1996, s.3-18.
- ALTMAN, Edward I. “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*”, **The Journal of Finance**, Vol:XXIII, No:4, September 1968, s.589-609.
- ALTMAN, Edward I., Robert G. HALDEMAN ve P. NARAYANAN. “*Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*”, **Journal of Banking and Finance**, June 1977, s.29-54.
- ALLEN, M. ve S. K. PANIAN. “*Power Performance, and Succession in the Large Corporation*”, **Administrative Science Quarterly**, Vol:27, 1979, s.538-547.
- BAYRAKTUTAN, Yusuf. “*Küreselleşme, Kriz ve IMF*”, **Liberal Düşünce**, Sayı:19, (Yaz 2000), s.14-18.
- BEAVER, William H. “*Financial Ratios as Predictors of Failure*” **Empricial Researc in Accounting: Selected Studies 1966**, **Juarnal of Accounting Research**, 1967, s.71-111.
- BEAVER, William H. “*Market Pricies, Financial Ratios, and the Prediction of Failure*” **Juarnal of Accounting Research**, Autumn 1968, s.179-192.
- BROWN, Keith ve Scott LUMMER. “*The Cash Management Implications of a Hedged Dividend Capture Strategy*”, **Financial Management**, (Winter 1984), s.7-17.

- BURGSTAHLER, David ve Hia DICHEV. “*Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Loses*”, **Journal of Accounting & Economics**, Vol:24, 1997, s.99-126.
- CEYLAN, Ali. “*Ekonomik Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Finansal Yönetim*”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2001, s.47-51.
- CHEUNG, Y.W. ve K.S. LAI, “*Parity Version in Real Exchange Rates During the Post-Bretton Woods Periods*”, **Journal of International Money Finance**, Vol:17, 1998, s.597-614.
- CHOI, Yoon K. “*Management Turnover and Executive Compensation in Synergistic Takeover*”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol:41, 2001, s.223-238.
- CHONG, John R. S. ve ESEARRAY, Donalt R. “*Finansal Krizin Tahmin Edilmesi ve Üstesinden Gelinmesi*”, Çev. Famil Şamiloğlu – Kartal Demirgüneş, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz 2002, s.121-125.
- COTE, Jane M. ve Claire Kamm LATHAM. “*The Merchandising Ratio: A Copmrehensive Measure of Working Capital Strategy*”, **Issues in Accounting Review**, Vol:14, No:2, May 1999, s.249-271.
- ÇÖMLEKÇİ, Ferruh. “*Finansal Konularda Kullanılacak Bilginin Mali Analizle Üretilmesi*”, Eskişehir: **Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C:8, S:1-2, 1990, s.14-35.
- DAĞLI, Hüseyin. “*İşletme Başarısızlıkları ve Alınması Gereken Önlemler*”, **Verimlilik Dergisi**, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, Sayı: 1994/1, s.121-138.
- DE CASTRO, Jolio O. ve James J. CHRISMAN. “*Order of Market Entry, Competitive Strategy, and Financial Performance*”, **Journal of Business Research**, Vol:33, 1995, s.165-177.
- DEAKIN, Edward B. “*Distributions of Financial of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence*”, **The Accounting Review**, Vol:L1, No1, January 1976, s.71-98.
- DOĞANLAR, Murat ve Mehmet ÖZMEN. “*Satınalma Gücü Paritesi ve Reel Döviz Kurları: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme*”, **İMKB Dergisi**, Sayı:16, (Ekim/Kasım/Aralık 2000), s.111-122.

- EĞİLMEZ, Mahfi. “*Global Finansal Kriz ve Türkiye’ye Etkileri*”, **MESS Mercek Dergisi**, Özel Sayı, Ocak 1999, s.29-39.
- ELAM, Rick. “*The Effct of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios*”, **The Accounting Review**, Vol:4, No:1, January 1975, s.25-38.
- EMERY, Gory. “*Some Emprical Evidence on the Properties of Daily Cash Flow*”, **Financial Management**, (Spring 1981), s.21-28.
- EREN, Erol. “*Başarılı Amerikan Şirketlerinin ve Yönetim Sistemlerinin Özellikleri*”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, C.17, S.2, Kasım 1988, s.32-34.
- ERTUNA, Özer. “*Türkiye’nin Yaşadığı Krizler ve Çözüm Arayışları*”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz 2001, s.6-16.
- FAZZARI, S.M. ve B.C. PETERSON. “*Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints*”, **Journal of Economics**, Vol:24, 1993, s.328-342.
- FREEMAN, Alan. “*Dünyanın Sonunun Sonu mu?*”, Çev. Sungur Savran, **İktisat Dergisi**, Sayı:385, Aralık 1998, s.56-64.
- GITMAN, Lawrence J. ve Charles E. MAXWEL. “*Financial Activitiees of Major U. S. Firms: Survey and Analysis of Fortune’s 1000*”, **Financial Management**, (Winter 1985), s.50-74.
- GÜCENME, Ümit. “*Otofinansman ve Ekonomik Kriz Dönemlerinde İşletme Finansmanındaki Önemi*”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2001, s.42-46.
- GÜVEMLİ, Oktay. “*Ekonomik Krizin Neresindeyiz?*”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2001, s.52-55.
- HAMLIN, A. P. ve D. F. HEARTFIELD. “*Competitive Management and Working Capital*”, **Management and Decision Economics**, Vol:12, 1991, s.207-217.
- HENDRICKS, Kevin B. ve Vinod R. SINGHAL. “*Firm Craracteristics, Total Quality Management, and Financial Performance*”, **Journal of Operations Management**, Vol:19, 2001, s.269-285.

- HING, Amy and Ling LAU. "A Five State Financial Distress Prediction Model", **Journal of Accounting Research**, Vol:25, No:1, Spring 1987, s.127-138.
- KAMATH, R., S. KHAKSARI, H. MEIER ve J. WINKLEPLECK. "Management Of Excess Cash: Practices and Developments", **Financial Management**, (Autumn 1985), s.70-77.
- LEKER, Jens ve Sören SALAMO. "CEO Turnover and Corporate Performance", **Scandinavian Journal of Management**, Vol:16, 2000, s.287-303.
- MALATYALI, Kamuran. "Türkiye'de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma", **İMKB Dergisi**, Sayı:15, (Temmuz/Ağustos/Eylül 2000), s.57-70.
- MADURA, J. ve T. VEIT. "Use of Currency Options in International Cash : Practices and Developments", **Juarnal of Cash Management**, (January / February 1986), s.45-54.
- MCNICHOLS, M. ve P. WILSON. "Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts", **Journal of Accounting Research**, Vol:26 (Supplement), 1988, s.1-31.
- MITTELMAN, James. "The Dynamics of Globalization", **Globalization: Critical Reflections**, Ed: James Mittelman, Lynne Rienner Publishers, London: 1997, s.2-25.
- MITROFF, I. "How to Keep a Crisis from Happening", **Harvard Management Update**, Vol:5, December 2000, s.1-22.
- MORGİL, Orhan. "Fiscal and Monetary Policies and Inflation in Turkey", Ankara: **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol:4, S.1-2, 1986, s.109-117.
- NICHOLAS, J., G. D. HOLD. ve P. E. D. LOVE. "Impacts of Credit Control and Dept Collection Procedures upon Suppliers' Turnover", **European Journal of Purchasing & Supply Management**, Vol:6, 2000, s.237-243.
- ÖNDER, İzzettin. "Krizin Nedeni ve Uygulanan Politikalar", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz 2001, s.17-19.

- ÖNDEŞ, Turan. “KOBİ’lerde Verimliliği Artırmak İçin İç Kontrol Sisteminin Kurulması ve Yürütülmesi İle İlgili Bazı İpucu Soruları”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, (Ekim 2000), s.79-85.
- PARRINO, Robert. “CEO Turnover and Outside Succession A Cross-Sectional Analysis”, **Journal of Financial Economics**, Vol:46, 1997, s.165-197.
- ROBERTS, E. D. “Benefits of Export Cash Management Studies”, **Juarnal of Cash Management**, (September / October 1984), s.30-34.
- SAK, Güven. “İşletme Sermayesi İhtiyacı, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı”, **İşletme ve Finans**, S.109, Nisan 1995, s.41-54.
- SARIKAMIŞ, Cevat. “Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Kriz”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2001, s.15-21.
- SHARMA, S. “The Challenge of Predicting Economic Crisis”, **Finance & Development**, Vol:36, June 1999, s.41.
- SEVİLENGÜL, Orhan. “Dönen / Duran Varlık Ayırımına Farklı Bir Yaklaşım”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, (Mart 2000), s.23-28.
- SOENEN, L. ve R. AGGARWAL. “Corporate Foreign Exchange and Cash Management Practices”, **Journal of Cash Management**, (March / April 1987), s.62-64.
- SRINIVASAN, V. ve Y. KIM. “Deterministic Cash Flow Management: State of the Art and Research Directions”, **Omega**, Vol:14, No:2, 1986, s.145-166.
- STONE, Berell ve Ned HILL. “Cash Transfer Scheduling for Efficient Cash Concentration”, **Financial Management**, (Autumn 1980), s.104-123.
- TİTİZ, İsmet ve H. İlker ÇARIKÇI. “Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri ve Küçük İşletme Yöneticilerinin Kriz Dönemine Yönelik Stratejik Düşünce ve Analizleri”, **Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B. Fakültesi Dergisi**, C.2, S.1, Nisan 2001, s.201-215.
- UYGUR, Ercan. “2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler”, **Mülkiye**, Mart – Nisan 2001, s.37-70.
- WEISBACH, Michael S. “CEO Turnover and the Firm’s Investment Decision”, **Journal of Financial Economics**, Vol:37, 1995, s.159-188.

YILDIZ, Birol. “*Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka Açık Şirketlerde Ampirik Bir Uygulama*”, **İMKB Dergisi**, Sayı:17, (Ocak/Şubat/Mart 2001), s.51-67.

#### **DİĞER KAYNAKLAR**

Bankalar Kanunu

İcra İflas Kanunu

Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği

3332 Sayılı Şirket Kurtarma Kanunu

Sermaye Piyasası Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

[www.die.gov.tr](http://www.die.gov.tr).

[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr).

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

## EKLER

### EK 1

#### Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin Listesi

|                           |                  |
|---------------------------|------------------|
| 1. ADANA ÇİMENTO          | (1) <sup>a</sup> |
| 2. ADEL KALEMCİLİK        | (1)              |
| 3. AFYON ÇİMENTO          | (0) <sup>b</sup> |
| 4. ANADOLU GIDA           | (1)              |
| 5. AKAL TEKSTİL           | (1)              |
| 6. AK ÇİMENTO             | (1)              |
| 7. AKIN TEKSTİL           | (1)              |
| 8. AKSA AKRİLİK           | (1)              |
| 9. AKSU İPLİK             | (1)              |
| 10. ALARKO CARRIER        | (1)              |
| 11. ALCATEL TELETAS       | (0)              |
| 12. ALTINYILDIZ MENSUCAT  | (0)              |
| 13. ARÇELİK               | (1)              |
| 14. ARSAN TEKSTİL         | (1)              |
| 14. ASELSAN               | (0)              |
| 15. LAFARGE ASLAN ÇİMENTO | (0)              |
| 16. ANADOLU ISUZU         | (0)              |
| 17. AYGAZ                 | (1)              |
| 18. BAĞFAŞ                | (1)              |
| 19. BAK AMBALAJ           | (1)              |
| 20. BANVİT                | (0)              |
| 21. BATI ÇİMENTO          | (1)              |
| 22. BEKO                  | (1)              |
| 23. BERDAN TEKSTİL        | (0)              |
| 24. BOLU ÇİMENTO          | (1)              |
| 25. BORUSAN               | (1)              |
| 26. BOSSA                 | (1)              |
| 27. BRİSA                 | (1)              |
| 28. BSH PROFİLO           | (0)              |
| 29. BURSA ÇİMENTO         | (1)              |
| 30. ÇELİK HALAT           | (0)              |
| 31. ÇEMTAŞ                | (1)              |
| 32. ÇİMENTAŞ              | (0)              |
| 33. ÇİMSA                 | (1)              |
| 34. DEMİSAŞ DÖKÜM         | (0)              |
| 35. DÖKTAŞ                | (0)              |
| 36. ECZACIBAŞI İLAÇ       | (0)              |
| 37. ECZACIBAŞI YAPI       | (1)              |
| 38. EGE GÜBRE             | (0)              |

<sup>a</sup> (1) Kriz sonrası finansal başarılı işletmeleri göstermektedir.

<sup>b</sup> (0) Kriz sonrası finansal başarısız işletmeleri göstermektedir.

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 39. EGE SERAMİK          | (0) |
| 40. EGE PLASTİK          | (0) |
| 41. ERBOSAN              | (1) |
| 43. EREĞLİ DEMİR ÇELİK   | (0) |
| 44. ESEM SPOR GİYİM      | (0) |
| 45. FENİŞ ALEMİNYUM      | (1) |
| 46. FORD OTOSAN          | (0) |
| 47. GENTAŞ               | (1) |
| 48. GOLDAŞ KUYUMCULUK    | (1) |
| 49. GOOD-YEAR            | (0) |
| 50. GÖLTAŞ ÇİMENTO       | (1) |
| 51. GÜBRE FABRİKALARI    | (1) |
| 52. HEKTAŞ               | (1) |
| 53. HÜRRİYET GAZETECİLİK | (1) |
| 54. İHLAS EV ALETLERİ    | (0) |
| 55. İZMİR DEMİR ÇELİK    | (0) |
| 56. İZOCAM               | (1) |
| 57. KARSAN OTOMOTİV      | (0) |
| 58. KARSU TEKSTİL        | (1) |
| 59. KARTONSAN            | (1) |
| 60. KENT GIDA            | (0) |
| 61. KEREVİT GIDA         | (0) |
| 62. KONYA ÇİMENTO        | (1) |
| 63. KORDSA               | (1) |
| 64. KÜTAHYA PORSELEN     | (1) |
| 65. MAKİNA TAKIM         | (0) |
| 66. MARDİN ÇİMENTO       | (1) |
| 67. MARET                | (0) |
| 68. MARSHALL             | (1) |
| 69. MENSA MENSUCAT       | (0) |
| 70. MERKO GIDA           | (0) |
| 71. METEMTEKS            | (0) |
| 72. MİLLİYET GAZETECİLİK | (0) |
| 73. MUTLU AKÜ            | (1) |
| 74. NETAŞ TELEKOM        | (1) |
| 75. OYSA-NİĞDE ÇİMENTO   | (1) |
| 76. NUH ÇİMENTO          | (1) |
| 77. OLMUKSA              | (1) |
| 78. OTOKAR               | (1) |
| 79. PARSAN               | (0) |
| 80. PASTAVİLLA           | (1) |
| 81. PENGUEN GIDA         | (0) |
| 82. PETKİM               | (1) |
| 83. PINAR ET-UN          | (0) |
| 84. PİMAŞ                | (0) |
| 85. PINAR SU             | (0) |
| 86. PETROL OFİSİ         | (1) |
| 87. PINAR SÜT            | (1) |
| 88. SARKUYSAN            | (1) |

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 89. SASA                  | (0) |
| 90. SELÇUK GIDA           | (0) |
| 91. SERVE KIRTASIYE       | (1) |
| 92. SÖKTAŞ                | (0) |
| 93. SÖNMEZ PAMUKLU        | (1) |
| 94. SÖNMEZ FİLAMENT       | (1) |
| 95. TÜRK DEMİRDÖKÜM       | (0) |
| 96. TAT KONSERVE          | (1) |
| 97. TİRE KUTSAN           | (1) |
| 98. TOFAŞ OTO FABRİKALARI | (0) |
| 99. TRAKYA CAM            | (1) |
| 100. TÜRK TUBORG          | (0) |
| 101. TUKAŞ                | (1) |
| 102. TÜPRAŞ               | (1) |
| 103. UKİ KONFEKSİYON      | (0) |
| 104. UZEL MAKİNA          | (0) |
| 105. ÜNYE ÇİMENTO         | (1) |
| 106. VAKKO TEKSTİL        | (0) |
| 107. VAN-ET               | (1) |
| 108. VESTEL               | (1) |
| 109. VİKİNG KAĞIT         | (0) |
| 110. YASAŞ                | (0) |
| 111. YATAŞ                | (0) |
| 112. YÜNSA                | (1) |

---

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**