

T. C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İMALAT İŞLETMELERİNDE
YABANCI KAYNAK KULLANIMI
ANALİZİ
VE
ETİ ŞİRKETLER GRUBU'NDA BİR UYGULAMA

Hüseyin SÖNMEZER /

Yüksek Lisans Tezi

Eskişehir,
Haziran, 1989

Anadolu Üniversitesi
Merkez Kütüphane

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR.....	VII
---------------	-----

GİRİŞ

<u>§.1. İŞLETMELERİN FİNANSMAN GEREKSİNİMLERİ.....</u>	1
<u>§.2. FİNANSMAN KAYNAKLARI.....</u>	2
I. İŞLETME İÇİ KAYNAKLAR.....	3
II. İŞLETME DIŞI KAYNAKLAR.....	3
<u>§.3. TEZİN AMAÇ VE PLANI.....</u>	4

BİRİNCİ BÖLÜM

GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

<u>§.1. YATIRIM TÜRÜNÜN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAK-</u> <u>LARIN TESPİTİ.....</u>	7
--	---

I. DÖNEN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR.....	7
1. Kasa Ve Bankaların Finansmanı.....	9
2. Geçici Yatırımların Finansmanı.....	9
3. Stokların Finansmanı.....	9
4. Alacaklar Ve Alacak Senetlerinin Finansmanı.....	9
5. Peşin Ödenmiş Giderlerin Finansmanı.....	10
II. DURAN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR.....	11
1. Maddi Sabit Aktiflerin Finansmanı.....	12
2. Gayrimaddi Sabit Aktiflerin Finansmanı.....	13
3. Yatırımların Finansmanı.....	14
4. Sair Aktiflerin Finansmanı.....	14
<u>§.2. KAYNAKLARIN GERİ DÖNME DURUMUNUN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	15
<u>§.3. AKTİFİN DÖNÜŞÜM HIZININ DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	16
<u>§.4. DİKEY ANALİZ YÖNTEMİNİN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	17
<u>§.5. FON AKIMI YÖNTEMİYLE GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	18
<u>§.6. NET ÇALIŞMA SERMAYESİ DEĞİŞİM TABLOSU ARACILIĞIYLA GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	19

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ İLE VERİMLİLİKLERİNİN ÖLÇÜLMESİ

VE

OPTİMUM BORÇLANMA

<u>§.1. YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ.....</u>	21
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ.....	23
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ.....	24
<u>§.2. YABANCI KAYNAKLARIN VERİMLİLİKLERİNİN ÖLÇÜLMESİ.....</u>	25
I. AKTİFLERİN VERİMLİLİĞİ.....	25
II. AKTİF VERİMLİLİĞİNİN YABANCI KAYNAK VERİMLİLİĞİNE ETKİSİ.....	27
<u>§.3. YABANCI KAYNAK MALİYETİNİN KARŞILANMA DURUMUNUN ÖLÇÜLMESİ.....</u>	29
<u>§.4. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ İŞLETME GENEL KARLILIĞINA ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ.....</u>	30
<u>§.5. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....</u>	31
<u>§.6. İMALAT İŞLETMELERİNDE OPTİMUM YABANCI KAYNAK MİKTARI.....</u>	32

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

VE

AKTİFİN FİNANSMANINDA YABANCI KAYNAK KULLANIMI ANALİZİ

<u>§.1. ETİ ŞİRKETLER GRUBUNUN TANITIMI.....</u>	34
--	----

Birinci Kısım

Eti Şirketler Grubu'nda Gereksinim Duyulan Yabancı Kaynakların Tespiti

<u>§§.1. YATIRIM TÜRÜ VE DİKEY ANALİZ YÖNTEMLERİNİN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	35
I. DÖNEN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR.....	35
II. DURAN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR.....	39
<u>§§.2. AKTİFİN DÖNÜŞÜM HIZI DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	44
<u>§§.3. FON AKIMI YÖNTEMİYLE GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	46
<u>§§.4. NET ÇALIŞMA SERMAYESİ DEĞİŞİM TABLOSU ARACILIĞIYLA GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	49
<u>§§.5. ORAN ANALİZLERİ ARACILIĞIYLA GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	51
<u>§§.6. ANALİZ YÖNTEMLERİNİN TOPLUCA DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ.....</u>	54

İkinci Kısım

Eti Şirketler Grubu'nda

Yabancı Kaynakların Maliyeti

İle Verimliliklerinin Ölçülmesi

Ve

Optimum Borçlanma

<u>§§.1. YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ.....</u>	58
I. KISA VADELİ BORÇLARIN MALİYETİ.....	59
II. UZUN VADELİ BORÇLARIN MALİYETİ.....	60

<u>§.2. YABANCI KAYNAKLARIN VERİMLİLİĞİ.....</u>	61
<u>§.3. YABANCI KAYNAK MALİYETİNİN KARŞILANMA DURUMU.....</u>	63
<u>§.4. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ GRUP GENEL KARLILIĞINA ETKİSİ.....</u>	63
<u>§.5. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....</u>	65
<u>§.6. GRUP OPTİMUM YABANCI KAYNAK MİKTARI.....</u>	66

Üçüncü Kısım

Eti Şirketler Grubu'nda

Yabancı Kaynak Kullanımı Analizi Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Ve

Gruba Öneriler

<u>§.1. ETİ ŞİRKETLER GRUBU'NDA YABANCI KAYNAK KULLANIMI ANALİZİ SONUÇLARININ TOPLUCA DEĞERLENDİRİLMESİ.....</u>	67
<u>§.2. ETİ ŞİRKETLER GRUBU'NA ÖNERİLER.....</u>	70
SONUÇ.....	73
Y A R A R L A N I L A N K A Y N A K L A R.....	i

T A B L O L A R

<u>TABLO NO</u>	<u>TABLO ADI</u>	<u>SAYFA</u>
1-A	Karşılaştırmalı Bilançolar Analizi (aktif)	36
1-B	Karşılaştırmalı Bilançolar Analizi (pasif)	37
2	Karşılaştırmalı Gelir Tabloları Analizi	38
3	Devir Hızı Oranları	45
4	Fon Akımı Tablosu	47
5	Net Çalışma Sermayesi Değişimleri Tablosu	49
6	Oran Analizleri	52
7	Yabancı Kaynak Değişimleri Tablosu	56
8	Özkaynak Değişimleri Tablosu	57

GİRİŞ

Ş.1. İŞLETMELERİN FİNANSMAN GEREKSİNİMLERİ

İşletmelerin yaşamları süresince değişik gereksinimlerini karşılamak üzere, değişik finansman kaynakları yaratmaları zorunludur. Bunların başında kuruluş aşamasında finansman gelirse de; faaliyetlerini sürdüren işletmelerin finansmanı, kuruluş aşamasına göre daha sık ve daha çeşitli finansman kaynakları gerektirir.

İşletmelerin yaşamları ile direkt ilişkili bulunan finansman gereksinimi, işletme yaşam evrelerine bağlı olarak şu üç ana başlıkta toplanabilir:

- I. Kuruluş aşamasında finansman gereksinimleri,
- II. Faaliyetlerini sürdüren işletmelerde finansman gereksinimleri,
- III. Faaliyetlerini sonaerdiren işletmelerde finansman gereksinimleri.

Kurulacak işletmenin hukuki yapısına bağlı olarak; yapılması gereken kuruluş giderlerinin finansmanı, ilk finansman gereksinimlerini

doğurur. Bunun yanısıra, kurulacak işletmenin faaliyet alanına bağlı olarak, yatırımlara yönelip, makine ve teçhizatların, diğer sabit kıymetlerin alımı ile işletme sermayesinin oluşturulması gerekir. Kaynak kullanımı gerektiren bu unsurların finansmanı, kuruluş aşamasında çözümlenir.

İşletmelerin belirli bir zaman sürecinde kurulup, ana faaliyet konusuna bağlı olarak imalat ve/veya ticarete başlamalarıyla, çok daha geniş kapsamlı finansman gereksinimleri ortaya çıkar. Ancak, faaliyetlerini sürdüren işletmelerin finansman gereksinimleri incelenirken, birtakım kuruluş aşaması finansman gereksinimlerinin de eklenmesi gerekir. Kuruluş aşamasında oluşturulan işletme sermayesinin korunması ve hatta arttırılarak verimliliğinin yükseltilmesi, bu duruma güzel bir örnektir.

Amacı ne olursa olsun, alınan yeni yatırım kararları, hammadde ve ambalaj malzemesi alımları, ücretlerin ödenmesi gibi günlük işlemlerin yerine getirilmesi, kısa ya da uzun vadeli nakit sıkıntılarının giderilmesi, kısaca; günlük işlemlerin yürütülmesi ile ileriye dönük tüm kararlar, faaliyetlerini sürdüren işletmelerde finansman gereksinimi doğurur.

TTK.'nın ilgili maddelerince faaliyetlerine son vererek yaşamını noktalamaya aşamasına gelen işletmelerde de birtakım finansman gereksinimleri doğar. Bu gereksinimler "şirket varlıklarının paraya çevrilmesi" ile çözümlenir.

Alacaklılar, diğer talep sahipleri ile ortaklara olan borçların tamamen ödenmesi gibi işletmenin kapatılması ile ilgili işlemler, finansman gereksinimi doğuran işlemlerdir. Bu gereksinim işletme varlıklarının nakte çevrilerek, tüm alacak borç ilişkilerinin kapatılması ile giderilir.

Ş.2. FİNANSMAN KAYNAKLARI

İşletmelerin finansman gereksinimlerini karşılayan çok çeşitli finansman kaynakları bulunmakta ise de; bu kaynaklar basite dönüştürülürse, özsermaye ile finansman ve borçlanma ile finansman olarak incele-

nebilirler. Buna bağlı olarak finansman kaynakları da iki gruba ayrılır:

- I. İşletme içi kaynaklar,
- II. İşletme dışı kaynaklar.

I. İŞLETME İÇİ KAYNAKLAR

İşletme sahibinin ya da ortaklarının kendi kişisel varlıklarından ayırarak, işletmeye koydukları maddi ve maddi olmayan iktisadi değerlere, işletme özvarlığı ya da özsermayesi denir(1). İşte kuruluş aşamasında işletmeye konan sermayenin ödenmiş kısmı ile başlayan işletme içi kaynaklar, daha sonraki dönemlerde sermaye arttırımı ve/veya faaliyete bağlı olarak genişler ve işletmenin faaliyetleri sonucunda sağlanan dönem kârı ile işletmede bırakılan, yedek akçeler, dağıtılmamış kârlar, karşılıklar ve fonlar gibi birtakım kaynakları da kapsar.

II. İŞLETME DIŞI KAYNAKLAR

Üçüncü şahıslarca işletmeye yapılan yatırımların karşılığı olarak niteliyebileceğimiz, işletme dışı kaynaklar; yabancı kaynaklar olarak da isimlendirilmektedir. Bu kaynaklar belirli bir süre için sağlanan kredilerdir ve işletme için bir borçtur.

İşletme yatırımlarının finansman kaynakları iki ana başlık altında incelenmesine rağmen, olaya mali analiz açısından bakıldığında, işletme aktif kalemlerinin de finansman kaynağı olarak değerlendirilmesi sözkonusu olabilmektedir. Örneğin; dönem içersinde belirli bir azalma gösteren stoklar ya işletme hazır değerlerinin ya da alacaklarının finansmanını sağlarlar.

(1). İlhan CEMALCILAR Ve Diğerleri, İşletmecilik Bilgisi, İ.Ç.E.M. Ya. No. 3, Eskişehir, 1983, s.25.

§.3. TEZİN AMAÇ VE PLANI

İşletmelerin yaşam evrelerinin herhangi birinde karşılaşılan finansman gereksinimi; bu gereksinimin giderileceği finansman kaynaklarının bulunması ile tespit edilen herbir kaynağın irdelenerek, en verimli kaynağın seçimi sorununu gündeme getirir.

Teorik olarak bir çok finansman kaynaklarından birden yararlanmak ya da kaynaklar arasında işletmenin hukuki yapısına göre bir seçim yapmak mümkündür. Bu seçim, belirlenmesi kolay olan şu şartlara bağlıdır(2).

- I. Finansal piyasaların sunduğu şart ve olanaklar gözönünde tutulur,
- II. Yararlanılacak kaynaklar ile bunların kullanma süreleri arasında bir denge dikkate alınır,
- III. Özkaynaklar ile yabancı kaynaklar arasında belirli bir denge nin olması istenir.

İşletmeler kuruluş aşamasında özsermayeye öncelik tanımaktadırlar. Çünkü; bu kaynakların fiili bir götürüsü bulunmamaktadır. Yabancı kaynaklar ise, genellikle işletmeye kredi açanlarca alınının bir götürüyü de beraberinde getirir. İşte bu nedenle, yabancı kaynaklara özkaynakların yetersiz kaldığı ya da bazı durumlarda olduğu gibi kârın oluşumunda daha iyi sonuçlar vereceği umulan hallerde başvurulmaktadır.

İmalat işletmelerinde yabancı kaynak kullanımının ortaya çıkarılması amacını taşıyan tezimiz; işletmelerin fiilen yaşamış oldukları dönem dikkate alınarak hazırlanmıştır. Uygulama bölümünde de dikkati çekeceği gibi kapatılan mali dönemde gerçekleştirilen borçlanma tutarları dikkate alınarak, analize yönelinmiştir. Bir başka deyişle; tezimizin amacı olması

(2). Hasan OLALI, Teşebbüs Finansmanı Ve Teşebbüslerin Finansal Yönetimi, İzmir, 1967, s. 25.

gereken değil olan durumun ortaya konmasıdır. Dolayısıyla, ileriye dönük çalışmalar için de bir temel oluşturulmaya çalışılmıştır. Hazırlanabilecek proforma mali tablolarla, çalışma sermayesi analizi ya da diğer bir takım geleceğe dönük işlemler için temin edilmesi düşünölen finansman kaynaklarının, borçlanma ya da işletme içi kaynaklardan mı sağlanmasının verimlilik arttırıcı olacağı tahmin edilebilir.

Giriş bölümünde, kaynak gereksinimi doğuran olayların genel bir anlatımıyla başlayan tezimizin bilimsel temeli, ilk iki bölümde oluşturularak tamamlanmaya çalışılmıştır.

İlk bölümde, varlıkların finansmanı ile yabancı kaynaklar arasındaki olası ilişkiler dikkate alınarak; hangi varlık kalemlerinin finansmanında, hangi kaynakların finansman kaynağı olabileceği genel kabul görmüş ilkeler de değerlendirilerek, ortaya konmaya çalışılmıştır. Yatırım türü ile kaynaklar arasındaki olası ilişkilerin, yabancı kaynak gereksinmelerine olan etkisinden sonra, aktifin dönüşüm hızı, dikey analiz, fon akımı ve net çalışma sermayesi analizi yöntemleri aracılığıyla konuya değişik bakış açılarından yaklaşılarak, gereksinim duyulan yabancı kaynakların gerçeğe en yakın tespiti yapılmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde ise; yabancı kaynakların işletmeye maliyeti kısa ve uzun vadeli olmaları da dikkate alınarak incelendikten sonra, verimlilik tespitine yönelinmiştir. Yabancı kaynakların verimlilikleri büyük ölçüde kullanıldıkları aktiflerin verimliliğine bağlı olduğundan, aktiflerin verimliliklerinin saptanmasındaki yöntemler açıklanmış ve bunun yabancı kaynak verimliliğine etkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Yine aynı bölüm içersinde, yabancı kaynak maliyetinin karşılanma durumunun tespitine yönelindikten sonra, borçlanmanın işletme genel kârlılığı üzerindeki etkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Borçlanmanın işletmenin genel kârlılığı üzerindeki etkisi de dikkate alınarak, yabancı

kaynakların aktifte kullanımı değerlendirilmeye çalışılmıştır. Yapılan çalışmalarda gözönünde bulundurularak, imalat işletmelerinde optimum yabancı kaynak miktarının tespiti, ikinci bölümün son kısmını oluşturmuştur.

Üçüncü bölümde, konunun uygulama aşamasına gidilerek, Eti şirketler Grubu'na bağlı imalat işletmelerinde yabancı kaynak kullanımı incelenmeye çalışılmıştır. Uygulama bölümünde, Grubun tanıtımından sonra, konunun üç kısma ayrılarak irdelenmesinde yarar görülmüş ve uygulama; gereksinim duyulan yabancı kaynakların tespiti, yabancı kaynakların maliyeti ve verimlilikleri ile sonuçların değerlendirilmesi ve öneriler olarak üç aşamada incelenmeye çalışılmıştır.

İlk iki kısmın isimlerinden de anlaşılacağı gibi bilimsel temelin uygulanmasına yönelinerek, gereksinim duyulan yabancı kaynaklar, ilk bölümde anlatılan yöntemlerin ışığında, ortaya konulmaya çalışılmıştır. İkinci kısımda ise, ikinci bölümde oluşturulan bilimsel değerlerden yararlanılarak, borçlanmanın Grup'ta oluşturduğu maliyetler ile bu borçların verimlilikleri ortaya konulduktan sonra, maliyetin karşılanma durumu ile yabancı kaynak kullanımının Grup kârlılığında yarattığı etkiler tespit edilmeye çalışılmıştır. İkinci kısmın sonunda da Grup imalat şirketleri için optimum kaynak yapısının tespitine çalışılmıştır.

Üçüncü bölümün son kısmında ise; bilimsel değerler ile uygulama sonuçlarından yola çıkılarak, genel bir değerlendirme yapılmış ve bu değerlendirme sonuçları da dikkate alınarak, Gruba bu konuda uygulanabilecek birtakım öneriler sunulmuştur.

Bilimsel değerler ve uygulama sonuçlarının oluşturulmasından sonra imalat işletmelerinde yabancı kaynak kullanımı analizi adlı tezimizde elde ettiğimiz önemli veriler sonuç bölümünde, topluca verilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GEREK SINİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

5.1. YATIRIM TÜRÜNÜN DİKKATE ALINARAK GEREK SINİM DUYULAN YABANCI KAYNAK- LARIN TESPİTİ

Gereksinim duyulan yabancı kaynakların kullanım yerleri; hangi finansman kaynağına yönelmenin gerekeceği ya da hangi finansman kaynağına yönelmenin daha verimli sonuçlar doğuracağı konusunda, yararlı birtakım analizlerin yapılmasına olanak vermektedir. Dönen ve duran varlıklar olarak ikiye ayırarak incelediğimiz, bilanço varlıkları; herbir varlık kaleminin gereksinim duyduğu kaynaklara göre incelenebilir. Bu inceleme sırasında mutlak değerlerden yararlanıldığı gibi bazı oranlardan da yararlanılmaktadır.

I. DÖNEN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR

Bir yıl ya da daha kısa süreli varlıkların yer aldığı dönen varlıklar grubu, dönüşüm hızı nedeniyle birbirleriyle sürekli ilişkide bulunan

kalemlerden oluşur. Dönüşüm hızının yüksek olması finansman kaynağının ya kısa vadeli olması ya da işletme içi kaynaklardan sağlanması sonucunu doğurur. Bu nedenle de dönen varlıkların finansmanını öncelikle kısa vadeli borçlar, daha sonra da özkaynaklar teşkil eder. Ancak; dönen varlıkların finansmanında uzun vadeli borçlanma unsurlarının kullanıldığı da görülmektedir. Bu durumun sağlanabilmesi de olumlu olarak değerlendirilebilir. Fakat ülkemiz koşulları altında uzun vadeli borç sağlanarak, kısa vadeli varlıkların finansmanında kullanılması oldukça zordur. Örneğin; uzun vadeli kredilerle stokların finansmanı sözkonusu olabilir. Fakat belirtildiği gibi böyle bir durumun gerçekleşmesi günümüz koşulları altında oldukça zordur.

Dönen varlıkların tümü kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmemelidir. Çünkü; işletme sermayesi olarak isimlendirilen dönen varlıkların kısa vadeli borçlardan farkının yani net işletme sermayesinin oluşmaması sonucuyla karşılaşılabacaktır. Bu durumda da günlük faaliyetlerin yürütülmesinde güçlüklerle karşılaşılabacaktır. Yaklaşan kısa vadeli borç ödemeleri, işçi ücretlerinin ödenmesi ya da faaliyetin sürdürülmesi için gerekli olan bir yatırıma yönelinmesinde de güçlüklerle karşılaşılır.

Dönen varlıklar grubunun tamamen kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi demek; işletmenin kısa vadeli borç ödemelerinde birtakım zorluklarla karşılaşması ve işletme kârının maksimizasyonunu engelleyici bir unsur olarak düşünebileceğimiz, kısa vadeli borç ödemesi için yeni borçlanmalara yönelinmesi, bir maddi sabit aktif kaleminin satılması ya da işletme dışı kullanımlara sunulması, demektir.

Dönen varlıkların tamamının kısa vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi, işletme özkaynaklarının da tamamının sabit aktifler ya da yatırımlar gibi duran varlıkların finansmanında kullanılması sonucunu gündeme getirir. Ancak; bu durum pratikte neredeyse mümkün olmayan bir

özellik taşır. Çünkü; günlük faaliyetlerini sürdüren işletmelerin, satışa yönelmesi ya da daha önceki dönemlerde satılmış olan mallardan doğan alacakların bulunması ve bu tutarların tahsilatının yapılması, günlük işlemler arasında yer alır. Buna bağlı olarak da işletme kaynaklarından dönem kârı da bu kalemlerin içersinde gizli bulunduğundan, özkaynaklar dönen varlıkların finansmanında her zaman yer alırlar.

1. Kasa Ve Bankaların Finansmanı

Kasada yer alan tutarların kaynağı, kısa vadeli yabancı kaynaklardan borçlar, banka kredileri, alınan avanslar ya da ödenecek yasal yükümlülükler olabileceği gibi satıştan doğan tutarlar yani birkısım kâr da (özkaynaklardan finansman) olabilir.

2. Geçici Yatırımların Finansmanı

Geçici yatırımların finansman kaynağı genellikle geçmiş dönemlerde elde edilen kârlardan, dağıtılmayan ve işletmede bırakılarak dağıtılmamış kârlar adı altında bilançoğa alınan tutarlardır. Ancak; bir geçici yatırıma yönelmenin getirisinin, faiz götürüsünden daha fazla olacağı umulan durumlarda da yabancı kaynağa başvurarak geçici yatırıma yönelinebilir. Ancak; böyle bir durumda iyi bir fayda-maliyet analizi yapılması gerekir.

3. Stokların Finansmanı

Stokların finansman kaynağı genellikle, yabancı kaynaklar grubunda yer alan borçlar ya da banka kredileridir. Satıcı firmalara borçlanılarak elde edilen hammadde, ambalaj malzemesi ya da işletme malzemesi stokları ile imal edilmiş mamul stoklarından oluşan bu grubun finansman kaynağı olarak, alınan avanslar da görülebilir. Ancak son durum, daha çok sipariş sistemiyle çalışan işletmelerde sözkonusudur.

4. Alacaklar Ve Alacak Senetlerinin Finansmanı

Kredili satışlar sonucu elde edilen alacaklar ile alacak senetlerinde yer alan tutarların kaynağı, dönen varlıkların dönüşümü ile bu

hesapları besleyen mallardır. Bir malın satışı ile elde edilen nakitler kasa ya da bankaları finanse ederken, kredili satış sonucu müşterilerden tahsil edilecek olan bakiyelerde resmi evrağa dayandırılıp, dayandırılmamalarına göre ya alacak senetlerini ya da alacakları beslerler.

Alacaklar ve alacak senetlerinin finansmanında, bilanço pasifinde yer alan yabancı kaynaklar ile işletme içi kaynakların, finansman kaynaklığı etmediği söylenemez. Çünkü; satışa konu olan mallar, eğer kredili satılmışlarsa işletme içi kaynakları alacaklara ya da alacak senetlerine aktarırlar. Aynı şekilde, borçlanılarak elde edilen ve bilanço pasifinde de kısa vadeli yabancı kaynaklar içersindeki birtakım finansman kaynaklarının kullanımına neden olan mallar, satıldıklarında içerdikleri işletme içi kaynakların yanısıra, yabancı kaynakları da diğer dönen varlık kalemlerine taşırlar.

5. Peşin Ödenmiş Giderlerin Finansmanı

Tüm aktif kalemler gibi, bu kalemin finansmanında da kesin olarak hangi kaynağın kullanıldığını belirlemek, oldukça güçtür. Ancak; bir yıldan kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerin finansmanında diğerlerinde olduğu gibi kısa vadeli yabancı kaynaklar ile özkaynakların kullanılabilmesi kabul edilmelidir.

Peşin ödenmiş giderlerin finansmanı incelenirken; yapılan giderlerin fiziki değer ve hizmet giderleri olarak ayrılması, hangi finansman kaynaklarının kullanıldığı hakkında daha akılcı bir analize varılması için yararlı olacaktır. Çünkü; herhangi bir fiziki değer için yapılmış olan ve bir yıl içersinde gidere dönüşecek olan harcamanın finansman kaynağının tespiti belirsizlikten kurtulacaktır. Örneğin; fiziki bir değer olan ve gelecek hesap döneminde kullanıma sunulacak olan kırtasiye giderleri ile hizmet gideri olarak tanımlanabilen kira giderlerinin, gelecek hesap dönemi için yatırılan miktarlarının finansman

kaynağını genellikle kısa vadeli borçlar oluşturursa da bu tür varlıkların finansmanının işletme içersinde bırakılan kârlarla finanse edilmesi de sözkonusudur.

II. DURAN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR

Bir yıldan daha uzun sürelerle işletme varlıkları içersinde yer alan duran varlıklar grubu, bu özelliklerinden dolayı dönen varlıklardan daha düşük bir dönüşüm hızına sahiptirler. Bu nedenle de bu grup varlıkların finansmanında öncelikle uzun vadeli yabancı kaynaklar daha sonra da özkaynaklar kullanılır.

Ancak; bu ^{Grubun} ~~kalem~~ finansmanında da tamamen uzun vadeli yabancı kaynak unsurlarının kullanılmaması yerinde olacaktır. Çünkü; duran varlıkların tamamının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi, işletme içi kaynakların yani özkaynakların tamamının, döner varlıkların finansmanında kullanılması sonucunu doğurur. Bu da işletmenin faaliyetlerini sürdürmesini sağladığı makine ve teçhizatların ya da yapmakta olduğu yatırımlarının tamamının işletme dışındaki kişilerce finanse edildiği ve işletmenin uzun süreli varlıklarının kaderini, işletme dışı kişilere bıraktığı anlamını taşımaktadır.

Hernekadar özkaynaklardan finansman ikinci bir unsur olarak ele alınsa da özkaynakların büyük bir kısmının bu varlıkların finansmanında kullanılması, yabancı kaynak sağlanacak olan kişiler üzerinde bir güvence yaratacaktır. Özkaynak gücünün büyük bir kısmının duran varlıkların finansmanında kullanılması, işletme uzun süreli varlıklarında (örneğin; maddi sabit kıymetlerde) kendinin söz sahibi olması ve bu varlıkları elden çıkarması ya da kullanması konusunda işletmenin karar verme yetkisini elinde tutması demektir.

Ancak; uzun vadeli borçlanılarak gerekli maddi sabit kıymet alımlarına gidilmesi ya da yatırımlara yönelmesi işletmenin kârını maksimize edeceğinden, uzun vadeli yabancı kaynakların özellikle bu kalemlerin (belirli tutarları aşmamak şartıyla) finansmanında kullanılması gerekir.

1. Maddi Sabit Aktiflerin Finansmanı

Maddi sabit aktifler işletmede uzun süre kalıcılığı olan varlıklardır. İşletmenin uzun süreli varlıkların finansmanı ise, öncelikle uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özkaynaklardan sağlanır. Ancak, hemen belirtelim ki, kısa vadeli yabancı kaynaklar, döner varlıkların finansmanı dışında hiçbir varlığın finansmanında kullanılmamalıdır. Çünkü; bir yıldan önce ödenmesi gereken bir yabancı kaynağın, bir yıldan daha uzun sürede kullanıma konu olacak bir varlığın finansmanında kullanılması; finansman kurallarından ilki ve en önemlisi olarak belirttiğimiz, vade kıstasına aykırı bir durumdur. Bu durum, yaklaşan borcun ödenmesi ile net işletme sermayesinin azalmasına yol açacaktır. Ayrıca, borcun alınarak, uzun vadeli varlıkların finansmanında kullanıldığı andan itibaren de brüt işletme sermayesi sabit kalacak ancak, net işletme sermayesinde bir düşme gerçekleşecektir.

Maddi sabit aktifler grubunun finansmanı, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan makine, teçhizat ve binalar ile diğer gerekli varlıkları kapsamaktadır. Bu varlıkların finansmanında işletme özkaynaklarının özünü oluşturan, ödenmiş sermaye kullanılır. Çünkü; işletme kuruluş aşamasında sabit aktiflerin oldukça büyük kısımlarını temin etmek zorundadır. Ancak; sonradan yapılan genişleme yatırımları ile bu grubun finansmanında yabancı kaynaklara başvurulur. Bu grup varlıklar işletme bünyesine alınırken fayda-maliyet analizleri yanısıra birtakım çalışmalara yönelinir. Bu analizler sonucunda yabancı kaynaklara yönelmenin maliyeti ile özkaynaklara yönelmenin doğuracağı maliyetler karşılaştırıldığı gibi kârın maksimizasyonundaki etkileri ile bu alternatif kaynaklardan birine başvurmanın işletmeye getireceği kullanım olanakları karşılaştırılarak, elverişli kaynak, finansman kaynağı olarak benimsenir.

Sabit aktiflerin finansmanındaki genel ilke gereği, işletme dönem kârı o dönem içersinde alınan maddi sabit kıymetlerin dışındaki maddi sabit kıymet kalemlerinin finansman kaynağı olarak kullanılmaz. Daha önceki dönemlerde işletme içinde bırakılan otofinansman kaynakları da işletme sabit aktiflerinin finansmanında kaynak olarak kullanılabilirler.

2. Gayrimaddi Sabit Aktiflerin Finansmanı

İşletmenin kuruluş aşamasında yapılan giderler ile diğer gayrimaddi sabit aktiflerin finansmanında kullanılan nakitler de tıpkı maddi sabit aktiflerde olduğu gibi ya uzun vadeli yabancı kaynaklar ile ya da özkaynaklar ile yerine getirilir.

Kuruluş giderlerinin finansman kaynağı genellikle işletme içi kaynaklardan olan ödenmiş sermayedir. Kuruluş aşamasında yapılan bu giderlerin özkaynaklardan finanse edilmesinin yanında kuruluş aşamasında yabancı kaynak temini bir kenara bırakılacak olursa, uzun vadeli yabancı kaynaklar da olabilecektir. Ancak; analize tabi dönem ile kuruluş dönemi arasındaki faaliyet dönemleri dikkatle izlenmelidir. Çünkü; uzun vadeli finansman kaynağı ile temin edilmiş olsalar bile geçen dönemler sonunda yabancı kaynaklar kısa vadeli hale gelmiş olabilirler.

Analiz yapılan dönem ile gayrimaddi sabit aktiflerin işletme bünyesine katıldıkları dönem arasında oldukça uzun süre varsa bu varlıkların finansman kaynağı olarak özkaynak düşünölmelidir. Çünkü; bu varlıklar yabancı kaynaklar ile finanse edilmiş olsalar bile geçen dönemlerde sonucunda, gerek kârlar aracılığıyla gerekse atıl sermaye miktarlarıyla ödenmiş olacaklardır. Fiilen borçlanılarak elde edilmiş olsalar bile yabancı kaynaklarla bir ilişkisi olmayan bu kalemlerin özkaynaklardan finansman yoluyla elde edilmiş gibi analiz edilmesi gerçeğe daha uygun olacaktır.

3. Yatırımların Finansmanı

Başkaca bir işletme üzerindeki hak sahipliğini ifade eden yatırımlar grubun finansmanında, genellikle özkaynaklar kullanılırsa da oldukça verimli olduğu düşünülen hissese-netleri ile tahvillere uzun vadeli borçlanılarak yatırım yapılması oldukça doğal karşılanmalıdır.

Yatırımların getirisinin, uzun vadeli belirli bir kâr yanında birtakım başkaca unsurlar taşıdığı varsayılırsa (bir başka işletmenin yönetiminde söz sahipliği gibi), başka işletmelerden sağlanacak yarar-lara bağlı olarak işletme için oldukça yararlı kalemler oldukları söy-lenebilir. Bu varlıklara yapılan yatırımlarında işletme için, görüldük-lerinden daha önemli oldukları ve işletmeler arası ilişkilere neden ol-duğu da açıktır. İşte bu nedenlerle, bu varlıklara aktarılacak finans-man kaynaklarının işletme içi kaynaklardan sağlanmasının, iştirak edi-len işletmede olumlu etkiler bırakacağı da gözardı edilmemelidir.

4. Sair Aktiflerin Finansmanı

Sair aktiflerin finansman kaynakları, uzun vadeli yabancı kaynak-lar ile özkaynaklardır. Bu varlıkların finansmanında, kısa vadeli yaban-cı kaynaklar kullanılmaz. Ancak, kısa vadeli yabancı kaynaklar içersinde bu grup varlıkların finansman kaynağının bulunmadığı da söylenemez. Uzun vadeli yabancı kaynakların yaklaşan taksitleri bu grup varlıkların fi-nansman kaynaklarını da içermektedir.

İmalat işletmelerinin satışa konu olan mallarını uzun vadeli ola-rak satmaları halinde, bir yıldan daha uzun bir süre sonra tahsil edilecek gelirler "uzun vadeli alacaklar" adı altında sair aktifler grubunda yer alır. Böyle bir durumun, dönen varlıkları azaltarak işletme sermaye-si üzerinde olumsuz etki yapacağı ve yeni birtakım kaynak arayışlarına neden olacağı açıktır.

Ş.2. KAYNAKLARIN GERİ DÖNME DURUMUNUN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

İşletmelerin satıcılara olan senetli ve senetsiz borçları, genellikle stoklar, özellikle de hammadde malzeme, ambalaj malzemesi ve diğer işletme malzemesi stoklarının temininde finansman kaynaklığı ederler. Bu iki kaynak, kasa ve bankalar gibi hazır değerlerle ödenmelidirler. Bu da brüt işletme sermayesinin azalmasına neden olur.

Banka kredileri ise, mal ve hazır değerlerin kaynağı olabileceği gibi geçici yatırımlar ile bir yıldan kısa vadeli olmak kaydıyla peşin ödenmiş giderlerin finansmanında da kaynaklık ederler. Geri ödenmeleri ise, işletmeden nakit çıkışına neden olur.

Alınan kaporalar, nakitlerin kaynağıdır. Diğer kısa vadeli borçlardan farklı olarak, işletmeden nakit çıkışı ile değil, mal çıkışı ile ödenirler.

Ödenecek yasal yükümlülükler, hazır değerlerin finansman kaynaklarıdır. Nakitle ödenmeleri gerekir. Sair kısa vadeli borçlar ise, işletmenin ana amacı dışında kalan borçlardır. Genellikle nakitle ödenmeleri gerekir.

Uzun vadeli yabancı kaynaklar grubunun bir unsuru olan uzun vadeli borçlar ile banka kredileri, işletme uzun vadeli varlıklarının, özellikle de yatırımlar ile maddi sabit aktiflerin finansman kaynaklarıdır. Bu kaynaklar da nakitle ödenirler. Ancak; uzun vadeli olduklarından, yaklaşan taksitler nakit çıkışına neden olur. Eğer; duran varlıklar grubu içerisinde özel bir fon oluşturulmuşsa, bu fondan bir çıkışa neden olmaları da sözkonusudur.

Özsermaye grubu ise, genellikle maddi sabit aktiflerle gayrimaddi sabit aktiflerin finansman kaynağı olduğu gibi diğer duran varlıklarla

dönen varlıkların finansman kaynaklığında bulunabilirler. Geri ödenmeleri sözkonusu değilse de kâr dağıtımı ya da sermaye azaltımı durumlarında işletmeden nakit çıkışına neden olurlar. Ancak; bu gibi durumlarda, ortaklara borçlanma da sözkonusu olduğundan, borçlarda bir artışa da neden olabilmektedirler.

Özsermaye grubunun kullanımındaki yönetici inisiyatifi bu kaynakların, yabancı kaynaklara göre daha da özgür kullanımı sonucunu doğurur. Bu nedenle de özkaynakların ne kadarlık tutarlarının, hangi varlıkların finansmanında kullanıldığını belirlemek mümkündür. Fon kaynak ve kullanımları tablosu aracılığıyla hangi kaynakların hangi varlıkların finansmanında kullanıldığı tespit edilebilir.

Ş.3. AKTİFİN DÖNÜŞÜM HIZININ DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Daha önce de belirtildiği gibi dönüşüm hızıyla birtakım artışları oluşturan varlıklar (özellikle de dönen varlıklar), bu artışlar ile kendileri de finansman kaynağı yaratırlar. Ancak; dönüşüm hızı sonucunda dönen varlıkların artması (örneğin; satışların artması sonucunda hazır değerler ya da alacakların artması) ile yabancı kaynaklara olan gereksinim de azalacaktır.

Dönen varlıkların dönüşüm hızında herhangi bir nedenle duraksamalarla karşılaşılması durumunda da gereksinim duyulan kaynağın tespiti gerekecektir. Örneğin; satışlarda kısa süreli bir duraksamanın olması durumunda, kısa vadeli borçlara ya da özkaynaklara başvurulmalıdır. Çünkü; günlük işlemlerin yürütülmesinde ve yaklaşan borç ödemelerinde zorluklarla karşılaşılmasıyla karşılaşılacaktır. Geçici olan bu durum kısa vadeli borçlarla ya da özkaynaklardan finansmanla önlenebilir. Ancak; kısa vadeli borçlanmalarla finansman gereksinimlerinin giderilmesi ile işletme sermayesinde meydana gelecek değişim aynen kısa vadeli borçlarda da olacağından, net işletme sermayesinde bir değişim oluşmayacaktır.

Dönüşüm hızının yabancı kaynak gereksinimi üzerindeki etkileri araştırılırken önem kazanan konu; varlık kalemlerinin verimliliklerinin tespiti-
 tidir. Dönüşüm hızı yüksek olan varlıkların verimli olduğundan sözedilir.
 Verimli olan bu varlıklara yapılacak yatırımlar da belirli bir gelir yaratacaktır. İşte bu nedenle dönüşüm hızı yüksek olan varlık kalemleri (bu özelliklerinden dolayı), yabancı kaynak gereksinimlerini azaltırlar. Fakat; dönüşüm hızının yüksek olması, bu varlıkların satışlara oranla, düşük olmasından da kaynaklanabilir. Verimlilikleri oldukça yüksek olan bu varlıklar, tutarları arttırıldıklarında verimlilik düşüşü gösterirlerse, yani, satışı olumlu etkileyemiyorlarsa, borçlanmaya yönelmede bir yarar görülmeyecektir. Bunun içindir ki dönüşüm hızı incelenirken, varlıkların verimliliklerinin çok iyi analiz edilmesi gerekir.

Ş.4. DİKEY ANALİZ YÖNTEMİNİN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Dikey yüzdelerle ifade edilmiş bilançolardan, bir işletmenin aktif ve mali yapılarının kompozisyonları incelenir. İşletme fonlarının döner değerlerle duran varlıklar arasında ne şekilde kullanıldığı, dönen ya da duran varlıklara ait kalemlerden hangilerine önemli miktarlarda yatırımlarda bulunulduğu saptanır. İşletme kaynaklarında da özsermaye ile borçların oranlarının ne olduğu gösterilebildiği gibi borçlar arasında kısa vadeli borçların mı yoksa uzun vadeli borçların mı daha önemli bir yere sahip olduğu belirtilebilir. Dikey yüzdelerin incelenmesi, işletmenin aşırı bir borçlanmaya yönelip yönelmediği hususunu da ortaya koyar(1).

Dikey analiz yöntemi uygulanan dönem bilançolarında, işletmenin

(1). Yüksel KOÇ-YALKIN, İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri, B. 4, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Ya. No. 117, Ankara, 1975, s. 110.

dönen varlıkları ile duran varlıklarının, toplam varlıklar içerisindeki oranı saptanabildiği gibi, bu iki varlık grubunun kendi içerisindeki dağılımları da tespit edilebilir. Aynı şekilde; bilanço pasifine de dikey analiz yöntemi uygulandığında, vadeler itibarıyla borçlanma ve özsermayenin toplam varlıklar içerisindeki ve kendi içerisindeki oranları da saptanabilir.

Tespit edilen dikey yüzdeler doğrultusunda, yetersizliği görülen varlıkların temininde hangi finansman kaynaklarının kullanılmasının genel kabul görmüş ilkelere uygun olacağı ve işletmenin mali durumunun hangi kaynaklara yönelmenin sözkonusu olabileceği tespit edilebilir. Dönüşüm hızı oldukça yüksek olan ve verimliliğinin artırılması ile daha da artabileceği tahmin edilen varlıklara hangi kaynaklardan finansmana yönelineceği dikkate alınarak; gereksinim duyulan finansman kaynakları tespit edilebilir.

Örneğin; satış arttırıcı çabalara katlanılarak, satışların arttırılabileceği planlanıyorken, aynı zamanda da üretimin kapasite arttırımına da uygun olduğu tespit edilmiş ise, stokların arttırılması düşünülebilir. Uygulanan dikey analiz yöntemi sonucunda da stokların arttırılmasının likidite üzerinde bırakacağı etkinin fazla olmadığı tespit edilmişse, kısa vadeli borçlanma ile finansman kaynağı temin edilebilecektir. Kısa vadeli borçlarla stok arttırımına gidilmesi, çalışma sermayesinde olumsuz etki bırakmaz. Ancak; likidite durumunun bir miktar düşmesi sonucunu doğurur. Eğer; işletmenin likidite durumu yüksekse ve gereğinden fazla nakit varsa, borçlanmaya gidilmeden, aktif kalemlerle de finansmana yönelinmesi mümkündür.

Ş.5. FON AKIMI YÖNTEMİYLE GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Fon akımı yöntemiyle de gereksinim duyulan yabancı kaynakların tespiti mümkündür. Ancak; bu yöntem ile işletmenin faaliyet dönemindeki

bütün işlemlerini izleme olanağı yoktur. Sadece, faaliyet dönemi başındaki değerlerde, dönemsonu itibarıyla oluşan değişimleri açıklayabilme olanağı vardır.

Fon akım tablosu hazırlanırken, gelir tablosundan da yararlanılabilmesi durumunda; bu durum minimize edilerek, işletmenin dönem içersindeki bilanço hareketleri tamamen izlenmese de elde ettiği gelirlerin bir kısmının nerede kullanıldığı saptanarak, fon akım tablosunun bir kısım kullanımları ile bir kısım kaynaklarının, dolayısıyla da yatırım türü ile kaynaklar arasındaki ilişkinin saptanması kolaylaşır.

Fon akım tablosunun yararlarından biri, işletmenin cari dönemde elde ettiği mali olanaklarla, neler yapmış olduğu ve yaratılan mali olanakların dengeli olup olmadığının saptanmasıyken; bir diğer önemli yararı da gelecekteki fon gereksinimlerinin tahminidir.

Bu durum hazırlanan fon akım tablolarından dikkatle incelenerek, analize yönelindiğinde, işletmenin cari dönemde ne kadar fon yarattığı ve yaratılan fonların ne kadarlık kısmının borçlanma, ne kadarlık kısmının da işletme içi kaynaklardan oluştuğu tespit edilebilir. Kullanımlardan yola çıkılarak, bunların ne tür finansman kaynakları aracılığıyla temin edilmiş olabileceği saptandıktan sonra; bu kaynakların sürekliliği araştırılıp, yabancı kaynağa yeni bir gereksinim duyulup duyulmadığı da ortaya konabilir.

Ş.6. NET ÇALIŞMA SERMAYESİ DEĞİŞİM TABLOSU ARACILIĞIYLA GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

İlgili iki dönemsonu bilançosu ve gelir tablosu aracılığıyla çıkarılan net çalışma sermayesi değişimleri tablosundan; biten dönemde çalışma sermayesinde oluşan değişimler ortaya konur. Dönemsonunda elde bulunan net çalışma sermayesinin durumu ile bir sonraki dönemde kullanıma sunulacak kâr da dikkate alınarak, gelecek dönemde kısa vadeli borçlanma-

ya gereksinim olup olmadığı konusunda bir tespite yönelinebilir.

Net çalışma sermayesinin gereğinden fazla bulunduğu dönemlerde, kısa vadeli borçlara yönelmeye gidilebileceği gibi yapılacak birtakım analizler sonucunda brüt çalışma sermayesi de gereğinden fazla görülürse hem dönen varlıklarda hem de kısa vadeli borçlarda -eğer gerek varsa- belirli bir azaltım sözkonusu olur. Bu gibi durumlarda özkaynaklardan finansmana ağırlık verilmelidir.

Net çalışma sermayesi işletme için yeterli bir düzeyde ise, verimliliğinin arttırılması için borçlanmalara gidilerek, verimliliğinin arttırılması ile gerekli görülen dönen varlıklara finansman gerçekleştirilir. Bu durumda net çalışma sermayesi değişmeyecek ancak, verimliliğinde bir artış görülecektir.

İşletmede net çalışma sermayesi yetersiz ise ya da net çalışma sermayesi noksanı mevcut ise, yabancı kaynaklardan finansmana yönelmeden, özkaynaklardan ya da duran aktiflerden finansman gerçekleştirilir.

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ İLE VERİMLİLİKLERİNİN ÖLÇÜLMESİ

VE

OPTİMUM BORÇLANMA

S.1. YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ

İşletme varlıklarının finansmanında kullanılan birtakım kaynaklar maliyet unsuru içerirler. Borçların da kaynağın vadesine, miktarına göre maliyetleri vardır. Ancak; bilhassa kısa vadeli kaynaklar arasında sayılan kaynak kalemlerinden bazıları örneğin; yasal yükümlülükler, alınan avanslar ve depozitolar gibi kaynakların (belirli koşulları-kapsamaları şartıyla) temininde işletme için bir maliyet söz konusu değildir(1).

Borçların vadesi geldiğinde, ödenmesi güçlüğüne düşülebilir. Fakat; bu durumda dönen varlıklardan ya da duran varlıklardan bir kalemin

(1). Yılmaz KARAKOYUNLU, Mali Bünye Analizi, İstanbul Reklam Ya. No. 27, ?, ?, s. 56.

elden çıkarılarak bu finansman sorununun çözümüne gidilebilir. Varlıkların elden çıkarılması, işletme için belirli bir zarar unsuru taşırsa, maliyetli ya da maliyetsiz borçlanmaya yönelinir. Ancak, borçlanılarak borç ödenmesi, maliyetleri olumsuz etkileyecek, her şeyden önce, işletme itibarında olumsuz etkiler doğuracaktır.

Yabancı kaynakların maliyeti, kaynağın elde edilmesinde yapılan masraflarla, ödenmesi taahhüt edilen faize ve diğer maliyet unsurlarına bağlıdır. Ancak, borçlanmaya yönelme özkaynakların gücüne bağlı olduğundan, ortalama maliyeti hesaplanırken; Ortalama sermaye maliyetinin saptanması gerekir. Bu sebeple, örneğin, 100.-TL borçlanırken, 6.-TL faiz ödüyorsak, 100.-TL'nin maliyeti 6.-TL'dir diyemeyiz; zira bu 100.-TL'yi elde edebilmek için bir miktar özsermaye ihtiyacı vardır(2).

Borçların işletmeye maliyeti birtakım oran analizleri yöntemiyle de saptanabilir. Örneğin, kısa vadeli borçların maliyeti belirlenirken, finansman giderlerinin borçlara oranından yola çıkılarak, maliyet saptanabilir. Formüle edecek olursak;

$$\frac{\text{Finansman Giderleri}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}} = \%$$

Ancak; burada dikkat edilmesi gereken nokta, formulün paydasında yer alan rakamın, maliyet içermeyen borçlardan arındırılmış olmasıdır. İşletmede uzun vadeli borçların miktarı ayrılmış iken, finansman giderlerinde de böyle bir ayrıma gidilmişse, her iki vadeli borçlanma için de bu orandan yararlanılabilir.

(2). Zeyyat HATİPOĞLU, İşletme Finansı, Temel Araştırma Ya. No. 6, İstanbul, 1986, s. 103.

I. KISA VADELİ BORÇLARIN MALİYETİ

Kısa vadeli yabancı kaynaklardan bazılarının maliyetinin bulunmadığı daha öncede belirtilmişti. Bunlar;

1. Ödenecek yasal yükümlülükler,
2. Alınan avanslar,
3. Depozitolar,
4. Personele borçlar,

olarak sıralanırlar.

Ancak, bu borçların taahhüt edilen zamanlarda ödenmemesi, beklenmeyen maliyetlerin doğmasına yol açar. Örneğin, yasal yükümlülüklerin yasalarca belirtilen süre içinde ödenmemesi, faiz gideri ya da gecikme zammı gibi birtakım giderlerle karşılaşılması sonucunu doğurur. Alınan avansların, taahhüt edilen mal ya da hizmet teslimatının gerçekleştirilememesi durumunda da birtakım maliyetler doğurması, doğal bir sonuç olarak karşılanmalıdır.

Maliyet unsuru taşımadıkları belirtilen kalemlerin dışında kalan kısa vadeli yabancı kaynakların da bazen, maliyet unsuru taşımadıkları görülebilir. Örneğin, satıcılardan kredili olarak sağlanan hammadde ve malzeme temininde kullanılan kaynaklarda eğer, alış anında vade farkı uygulamasına gidilmemişse, maliyet unsuru taşımazlar. Aynı şekilde, sair borçların bir kısmının da maliyet unsuru taşımadıkları söylenebilir.

Ancak, kredili alışın maliyetinin olduğu durumlar da sözkonusudur. Fatura üzerinden yapılacak iskonto ya da peşin ve vadeli satışlara ayrı ayrı fiyat uygulaması gibi durumlarda, işletmenin belirli bir maliyete katlanması gerekecektir. Maliyetin borç üzerine eklenmesi sonucunda da kısa vadeli borçlar tutar olarak artacaktır.

Kredili emtia satınalmanın maliyetinin banka faizlerinin civarında olması düşünülürse de, bunun banka faizlerinden daha yüksek ol-

duğu görülmektedir. Bunun sebebi ise, bankalardan kredi alamayacak kadar finansal bünyesi zayıf olan işletmelerin bu tür ticari kredilere başvurmalarından kaynaklandığı görülmektedir(3).

Banka kredilerinin maliyeti ise, kredinin alındığı dönemdeki cari kredi faizleridir. Ancak; sermaye maliyeti hesaplanırken, ticari kredi ve banka kredileri maliyetleri üzerinde genellikle durulmaz. Fakat ticari krediler ve banka kredileri sermayenin devamlı bir parçası haline gelmişse yani kısa vadeli borç sözleşmeleri her yıl yenileniyorsa finansal yönetici bu yolla sağlanan fonların maliyetini de sermaye maliyetine katmak zorundadır. Bu tür borçlanmalar için faiz ile birlikte vergi, ipotek masrafı, haberleşme masrafı gibi giderlerde sözkonusuysa, bu tür giderlerin de borcun maliyetine eklenmesi gerekmektedir(4).

II. UZUN VADELİ BORÇLARIN MALİYETİ

Uzun vadeli yabancı kaynaklar, belirli bir maliyet unsuru içermektedir. Çünkü; bu tür kaynaklar banka kredileri ya da tahvillerdir. banka kredilerinin maliyeti ödenen faiz ve diğer masraflar iken, tahvillerin maliyeti ise emisyon giderleri ile faiz giderleridir. Tahviller, itfa edilmelerinde değerinin üzerinde bir de ikramiye sözkonusu ise, bu ikramiye bedellerinin, ödenecekleri yılın pasifine kaydedilmesi gerekir(5).

Kısa vadeli banka kredilerinin maliyetinin, uzun vadeli banka kredilerinin maliyetinden daha düşük olması beklenir. Ancak bu durum ülkemizde tam tersi bir şekilde işlerlik kazanmıştır. Bunun nedeni olarak işletmelerin kısa vadeli kredilere daha çok başvurmaları, her yıl

(3). Yaşar GÜRGEN, İşletme Finansı, Ankara, 1972, s. 138.

(4). Semih BÜKER, Finansal Yönetim, T.C. Anadolu Üniversitesi, ESBAY Ya. No. 23, Eskişehir, 1985, s. 293.

(5). Ali Sait YÜKSEL, Para Bulma ve Kredi İşleri Finansı, B.3, İstanbul, 1973, s. 62'den; TTK Md. 464/3.

yenileme durumunda kalmaları ve ülkemiz ekonomik koşullarının genel olarak kısa vadeli işlemler üzerinde oluşmasıdır. İşletmelerin daha çok kısa vadeli borçlanmalara yönelmesi sonucunda da bankaların uyguladıkları faiz oranlarında da tersine bir orantı doğmuştur.

Ş.2. YABANCI KAYNAKLARIN VERİMLİLİKLERİNİN ÖLÇÜLMESİ

I. AKTİFLERİN VERİMLİLİĞİ

Ne tür kaynaklarla finanse edilirse edilsin, aktif kalemlerin her bir unsurunun verimli olması, o unsurun iyi kullanıp kullanılmamasına bağlıdır. Örneğin, stokların satışa konu olmaması, ne kadar kâr beklenirse beklensin, verimli bir yatırım olmamaları sonucunu doğurur. Ya da alınan makine teçhizatların araştırmaya dayandırılmadan temin edilmiş olması, kapasitesinin incelenmemiş olması, o maddi sabit aktif kaleminin atıllaşması demektir. Bilanço üzerinde oldukça önemli bir tutarı teşkil etseler bile, işletme için gerçek anlamda verimsizdirler. Bu da, borç ödeme gücünden, faaliyetin sürdürülmesine kadar, birçok alanı olumsuz etkiler.

Döner aktiflerin verimliliği, dönüşüm hızına bağlıdır. Ancak bu, dönüşüm hızı oldukça yüksek olan unsurun verimli olduğu anlamına gelmez. Örneğin, mamul stoklarının oldukça yüksek bir dönüşüm hızına sahip olması işletmenin satışlarının iyi gittiği anlamına gelebilir. Ama, bu durumda stokların verimli olduğu sonucunun çıkarılması için, imalatın da destekler nitelikte olması gerekir. Çünkü; imalat kapasitesinin düşük olması durumunda satışlarda bir tıkanma doğacak ve siparişlerin karşılanması bile olanaksız hale gelebilecektir. İmalatın satışı destekleyebilmesi ise, maddi sabit aktiflere yapılan yatırımların doğru ve etkin şekilde gerçekleşmesine bağlıdır.

Duran varlıkların verimliliği ise, bu varlıkların kapasiteleri ile kullanılabilirliklerine bağlıdır. Verimlilik üzerinde maddi aktif

kıymetlerin kapasiteleri önem kazanırken, yatırımların verimliliği ise, kullanılabilirliklerine ve beklenen nakit girişlerine bağlıdır. Başka bir işletmenin sermayesine uzun süreler için yatırım yapılmış ve bu yatırım günlük faaliyet karmaşasında dikkate alınmadan, bir kenarda bırakılarak, sözkonusu işletme hakkında yeterli ve doğru bilgilerle desteklenmemişse, verimli olmayacaktır.

Döner aktiflerin dönüşüm ile sağladıkları verimlilik, duran aktiflerin verimliliğini etkilediği gibi duran aktiflerin verimliliği de döner aktiflerin verimliliğini etkiler. Verimli bir döner aktif kalemi duran aktiflerin verimliliği üzerinde olumlu etkiler yaratır. Örneğin, işletme stoklarının verimliliği maddi sabit aktiflerin verimliliğini arttırıcı bir unsurdur. Hızlı bir dönüşüm hızı ile satışa konu olabilen stoklar, nakit girişlerini ya da alacakları olumlu etkileyecektir. Bu durumda da stokların satışa konu olması sonucunda imalat kapasitesi tam kapasiteye oldukça yaklaşacak ve üretim arttırılabilecektir. Böyle bir durumda yeni maddi sabit kıymet alımlarına yönelinerek, kapasite arttırımına gidilebileceği gibi, diğer birtakım yatırımlara da yönelinebilecektir.

Duran aktiflerin verimli alanlara yatırılması da döner aktifler üzerine olumlu etkiler yaratır. Örneğin, doğru ve etkili kararlar sonucunda yapılan yatırımlar ile sağlanacak olan nakit girişleri, kasa ya da bankalar gibi hazır değerler üzerinde olumlu bir etki bırakırlar, bunun sonucunda da günlük faaliyetlerin yürütülmesi ve daha etkili kararlar alınması sağlanır.

Her bir aktif kalemin verimliliği mali analiz teknikleriyle ayrı ayrı saptanabilir. Ancak, bu kalemlerin verimliliğinin, başka kalemlerin verimliliğine de bağlı olduğu unutulmamalıdır.

Aktiflerin verimliliği saptanırken, faaliyet oranları ya da diğer

oran analizlerinden yararlanılır. Birtakım oranlar, sadece birtakım kalemlerin verimliliğinin saptanmasına yarar; birtakım oranlar da bir kaç kalemin birden verimliliğinin saptanabilmesi sağlanır. Aktif verimliliğinin saptanmasında kullanılan oranlardan bazıları şunlardır.

- i. Stok devir hızı oranları,
- ii. Alacakların devir hızı oranı,
- iii. Alacakların ortalama tahsilat süresi,
- iv. Hazır değerler devir hızı oranı,
- v. Net çalışma sermayesi devir hızı oranı,
- vi. Döner aktifler devir hızı oranı,
- vii. Duran aktifler devir hızı oranı,
- viii. Maddi sabit kıymetler devir hızı oranı,
- ix. Toplam aktifler devir hızı oranı.

II. AKTİF VERİMLİLİĞİNİN YABANCI KAYNAK VERİMLİLİĞİNE ETKİSİ

Aktif verimliliğinin yabancı kaynaklar verimliliğindeki etkisi araştırılarak, finansmanında yabancı kaynakların kullanılan aktif kalemlerinin, değişik yöntemlerle tespit edilen verimlilikleri temel faktördür. Yabancı kaynağın yatırıldığı aktif kalemler verimli durumdaki iseler, yabancı kaynak kullanımının verimliliğinden sözedilebilir. Örneğin, hammadde ve ambalaj stokları, borçlanılarak finanse edilebilirler. Bu durumda finansman kaynaklığı yapan borçların fiili bir maliyeti -genellikle- olması bile, bu borcu temin edebilmek için belirli bir özkaynak gücünün gerektiği açıktır. satıcı firma nezdinde bir güvence olan özkaynak gücünün sözkonusu aktifin finansmanında kullanılmasının bir maliyet unsuru olduğu söylenebilir. Bu durumda da stokların özkaynakların fırsat maliyetine eşit bir getirisinin bulunması gerekir. Stok devir hızının yüksek olması durumu da bu aktif kıymetin verimliliğini açıklayabilecek nitelikte ise, ayrıca verimliliği de en azından özkaynakların fırsat maliyetine eşitse, yabancı kaynakların stokların finansmanında

kullanılması, yabancı kaynaklar için verimli bir sonuç doğurur.

Kısa ya da uzun vadeli kaynaklar ile işletme içi kaynaklardan finanse edilen aktiflerin, verimli kullanımı, finansman kaynakları üzerinde de olumlu etkiler doğurur. Bu etkiler, borçların zamanında ve ödeme güçlüğü çekilmeden ödenmesi, özkaynak gücünün artması olarak karşımıza çıkar.

Aktif verimliliğinin, yabancı kaynak verimliliğine etkisi tespit edilirken kaynak ile varlık arasındaki farklı ilişkilerden yararlanılır. Bu konuda yararlanılabilecek oranlar şunlardır:

- i. Faaliyet sonucu sağlanan fonun kısa vadeli yabancı kaynaklara oranı,
- ii. Net çalışma sermayesinin faaliyetlerden sağlanan fona oranı,
- iii. Kısa vadeli yabancı kaynakların faaliyetlerden sağlanan nakit kaynaklara oranı,
- iv. Sabit aktiflerin özkaynaklara oranı,

Aktif verimliliğinin, yabancı kaynak verimliliğine etkisi incelenirken, gerçek amaçları farklı olsada, birtakım unsurları aracılığıyla konunun incelenmesine yardımcı olabilecek analiz yöntemleri de bulunmaktadır. İşletmelerin faaliyet durumlarıyla ilgili olan bu analizler de şunlardır:

- i. Karşılaştırmalı bilançolar analizi,
- ii. Trend analizi,
- iii. Net çalışma sermayesi değişim tablosu analizi,
- iv. Fon akım tablosu analizi.

Aktif verimliliğinin yabancı kaynak verimliliğine etkisinin tespitinde kullanabileceğimiz bu analiz yöntemleri ve diğer birtakım teknikler, tek başına konuya ışık tutmaktan uzak görülebilirler. Tüm bu analizlerin birlikte değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

Ş.3. YABANCI KAYNAK MALİYETİNİN KARŞILANMA DURUMUNUN ÖLÇÜLMESİ

Aktif kalemlerin finansmanında kullanılan borçların maliyetinin karşılanıp karşılanmaması, borçların verimliliğine dolayısıyla da aktiflerin verimliliğine bağlıdır. Yabancı kaynakların kullanıldığı aktif kalemlerin yeterli verimlilik düzeylerine ulaşması, yabancı kaynakların verimliliğini de etkileyecek ve maliyetlerinin karşılanıp karşılanmadığı konusunda tespiti yönelinebilecektir. Duran varlıklara yapılan yabancı kaynaklardan finansmanın, ilk dönem itibarıyla maliyetinin karşılanmamasını beklemek yerinde olacaktır. Bu gibi bir durumda, uzun dönemler gerektirecek olan nakit girişleri ile maliyetin karşılanma durumunun ölçülmesi rasyonel olmayacaktır.

Yatırımlar grubuna yapılan, borçlardan finansmanın maliyeti, yatırımlardan beklenen kâr payı ya da faiz gelirlerine bağlıdır. Aynı kural geçici yatırımlar içinde geçerlidir.

Yabancı kaynak maliyetinin karşılanmasında kullanılacak en iyi araç kanımızca, faizleri karşılama oranıdır ve,

$$\frac{\text{Faiz Giderleri} + \text{Vergi Öncesi Net Kâr}}{\text{Faiz Giderleri}}$$

faiz giderleri

şeklinde formüle edilir.

Oran aracılığıyla işletmenin, ödemek zorunda olduğu faiz giderlerinin kaç kez kazanıldığı tespit edilir. Oranın en az 1 olması gerekir ki, işletmenin verimliliğinden sözedilebilsin. Bu durumda işletmenin yabancı kaynaklarının maliyetinin minimize edilerek, sınırlanır.

Borçların maliyetinin karşılanmasının tespitinde kullanılan bu oran, işletmenin yıllık faiz yükünü kolaylıkla karşılayıp karşılayamadığının belirlenmesini sağlar.

§.4. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ İŞLETME GENEL KÂRLILIĞINA ETKİSİNİN

ÖLÇÜLMESİ

İşletme dışı kaynaklara başvurarak borçlanma pahasına aktif kıymetlerin finanse edilmesinde, sadece maliyete yani faiz giderlerine katlanılacağı anlamını çıkarmak, yabancı kaynakların verimliliğinin dikkate alınmaması ve hatta işletme kârlılığına etkisinin gözardı edilmesi anlamına gelir. Yabancı kaynakların işletme genel kârlılığı üzerindeki etkisi;

$$\frac{\text{Faiz Giderleri} + \text{Vergi Öncesi Net Kâr}}{\text{Yabancı Kaynaklar}}$$

Yabancı Kaynaklar

şeklinde formüle edilebilir. Oran, borçların değeri üzerinden, hangi oranda kâr elde edildiğini gösterir. Ancak; dikkat edilmesi gereken nokta, payda da yer alan borçlara, maliyet unsuru taşımayan yabancı kaynakların eklenmemesidir. Örneğin; borçların tutarından, ödenecek vergiler çıkarılarak payda içersinden çıkarılmalı ve oran öyle bulunmalıdır. Bu, borçların maliyetinin karşılanması daha gerçekçi bir sonuç alınmasını sağlayacak ve analiz sonuçları değerlendirilirken gerçeğe daha yakın bir sonucu ulaşılabilecektir.

Borçların işletme genel kârlılığına etkisi saptanırken; toplam sermayenin amortismanı ve hatta özsermayenin amortismanı oranlarından da yararlanılabilir. İşletmenin elde ettiği vergi öncesi net kâr ile faiz giderlerinin, özsermaye ile uzun vadeli borçlara oranı olarak açıklayabileceğimiz sermayenin amortismanı oranı aracılığıyla uzun vadeli sermayedarların kârları tespit edilebilir.

Vergi öncesi net kârın dönemler arası özsermaye ortalamasına oranlanması ile bulunan özsermayenin amortismanı oranıyla ise, işletme kârlılığında etkili olan özsermayenin etkisi tespit edilir. Çıkarılacak olan sonuç ile işletmenin herhangi bir kaynağa gereksinim duyup duymayacağı

tespit edilebileceği gibi yabancı kaynağa yönelinmesi durumunu da ortaya koyar. Yabancı kaynakların işletme genel kârlılığı üzerindeki etkisi araştırılırken; özsermayenin amortismanı oranından yararlanılırken dikkat edilecek bir diğer nokta ise, sermayenin amortismanı oranı ile özsermayenin amortismanı oranı arasındaki ilişkidir. Bu ilişki dikkate alındığında yabancı kaynakların işletme genel kârlılığındaki etkisi daha bir açıklık kazanır. İki oran arasındaki fark küçüldükçe yabancı kaynak kullanımının işletme kârlılığını olumlu, büyüdükçe de olumsuz etkilediği söylenebilir. Oranlar arasındaki farklılık, kullanılan yabancı kaynak miktarının tespiti de yapılabilmesi olanağını sağlar.

Ş.5. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ DEĞERLENDİRİLMESİ

İmalat işletmelerinde yabancı kaynak kullanımının tespitine çalışılırken; aktifin verimliliği ve bu verimliliğin borçların verimliliğine etkisi ile yabancı kaynak maliyetinin karşılanması için kullanılan analiz tekniklerinden fon kaynak ve kullanımları tablosu, net işletme sermayesi değişimleri tablosu, oran analizleri ve özkaynak değişimleri tablosunun ayrı ayrı değerlendirilmesi bir anlam vermekten uzak kalabilir. Tüm bu tekniklerin ve hatta gelir tablosu ile ilgili diğer birtakım analizlerin birlikte değerlendirilerek durumu ortaya koyan bir analize gidilmesi, amaca ulaşılması açısından daha doğru olacaktır.

Fon kaynak ve kullanımları tablosu ile dönem içersinde yaratılan kaynakların hangi kaynaklardan elde edildiği ve bu kaynakların hangi aktif kalemin finansmanında ya da hangi pasif kalemin azaltılmasında kullanıldığı tespit edilirken, yaratılan yeni kaynakların (örneğin; bir borcun) maliyetinin karşılanma durumunun ölçülerek verimliliğinin tespiti yapılır. Aynı şekilde; finansmanında belirli bir kaynağın kullanıldığı tespit edilen aktif kalemlerin verimliliklerinin saptanması ile de bu kalemin finansmanında kullanılan kaynağın etkin ve verimli bir alana yatırılıp yatırıl-

madığı ve dolayısıyla da bu kaynağın verimliliği de saptanır. Net çalışma sermayesi değişimleri dikkatle incelenerek özkaynaklardan finansmanın etkisinin arttırılıp arttırılmadığı ve sonucun ne olduğu konusunda da bir fikir sahibi olunabilir. Ayrıca; duran aktifler grubunun verimliliği de dikkate alınır, net çalışma sermayesindeki değişikliklerin duran aktifler grubunu nasıl etkilediği, bunun da işletme genel kârlılığında ne gibi etkiler yaratacağı saptanabilir. Gelir tablosu ile ilgili birtakım analizlerin de dikkate alınması sonucunda, yabancı kaynak kullanımının işletme vergi öncesi net kârlılığına ya da faaliyet kârlılığına etkisi saptanabileceği gibi işletmenin vergi öncesi net kârlılığının bilanço toplamı üzerinden hangi oranlarda olduğu da ortaya konabilir.

Yabancı kaynak kullanımının değerlendirilmesine yönelirken; dikkat edilmesi gereken bir diğer husus ise, yabancı kaynakların verimliliği ile işletme faaliyet dışı giderlerinin işletme genel kârlılığına etkisinin de incelenmesi, yabancı kaynak kullanımının değerlendirilmesinin yanısıra borçlanmanın işletmenin genel durumunu nasıl etkilediği konusunda yararlanılabilecek ve durumun değerlendirilmesinde daha etkin kararlar alınmasını sağlayacak bir teknik olarak nitelendirilmektedir.

§.6. İMALAT İŞLETMELERİNDE OPTİMUM YABANCI KAYNAK MİKTARI

Bir işletme için en verimli gelişimin sağlanacağı kaynak miktarı optimum kaynak miktarı olarak isimlendirilir. Uygulamada kesin olarak belirlenmesi zor olmakla birlikte, işletmenin toplam sermaye yapısı için optimal bir borç özsermaye oranı vardır. Bu optimal karışım iki değişkenin fonksiyonudur; beklenen gelir ve risk(6).

Optimum yabancı kaynak miktarı, birtakım oran analizleri ile tespit edilir. Bunlar:

(6). Semih BÜKER, s. 212.

- i. Borçların aktif toplamına oranı,
- ii. Özkaynakların aktif toplamına oranı,
- iii. Özkaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı (ya da tersi),
- iv. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı,
- v. Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı.

Ancak; bu oranlar "olması gerekeni" değil, olanı ortaya koyarlar.

Olması gereken, işletmenin günlük işlemleri ile birlikte, işletmenin birtakım zorunlulukları da dikkate alınarak saptanabilir. İşletmelerin fiili duruma müdahale ederek optimum kaynak miktarının oluşmasını sağlaması ve işlemlerin bu duruma göre ayarlanması, beklenmez durumlarla heran karşılaşılabilirliğinden, neredeyse mümkün değildir. İşletmelerin yaşam evresi içerisinde izleyebilecekleri bu oranların nasıl olması gerektiği, aktif varlıkların verimlilik oranlarına bağlıdır. Bu da optimum kaynak miktarının belirlenmesinde, diğer belirttiğimiz oranlara gereksinim duyulduğunu gösterir.

Ayrıca; optimum kaynak miktarı saptanmaya çalışılırken, fon akım tablosu, yabancı kaynaklar değişimleri tablosu, net çalışma sermayesi değişimleri tablosu ile diğer birtakım tabloların, mali tablolarla birlikte kullanılması yerinde olacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

VE

AKTİFİN FİNANSMANINDA YABANCI KAYNAK

KULLANIMI ANALİZİ

Ş.1. ETİ ŞİRKETLER GRUBU'NUN TANITIMI

Ülkemiz bisküi sektörünün önde gelen kuruluşu olan ve ETİ BİSKÜİLERİ adıyla tanınan topluluk, üretim faaliyetlerini Eskişehir'de sürdürürken, Ülke genelinde 12 bölgeye dağılmış Eti Pazarlama Bölge Müdürlükleri ve 3 ildeki irtibat bürolarıyla, sektör liderliğine ulaşma çabası içersindedir. Bu amaca çeşitli mamullerde de ulaşılmıştır.

Grup, iki üretim şirketi, bir pazarlama şirketi ve bir de bisküi makineleri imali ile iştiğal eden makine fabrikası olmak üzere, dört şirketten oluşmuştur.

Grup'ta faaliyet gösteren dört şirket şunlardır:

- I. Eti Gıda Sanayi Ve Ticaret A. Ş.,
- II. Tam Gıda Sanayi Ve Ticaret A. Ş.,
- III. Eti Pazarlama Ve Sanayi A. Ş.,
- IV. Eti Makine Sanayi Ve Ticaret A. Ş.

Ancak; imalat işletmelerinde yabancı kaynak kullanımını analizi amacını taşıyan tezimize, Eti Pazarlam Ve Sanayi A. Ş. ile Eti Makine' Ve Sanayi A. Ş. dahil edilmemiştir.

Yabancı kaynak kullanımının tespiti yapılırken; Gruba dahil iki üretim şirketinin 1987 ve 1988 Yılı sonu mali tabloları temin edilerek, analize yönelinmiştir. Uygulama da, birbirleriyle sürekli iş ilişkisinde bulunan şirketlerin konsolidasyonunda, iş ilişkileri sonucunda doğan alacak borç ilişkileri ile satış ve satınalma bedelleri konusunda, eliminasyona yönelinerek, üretim şirketlerinin birbirlerinden aldıkları yarımamullere ait satışlardan doğan gelirleri ile satınalma bedelleri elimine edilmiştir.

Birinci Kısım

Eti Şirketler Grubu'nda Gereksinim Duyulan Yabancı Kaynakların Tespiti

Ş.1. YATIRIM TÜRÜ VE DİKEY ANALİZ YÖNTEMLERİNİN DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Eti Şirketler Grubu'nun ilgili dönem bilançoları Tablo 1-A ve Tablo 1-B, gelir tablosu ise, Tablo 2' de gösterildiği gibi, analize uygun hale getirilerek düzenlenmiştir.

I. DÖNEN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR

Önceki bölümlerde, dönen varlıkların finansman kaynağı olarak, öncelikle kısa vadeli borçlar, sonra da özkaynakların kullanılabilceği belirtilmiştir. Eti Şirketler Grubu'nda her iki yılda da dönen varlıkların değerinin kısa vadeli borçlardan fazla olduğu görülmektedir. Çünkü;

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

KARŞILAŞTIRMALI BİLANÇOLAR ANALİZİ (1.000.-TL)

AKTİF	31.12.1987		31.12.1988		+ FARK	
	TL	%	TL	%	TL	%
I. DÖNER VARLIKLAR	<u>11.001.515</u>	<u>70,7</u>	<u>15.098.028</u>	<u>68,0</u>	<u>+4.096.517</u>	<u>37,2</u>
1. Hazır Değerler	664.565	4,3	568.029	2,6	+ 96.536	14,5
2. Alacaklar	6.082.297	39,1	7.634.167	34,4	+1.551.870	25,5
(-) Şüph.Al. Karş.	215.767	1,5	215.797	1,0	-	-
Net Alacaklar	5.866.530	37,6	7.418.400	33,4	+1.551.870	26,5
3. Stoklar	3.167.729	20,4	6.590.264	29,7	+3.422.535	108,0
4. Geçici Yatırımlar	1.294.888	8,3	-	-	-1.294.888	100,0
5. Peşin Öd. Giderler	7.803	0,1	521.335	2,3	+ 513.532	6581,2
II. DURAN VARLIKLAR	<u>4.560.192</u>	<u>29,3</u>	<u>7.101.352</u>	<u>32,0</u>	<u>+2.541.160</u>	<u>55,7</u>
1. Uzun Vd. Alacaklar	460.879	3,0	53.648	0,2	- 407.231	88,4
2. İştirakler	454.146	2,9	657.489	2,9	+ 203.343	44,8
3. Yatırımlar	176.867	1,1	501.012	2,3	+ 324.145	183,3
4. Maddi Sabit Aktifler	7.709.024	49,5	14.097.755	63,5	+6.388.731	82,9
(-) Birikmiş Amort.	4.514.134	29,5	8.732.079	39,3	+4.217.945	93,4
Net Sabit Aktifler	3.194.890	20,5	5.365.676	24,2	+2.170.786	67,9
5. Gayrimaddi Sabit Akt.	517	0,1	517	0,1	-	-
6. Akreditifler	272.893	1,7	523.010	2,3	+ 250.117	91,7
AKTİF TOPLAMI	<u>15.561.707</u>	<u>100,0</u>	<u>22.199.380</u>	<u>100,0</u>	<u>+6.637.673</u>	<u>42,7</u>

TABLO 1-A

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

KARŞILAŞTIRMALI BİLANÇOLAR ANALİZİ (1.000.-TL)

PASİF	31.12.1987		31.12.1988		FARK	
	TL	%	TL	%	TL	%
I. KISA VD. YABANCI KAYN.	5.083.975	32,7	8.119.171	36,6	+3.035.196	59,7
1. Banka Kredileri	294.014	1,9	1.189.395	5,4	+ 895.381	304,5
2. Kısa Vd. Borçlar	4.230.566	27,2	6.115.314	27,5	+1.884.748	44,6
3. Yasal Yükümlülükler	559.395	3,6	814.462	3,7	+ 255.067	45,6
II. UZUN VD. YABANCI KAYN.	796.568	5,1	675.067	3,0	- 121.501	15,3
1. Banka Kredileri	796.568	5,1	640.776	2,9	- 155.792	19,6
2. Diğer Uzun Vd. Borç.	-	-	34.291	0,1	+ 34.291	-
TOPLAM BORÇLAR	5.880.543	37,8	8.794.238	39,6	+2.913.695	49,5
III. ÖZKAYNAKLAR	9.681.164	62,2	13.405.142	60,4	+3.723.978	38,5
1. Ödenmiş Sermaye	1.932.591	12,4	2.326.136	10,5	+ 393.545	20,4
2. Yedek Akçeler	500.433	3,2	1.007.770	4,5	+ 507.337	101,4
3. Değer Artış Fonu	956.804	6,2	2.715.699	12,2	+1.758.895	183,8
4. Dağıtılmamış Kârlar	1.237.094	7,9	2.522.729	11,4	+1.285.635	103,9
5. Yatırım İnd. Karş.	16.993	0,1	16.993	0,1	-	-
6. Dönem Kârı	5.037.249	32,4	4.815.815	21,7	- 221.434	44,0
PASİF TOPLAMI	15.561.707	100,0	22.199.380	100,0	+6.637.673	42,7

TABLO 1-B

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

KARŞILAŞTIRMALI GELİR TABLOSU ANALİZLERİ (1.000.-TL)

	31.12.1987		31.12.1988		+ FARK	
	TL	%	TL	%	TL	%
I. BRÜT SATIŞ HASILATI	35.287.784	99,6	52.350.914	101,4	+17.063.130	48,4
1. Yurtiçi	34.249.914	96,6	49.233.647	95,4	+14.983.733	43,7
2. İhracat	1.037.870	3,0	3.117.267	6,0	+ 2.079.397	200,4
II. SATIŞ HS. İLAVELER	186.474	0,5	265.760	0,5	+ 79.286	42,5
III. SATIŞ HS. İNDİRİM	8.326	0,1	1.007.672	1,9	+ 999.346	1200,3
IV. NET SATIŞ HASILATI	35.465.932	100,0	51.609.002	100,0	+16.143.070	45,5
V. SATILAN MALIN MALİYETİ	27.288.621	76,9	42.699.023	82,7	+15.410.402	56,5
VI. SATIŞ GİDERLERİ	621.946	1,8	794.300	1,6	+ 172.354	27,7
VII. BRÜT SATIŞ KARI	7.555.365	21,3	8.115.679	15,7	+ 560.314	7,4
VIII. GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	2.314.188	6,5	4.280.693	8,3	+ 1.966.505	85,0
IX. FİNANSMAN GİDERLERİ	498.113	1,4	786.495	1,5	+ 288.382	57,9
X. FAALİYET KARI	4.743.064	13,4	3.048.491	5,9	- 1.694.573	35,7
XI. FAALİYET DIŞI KAR/ZARAR	294.185	0,8	1.767.324	3,4	+ 1.473.139	500,8
XII. VERGİ ÖNCESİ NET KAR	5.037.249	14,2	4.815.815	9,3	- 221.434	44,0

TABLO -2-

ilk yıl itibarıyla toplam aktiflerin % 70.7'lik oranını dönen varlıklar teşkil ederken, toplam kaynakların % 32.7'lik oranı kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. İkinci yıl ise, ilgili oranlar sırasıyla % 68.0 ve % 36.6 olarak gerçekleşmiştir.

İlk yıl itibarıyla, 11.001.515.000.-TL olan dönen varlıkların 5.083.975.000.-TL'lik kısmı (dönen varlıklar toplamının % 46.2'si) kısa vadeli borçlarla finanse edilirken; geri kalan 5.917.540.000.-TL'lik kısmı da (dönen varlıkların % 53.8'lik oranı) özkaynaklardan finanse edilmiştir. İkinci yıl 15.098.028.000.-TL'ye ulaşan dönen varlıkların 8.119.171.000.-TL'lik kısmı (% 53.8) kısa vadeli borçlanma, 6.978.857.000.-TL'lik kısmı da (%46.2) özkaynaklardan finanse edilmiştir.

Dönen varlıkların finansman kaynağı olarak kullanılan her iki unsurun da 1987 yılı itibarıyla bir analizi yapılacak olursa; stokların tamamının borçlanma yoluyla finanse edildiği ayrıca alacakların da bir kısmının kısa vadeli borçlarla finanse edildiği söylenebilir. Bu durumda da Grubun özkaynakları değerlendirmek amacıyla geçici yatırımlara yöneldiği ve hazır değerleri ile peşin ödenmiş giderlerinden kalan kısım ile geçici yatırımlara başvurduğu söylenebilir.

İkinci yıl ise, stokların etkinliğinin arttırılması amacıyla geçici yatırımlar elden çıkarıldığı gibi kısa vadeli borçlar arttırılırken; getirisinin yüksek olduğu düşünülen stoklara yatırım yapılmıştır. İlk yıl toplam aktiflerin % 20.4'ünü oluşturan stoklar ikinci yıl % 29.7 oranına yükselmiştir. 1988 yılında stoklar ile alacakların bir kısmının kısa vadeli borçlarla finanse edildiği düşünülürse, alacakların kalan kısmı ile hazır değerlerle peşin ödenmiş giderlerin, özkaynaklardan finanse edilmesi olasılığı artmış olacaktır.

II. DURAN VARLIKLARIN FİNANSMANINDA KAYNAKLAR

İlk yıl itibarıyla 4.560.192.000.-TL olan ve toplam aktiflerin % 29.3'lük kısmını içeren duran varlıklar toplamının 796.568.000.-TL'lik

kısmı (% 17.5) uzun vadeli borçlarla, kalan 3.763.624.000.-TL'lik kısmı da (% 82.5)öz kaynaklarla finanse edilmiştir

İkinci yıl duran varlıklar toplamı, 7.101.352.000.-TL'ye çıkmış ancak, toplam aktiflerin % 32.0'lık kısmını içeren bu orana karşılık, uzun vadeli borçlanma 675.067.000.-TL'ye yani duran varlıklar toplamının % 9.5 lik kısmına düşmüştür. Özkaynaklardan finansman ise, 6.426.285.000.-TL'ye (% 90.5) yükselmiştir.

1987 yılında yatırımlar, akreditifler ve maddi sabit aktiflerin bir kısmının uzun vadeli borçlarla finanse edildiği varsayılırsa, uzun vadeli alacaklar, iştirakler, gayrimaddi sabit aktiflerle maddi sabit aktiflerin kalan kısmının özkaynaklardan finanse edildiği sonucuna varılır.

İkinci yıl itibarıyla da, yatırımların bir kısmı ile akreditiflerin uzun vadeli borçlarla finanse edilirken, diğer duran varlıkların finansmanında özkaynaklardan finansman yoluna gidildiği varsayılabilir.

Her iki yıl itibarıyla yatırım türü ile kaynaklar arasındaki ilişki dikkate alınarak, durum özet tahmini bir tablo halinde düzenlenebilir.

<u>I. YABANCI KAYNAKLARDAN FİNANSMAN</u>	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>
1. Kısa Vd. Borçlardan Finansman	<u>5.083.975.000</u>	<u>8.119.171.000</u>
i. Stoklar	3.167.729.000	6.590.264.000
ii. Alacaklar (bir kısmı)	1.916.246.000	1.528.907.000
2. Uzun Vd. Borçlardan Finansman	<u>796.568.000</u>	<u>675.067.000</u>
i. Yatırımlar	176.867.000	501.012.000
ii. Akreditifler	272.893.000	174.055.000
iii. Maddi Sabit Akt. (bir kısmı)	<u>346.808.000</u>	<u>-</u>
BORÇLARDAN FİNANSMAN TOPLAMI	<u>5.880.543.000</u>	<u>8.794.238.000</u>

<u>II. ÖZKAYNAKLARDAN FİNANSMAN</u>	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>
1. DÖNEN VARLIKLAR		
i. Hazır Değerler	664.565.000	568.029.000
ii. Alacaklar	3.950.284.000	5.889.493.000
iii. Geçici Yatırımlar	1.294.888.000	-
iv. Peşin Ödenmiş Gid.	7.803.000	521.335.000
	<u>5.917.540.000</u>	<u>6.978.857.000</u>
2. DURAN VARLIKLAR		
i. Uzun Vadeli Alacaklar	460.879.000	53.648.000
ii. İştirakler	454.146.000	657.489.000
iii. Akreditifler	-	348.955.000
iv. Gayri Maddi Sabit Aktifler	517.000	517.000
v. Sabit Aktifler	2.848.082.000	5.365.676.000
	<u>3.763.624.000</u>	<u>6.426.285.000</u>
	<u>9.681.164.000</u>	<u>13.405.142.000</u>

Yatırım türü ile borçlar arasındaki bu varsayımsal ilişki kurulurken Grup imalat şirketlerinin geriye doğru bir kaç yıllık bilançoları ile faaliyet dönemi yönetim kararları incelenerek ilişkilerin gerçeğe yakın olması sağlanmıştır.

Uzun yıllar önce alınan maddi sabit aktiflerin finansmanında ilgili yıl itibarıyla özkaynakların finansmanın sözkonusu olduğu kesinleştirilirken uzun vadeli alacakların tamamının geçmiş dönem (1985 yılı) ihracat satışlarından kaynaklandığı ve artık özkaynaklardan finansmanın sözkonusu olduğu anlaşılmıştır.

Ayrıca 1975 ve 1981 yılında gerçekleştirilen iştiraklerde ilgili yılların kârlarından sağlandığı gibi gayri maddi sabit aktifler tutarının da

kuruluş giderleri olduğu saptanmıştır.

1987 Yılında dönen varlıklar ile duran varlıkların verimliliğinin dikkate alınarak bu grup kalemlerinin arttırılmasına gidilmiş ve kaynak yapısının arttırılması sonucu doğmuştur. Faaliyetlerin optimal bir yapıda sürdürülebilmesi amacıyla arttırılan aktif kalemlerin finansmanında, aktif kalem yani yatırım türü dikkate alınarak gereksinim duyulan yabancı kaynaklar saptanmıştır. Günlük faaliyetler sürdürülürken Grup için optimum kaynak dağılımı tüm olarak gerçekleştirilmeye çalışılarak kaynaklarda da arttırıma gidilmiştir.

Hammadde malzeme stoklarının temini borçlanma yoluyla gerçekleştirilirken, üretime konu olan bu stoklar mamul satışı sonucunda alacakların içersine girerek borç unsurlarının, alacakların finansmanında kullanılması sonucunu doğurmuştur.

1988 Yılında arttırılan yatırımlar ile 1987 yılı ve 1988 yılı akreditifleri uzun vadeli banka kredileri ile elde edilirken maddi sabit kıymetlerin bir kısmı da aynı kaynaklardan finansman ile şirket varlıklarına alınmıştır.

Dikey yüzdelerden; ilk yıl dönen varlıkların yarısından daha az bir kısmının kısa vadeli borçlarla karşılanabildiği dönen varlıkların büyük bir kısmının özkaynaklardan finanse edildiği anlaşılmaktadır. Dönen varlıkların finansmanında özkaynakların kısa vadeli borçlardan fazla olduğu bu durum nel kabul görmüş ilkelere aykırıdır ve atıl net işletme sermayesi doğurmaktadır.

Dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasında kalem kalem karşılaştırma yapıldığında kısa vadeli borçların tümünün stokların ve net alacakların finansmanına yetmediği anlaşılmaktadır. Çünkü; toplam kaynakların % 32,7'lik oranını kapsayan kısa vadeli yabancı kaynaklar toplamına karşın stoklar varlık ^{karın} % 20,4'ünü net alacaklarsa, % 37,6'sını oluşturmaktadır. Bu

Bu durumda da hazır değerler gibi bu kalemlerde de özkaynaklardan finansman unsurlarının bulunduğu görülmektedir.

Bu iki grup arasındaki ilişkiye ikinci yıl itibarıyla bakıldığında durumun biraz farklılaştığı anlaşılmaktadır. Bu yıl itibarıyla toplam aktiflerin % 68'lik oranını dönen varlıkların kapsadığı finansman kaynaklarının ise % 36,6'lık oranını kısa vadeli borçların oluşturduğu görülmektedir. Toplam varlıkların içersindeki dönen varlık oranında azalma görülürken finansman kaynakları içersindeki kısa vadeli borçlanma oranı artmıştır.

Ancak dikkati çeken nokta dönen varlıklar içersinde peşin ödenmiş giderler ile stokların etkisi arttırılırken kısa vadeli borçlanmalarda banka kredilerinin etkisinin arttırılmasıdır. Bu da stoklar ile peşin ödenmiş giderlerin maliyetli borçlarla karşılandığını göstermektedir.

Genel kabul görmüş ilkeler uyarınca bu durumun finansman maliyetlerinde bir artışa yol açacağı da açıktır.

Dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynakların kendi içindeki yüzdeleri incelendiğinde ise; 1987 yılı itibarıyla;

DÖNEN VARLIKLAR	31.12.1987			31.12.1987	
	TL	%		TL	%
Hazır Değerler	664.565.000	6,0	Banka Kredileri	294.014.000	5,8
Net Alacaklar	5.866.530.000	53,3	Kısa Vd. Borçlar	4.230.566.000	83,2
Stoklar	3.167.729.000	29,0	Yasal Yükümlülük.	559.395.000	11,0
Geçici Yatırımlar	1.294.888.000	11,6			
Peşin Öd. Gid.	7.803.000	0,1			
DÖNEN VARLIKLAR TOP.	11.001.515.000	100,0	K.VD.YAB.KAYN.T.	5.083.975.000	100,0

Kompozisyonu mevcuttur.

Bu dağılımdan da anlaşılacağı üzere dönen varlıkların bir çok kaleminin finansmanında kısa vadeli borçlar kalemi kullanılmaktadır. Ancak; dönen

varlıklar grubunun finansmanında özkaynak unsurunun da dikkate alındığında, alacaklar ile stokların finansmanında özkaynakların kullanıldığı anlaşılmaktadır.

Durum 1988 yılı itibarıyla,

DÖNEN VARLIKLAR	31.12.1988		KISA VAD. YAB. KAYN.	31.12.1988	
	TL	%		TL	%
Hazır Değerler	568.029.000	3,8	Banka Kredileri	1.189.395.000	14,6
Net Alacaklar	7.418.400.000	49,1	Kısa Vd. Borçlar	6.115.314.000	75,3
Stoklar	6.590.264.000	43,6	Yasal Yükümlülükler	814.462.000	10,1
Peşin Öd. Gid.	521.335.000	3,5			
DÖNEN VAR. TOP.	15.098.028.000	100,0	K. VD. YB. KYN. T.	8.119.171.000	100,0

şeklinde gerçekleşmiştir.

Dönen varlıklar içersinde, alacakların etkisi azaltılırken; kısa vadeli yabancı kaynaklarda damaliyetli borçların -Banka Kredilerinin- etkisi oldukça artmıştır.

Ş.2. AKTİFİN DÖNÜŞÜM HIZI DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Tablo 3'den de izlenebileceği gibi; 3,22 olan 1987 yılı dönen varlık devir hızı, ikinci yıl 3,42 olmuş ve satışların olumlu etkisi ile dönen varlıklar yükseltilmiştir. Özellikle hammadde ambalaj malzemesi stokları arttırılmıştır. Ancak; satışlarla yeterince desteklenmemiştir. Bu da dönen varlık devir hızını etkilediği gibi diğer kısa vadeli varlık kalemlerinin devir hızlarını da etkilemiştir. Devir hızlarındaki bu azalma kaynak gereksinimini arttırmıştır.

1987 Yılında maddi sabit varlık devir hızı 11,10 olarak tespit edilmiştir. Bu yıl imalat hattında revizyona yönelinerek kapasitenin arttırılma-

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

1987 - 1988 DÖNEMİ

AKTİFİN DÖNÜŞÜM HIZI DIKKATE ALINARAK YABANCI KAYNAK TESPİTİNDE

KULLANILAN ORANLAR

	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
1. Toplam Aktif Devir Hızı	2,28	2,32	Defa
2. Dönen Varlık Devir Hızı	3,22	3,42	Defa
3. Mamul Stok Devir Hızı	25,59	15,43	Defa
4. Hammadde-Ambalaj Stok Devir Hızı	12,95	10,68	Defa
5. İşletme Malzemesi Stok Devir Hızı	13,32	14,65	Defa
6. Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	5,99	7,40	Defa
7. Alacaklar Ort. Tahsilat Süresi	60,00	52,00	Gün
8. Duran Varlıklar Devir Hızı	7,78	7,27	Defa
9. Özkaynaklar Devir Hızı	3,66	3,85	Defa
10. Hazır Değerler Devir Hızı	18,10	90,9	Defa
11. Maddi Sabit Aktifler Devir Hızı	11,10	9,62	Defa

TABLO -3-

sı amacıyla yatırıma yönelirmiş ve finansman kaynağına gereksinim duyulmuştur. Yönetim kararlarıyla ortaya çıkarılan bu durum karşılaştırmalı bilançolara da yansımıştır.

7.78 olan duran varlık devir hızı, büyük sanayi işletmelerinin ortalaması olarak kabul edilen orandan oldukça yüksektir. Bu oran ikinci yıl itibarıyla 7.27 olmuştur.

Ş.1. FON AKIMI YÖNTEMİYLE GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Grubun 1988 yılı dönemine ait fon akım tablosu, Tablo 4'de gösterilmiştir. Tablodan da izlenebileceği gibi, dönem içinde 8.813.554.000.-TL fon kaynağı yaratılarak, dönem faaliyetlerinde kullanılmıştır.

Dönem içinde yaratılan fon kaynaklarının % 20.4'lük oranının aktif kalemlerinin dönüşümü ile elde edildiği yani "aktifin aktifle" finansmanının gerçekleştirildiği görülürken; toplam kaynakların % 34.5'lik oranının kısa vadeli, % 0.4'lük oranın da uzun vadeli borçlanma ve % 44.6'lık oranının da özkaynaklardan finanse edildiği anlaşılmaktadır.

Toplam kaynakların % 95.7'lik oranı dönen varlıkların arttırımında kullanılmıştır. Bu durumda da kısa vadeli borçlanmaya duyulacak olan gereksinim açıktır. Ancak; toplam fon kaynaklarının % 34.5'lik kısmının kısa vadeli borçlarla sağlandığı dikkate alınırca, diğer tespit yöntemlerinde olduğu gibi birtakım özkaynak unsurlarının da dönen varlıkların finansmanında kullanıldığı anlaşılmaktadır.

Fon kaynak ve kullanımları tablosunda da diğer yöntemlerle elde edilen sonuçlara uygun sonuçlar elde edilmiştir. Zira kısa vadeli borçlarla yaratılan kaynakların stok ve alacakların finansmanına yetmediği anlaşılmıştır.

Kaynakların % 33.5'lik kısmının, duran varlıkların finansmanında kullanıldığı tespit edilmiştir. Ancak; uzun vadeli borçların toplam kaynaklar içindeki oranıysa % 0.4'dür. Duran varlıklara yatırımın, özkaynaklardan fi-

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

FON KAYNAK VE KULLANIMLARI TABLOSU (1.000.-TL)

FON KAYNAKLARI		TL	%	%
AKTİF AZALIŞI	Hazır Değerler	96.536	1,1	
	Geçici Yatırımlar	1.294.888	14,7	20,4
	Uzun Vd. Alacaklar	407.231	4,6	
PASİF	Banka Kredileri	895.381	10,2	
	Kısa Vd. Borçlar	1.884.748	21,4	
	Yasal Yükümlülükler	255.067	2,9	
ARTIŞI	Diğer Uzun Vd. Borçlar	34.291	0,4	79,6
	Ödenmiş Sermaye	393.545	4,4	
	Yedek Akçeler	507.337	5,8	
	Değer Artış Fonu	1.758.895	19,9	
	Dağıtılmamış Kârlar	1.285.635	14,6	
TOPLAM KAYNAKLAR		8.813.554	100,0	100,0
FON KULLANIMLARI		TL	%	%
AKTİF ARTIŞI	Kısa Vd. Alacaklar	1.551.870	17,6	
	Stoklar	3.422.535	38,8	
	Peşin Ödenmiş Giderler	513.532	5,8	
	İştirakler	203.343	2,3	95,7
	Yatırımlar	324.145	3,7	
	Sabit Aktifler	2.170.786	24,6	
PASİF AZALIŞI	Akreditifler	250.117	2,9	
	Uzun Vd. Banka Kredileri	155.792	1,8	4,3
	Dönem Kârı	221.434	2,5	
TOPLAM KULLANIMLAR		8.813.554	100,0	100,0

nansman yoluyla gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu durum, net çalışma sermayesi değişimleri tablosu ile yabancı kaynak gereksinimlerinin tespitinde ayrıntılı olarak incelenecektir.

Fon kaynak ve kullanımları tablosu, dönem gelir tablosu da dikkate alınarak incelendiğinde, ilk dönem kârının büyük bir kısmının işletmede bırakılarak, ödenmiş sermaye, yedek akçeler, değer artış fonu ve dağıtılmamış kârlar gibi özkaynak unsurları aracılığıyla, aktifin finansmanına aktarıldığı, bunun sonucu olarak da özkaynaklardan finansman unsurlarının arttırıldığı görülmektedir.

Özkaynaklardan finansman unsurlarının gerek dönem kârının işletmede bırakılması ve gerekse ödenmiş sermaye arttırmaları ile yükseltilmiş olması, yabancı kaynaklara duyulan gereksinimi azaltıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Fon kaynak ve kullanımları tablosundan da izlenebileceği gibi, duran varlıkların arttırılmasına rağmen, uzun vadeli borçlanma tutarlarının azaltılmış olması da bu sonucu doğrular niteliktedir. Çünkü; uzun vadeli yabancı kaynaklara duyulan gereksinim, duran varlıkların arttırılması ile yükselmiş olmasına rağmen, özkaynaklardan finansmanın arttırılması ile kaynak olarak uzun vadeli borçlanmalara yönelme engellenmiştir.

§.4. NET ÇALIŞMA SERMAYESİ DEĞİŞİM TABLOSU ARACILIĞIYLA GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

1987 Yılında 5.917.540.000.-TL olan net çalışma sermayesi, 1988 Yılında % 17.9 oranında 1.061.317.000.-TL artarak 6.978.857.000.-TL'ye yükselmiştir. Net çalışma sermayesindeki bu artışın nedenlerini Tablo 5'de hazırladığımız, net çalışma sermayesi değişimlerini dikkate alarak inceleyelim.

Net çalışma sermayesi değişimleri tablosunun, kaynak ve kullanımlar bölümünden de izlenebileceği gibi kaynak ve kullanımların büyük bir

NET İŞLETME SERMAYESİ DEĞİŞİMLERİ TABLOSU (1.000.-TL)

I. DÖNEMBAŞI NET İŞLETME SERMAYESİ		5.917.540
II. NET İŞLETME SERMAYESİ ARTIŞLARI		5.487.937
1. Alacaklar Artışı	1.551.870	
2. Stoklar Artışı	3.422.535	
3. Peşin Öd. Giderler Artışı	513.532	
III. NET İŞLETME SERMAYESİ AZALIŞLARI		4.426.620
1. Hazır Değerler Azalışı	96.536	
2. Geçici Yatırımlar Azalışı	1.294.888	
3. Banka Kredileri Artışı	895.381	
4. Kısa Vadeli Borçlar Artışı	1.884.748	
5. Yasal Yükümlülükler Artışı	255.067	
IV. DÖNEMSONU NET İŞLETME SERMAYESİ		<u>6.978.857</u>
V. NET İŞLETME SERMAYESİ KAYNAKLARI		10.282.491
1. Net Kâr	4.815.815	
2. Amortismanlar	4.267.944	
3. Geçici Yatırımlar Kârı	363.665	
4. Hisse Senedi Satışı	393.545	
5. Uzun Vadeli Borç Alımı	34.291	
6. Uzun Vd. Al. Tahsilat	407.231	
VI. NET İŞLETME SERMAYESİ KULLANIMLARI		9.221.174
1. Kâr Payı Ödemeleri	1.899.046	
2. Makine Ve Teçhizat Alımı	5.768.935	
3. Taşıt Araçları Alımı	619.796	
4. Yatırılan Akreditifler	250.117	
5. Yatırım Harcamaları	324.145	
6. İştirakler Artışı	203.343	
7. Uzun Vd. Ödemeler	155.792	
V. NET İŞLETME SERMAYESİ ARTIŞI		1.061.317

bölümü, net işletme sermayesini kısa süreli olarak etkileyen ve daha sonra duran aktaran işlemlerdir. Buna karşın; biktakım kalemlerde oluşturulmuşur. Bu kalemler de net işletme sermayesinin 1.061.317.000.-TL artmasını sağlayan özkaynak unsurlarıdır. Diğer bir deyişle; net çalışma sermayesi kısa vadeli borçların azaltılması ile azaltılmamıştır. Çünkü kısa vadeli borçlanma unsurlarının hepsinde de bir artış söz konusudur. Bu da net çalışma sermayesinin artmasının, özkaynak unsurlarının arttırılması ile sağlandığını göstermektedir. Örneğin; Grubun faaliyet ve faaliyet dışındaki eylemleriyle elde ettiği kârın, net çalışma -işletme- sermayesini oldukça etkilediği anlaşılmaktadır.

Net çalışma sermayesi değişimleri tablosunun değişimler kısmından da görülebileceği gibi işletme sermayesindeki artışların tümü dönen varlık artışları ile sağlanırken, net çalışma sermayesi azalışlarının 1.391.424.000.-TL'lik kısmı dönen varlıkların tutarca düşüşünden kaynaklanırken, 3.035.196.000.-TL'lik kısmı da kısa vadeli borçların arttırılmasından kaynaklanmıştır. Net çalışma sermayesinin bu tutarca kısa vadeli yabancı kaynakların arttırılması ile azalması, özkaynaklardan finansman unsurlarının dönen varlıklara aktarılması ile elimine edilmiş ve dönem sonunda net çalışma sermayesinin toplam olarak 1.061.317.000.-TL artması sağlanmıştır. Kısa vadeli borçlanma artışlarına bağlı olarak azalan net çalışma sermayesinin, özkaynaklardan finansman yoluyla desteklenmesi bu olumlu etkiyi doğurmuştur.

Net çalışma sermayesi değişimleri tablosunun değişimler kısmı, yabancı kaynaklara duyulan gereksinimlerin tespiti açısından bir kez daha incelenecek olursa; dönen varlıkların toplam olarak 5.487.937.000.-TL arttırılırken, borçlanma unsurlarında ve hazır değerler ile geçici yatırımların azaltılması ile dönen varlıklarda yaratılan 4.426.620.000.-TL olumsuz etkiye bağlı olarak, net çalışma sermayesinde artış görülmektedir. Dönen varlıklarda sağlanan artışın kısa vadeli yabancı kaynaklara gereksinimler doğuracağı açıktır. Tablodan da izlenebileceği gibi, alacakların

ve stokların bir kısmının finansmanı gereksinim duyulan kısa vadeli yabancı kaynak unsurlarının tümünün de arttırılması ile giderilmiş ancak; bir kısmında özkaynaklardan finanse edilmesi sonucunda, net çalışma sermayesinde bir arttırmaya gidilebilmiştir.

Grubun yarattığı 10.282.491.000.-TL tutarındaki net çalışma sermayesi kaynağının oldukça büyük bir bölümünün, işletme içi kaynaklardan oluşturulduğu sadece 34.291.000.-TL uzun vadeli borçlanılarak net çalışma sermayesi kaynağı yaratılabildiği gözlemlenmektedir. Yine yaratılan kaynakların büyük bir kısmı sabit kıymet alımlarında kullanılmıştır. Ayrıca; yatırımlara yönelindiği, iştiraklerde bir artışın sağlandığı ve uzun vadeli banka kredilerinin ödenmesinde kullanıldığı anlaşılmaktadır. Net çalışma sermaye kaynaklarının uzun vadeli varlıklara aktarılması ve uzun vadeli borç ödemelerine aktarılması sonucunda da, net çalışma sermayesi toplam kaynaklarının ancak % 10.3'lük kısmı, dönen varlıklara aktarılabilmektedir.

Kaynak ve kullanımlar kısmının da yabancı kaynağa duyulan gereksinimler açısından incelenmesi durumunda, uzun vadeli yabancı kaynaklara gereksinimlerin olduğu ancak bu gereksinimlerin özkaynaklardan finansman yoluyla giderildiği anlaşılmaktadır.

Ş.5. ORAN ANALİZLERİ ARACILIĞIYLA GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Tablo 6'dan da izlenebileceği gibi Grubun 1987 Yılına ait cari oranı 2.16 iken, 1988 Yılında aynı oranın 1.86'ya, 1.54 olan likidite oranının da 0.98'e düştüğü görülmektedir.

Cari oranda oluşan 1?TL kısa vadeli borç başına 0.30TL'lik bu düşüş, dönen varlıkların 1988 Yılında bir yıl öncesine nazaran %37.2 oranında arttırılırken, kısa vadeli yabancı kaynakların % 59.7 oranında artmasından

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİNDE

KULLANILABİLECEK ORANLAR

<u>ORANLAR</u>	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
1. Cari Oran	2.16	1.86	TL
2. Likidite Oranı	1.54	0.98	TL
3. Toplam Borçlar/Tp. Kaynaklar	37.80	39.60	%
4. Kısa Vd Borçlar/Tp. Kayn.	32.70	36.60	%
5. Uzun Vd Borçlar/Tp. Kayn.	5.10	3.00	%
6. Özkaynaklar/Tp. Kaynaklar	62.20	60.40	%
7. Toplam Borçlar/Özkaynaklar	60.70	65.60	%
8. Kısa Vd Borçlar/Özkaynaklar	52.50	60.60	%
9. Duran Varlıklar/Özkaynaklar	47.10	53.00	%

TABLO -6-

kaynaklanmaktadır. Cari oranın ilk yıl itibarıyla, genel kabul görmüş ilkelere göre yüksek olması; borçlanmaya yönelinmesi konusunda ışık tutmaktadır. Ancak; yabancı kaynağa duyulan bu gereksinim, kısa vadeli yabancı kaynakların dönen varlıklara oranla daha çok arttırılması ile giderilmiş ve cari oran ikinci yıl itibarıyla normal bir seviyeye çekilmiştir.

Likidite oranındaki düşüş ise; özkaynaklardan finansmanın arttırılması sonucu, stokların yüksek bir oranla (% 108.0) arttırılmasından kaynaklanmıştır. Ancak; bu oran kısa vadeli kaynaklara gereksinim olmadığını göstermektedir. Çünkü; aşırı derecede artan stoklar işletmenin likidite durumunu düşürürken; cari oranın normal seviyede olduğu görülmektedir. Satışlarla stokların eritilememesi durumunda, kısa vadeli borçlanmalara olan gereksinimin artacağı anlaşılmaktadır.

Yabancı kaynağa gereksinim olup olmadığını, yüzdeler halinde belirleyen oranlara bakıldığında ise; ilk yıl itibarıyla toplam kaynakların % 37.2'lik oranı kısa vadeli, % 5.1'lik oranı da uzun vadeli olmak üzere toplam % 37.8'lik oranının borçlanma yoluyla elde edildiği görülmektedir. Buradan da toplam kaynakların % 62.2'lik oranının özkaynaklardan finansman yoluyla elde edildiği anlaşılmaktadır. Ülkemiz ekonomik koşulları dikkate alındığında, kaldıraç oranı olarak belirtilen, toplam borçların toplam kaynaklara oranının az da olsa düşük olduğu söylenebilir. Ancak; ikinci yıl itibarıyla toplam borçların toplam kaynaklara oranı % 39.6'ya yükselmiştir.

Grup toplam aktiflerinin ilk yıl itibarıyla % 37.8, ikinci yıl itibarıyla da % 39.6 oranında yabancı kaynaklardan finansman yoluyla elde edildiği, kaldıraç oranından anlaşılmıştır. Normal olarak değerlendirilebilecek bu oran, borçlardan finansmanın büyük bir kısmının kısa vadeli borçlardan oluştuğu düşünülürse, (ki bu oran ilk yıl için toplam aktiflerin % 32.7, ikinci yıl içinse % 36.6'lık kısmının kısa vadeli borçlanılarak finanse edildiğini göstermektedir), toplam borçlanma oranı yeterli görülse bile, borçların dağılımının, kısa ve uzun vadeli borçlar arasında, genel

kabul görmüş ilkelerden oldukça uzak olduğu görülmektedir. Özkaynak unsurlarının duran varlıkların finansmanına aktarılması ile kısa vadeli borçlanmaya gidilmesi, böyle bir dağılımın oluşmasına neden olarak gösterilebilir.

Grubun, özkaynaklardan finansmana ağırlık verdiği ancak; ilgilenilen dönemlerde, borçların etkisinin az da olsa arttırıldığı, toplam borçların özkaynaklara oranından anlaşılmaktadır. İlk yıl için % 60.7, ikinci yıl içinse % 65.6 olarak tespit edilen oranının, diğer mali oranlarla da tespit edildiği gibi borçlanmanın normalde oldukça yakın bir seviyede olduğu sonucunu doğruladığı anlaşılmaktadır.

Ancak; kısa vadeli borçların özkaynaklara oranı dikkate alındığında ilk yıl % 52.2 iken ikinci yıl % 60.6 oranına yükseldiği görülmektedir. Toplam borçların özkaynaklara oranından daha hızlı arttığını gösteren bu oran, ikinci yıl özkaynakların büyük bir kısmının duran varlıkların finansmanına aktarıldığı, bunun sonucu olarak da, kısa vadeli borçlanmanın artmış olduğu anlaşılmaktadır. Duran varlıkların özkaynaklara oranının da bu sonucu doğruladığı anlaşılmaktadır. Çünkü; ilk yıl itibarıyla % 47.1 olarak tespit edilen bu oran, ikinci yıl % 53 olarak gerçekleşmiştir.

Ş.6. ANALİZ YÖNTEMLERİNİN TOPLUCA DİKKATE ALINARAK GEREKSİNİM DUYULAN YABANCI KAYNAKLARIN TESPİTİ

Tezimizde Eti Şirketler Grubu'nun yabancı kaynaklara gereksinimi araştırılırken; ilk olarak yatırım türü ile kaynaklar arasındaki ilişkiler ortaya konmaya çalışılmış ve bu ilişki sonucunda da kısa vadeli borçlanma unsurlarıyla, stoklar ve alacakların bir kısmının finansmanının sağlanabildiği anlaşılmıştır. Bu sonuca göre de kısa vadeli borçlanma unsurlarının yeterliliği savunulmuştur.

Yatırım türü ile kaynaklar arasındaki ilişki kurulurken çıkarılan sonuç ile oran analizlerinden elde edilen sonuçlar arasında, kanımızca az da olsa çelişkiler bulunmaktadır. Bunun nedeni ise, ~~oldu~~ oran analizleri ile

elde edilen sonucun, daha akıllıca kararlar almamızı sağlamış olmasıdır. Çünkü; ilk yöntem anlatılırken çıkarılan sonuç, uzun vadeli borçlanma unsurlarının yeterli olduğu iken; oran analizleri, uzun vadeli borçlanmaya yönelmenin yetersiz olduğu sonucunu çıkarmıştır. Öyle ki; özellikle akreditiflerin, yabancı kaynaklardan finansmanı konusunda birçok özendirici tedbirler varken; ikinci yıl itibarıyla, bu kalemin büyük bir kısmının özkaynaklardan finansman yoluyla elde edildiği anlaşılmaktadır. Yıllar itibarıyla kârlılığın % 44.0 oranında azalması da sonucu destekler niteliktedir.

Benzer gelişki, dikey analiz yöntemiyle Grubun kaynak gereksinimlerinin tespitinde de görülmüştür. Çünkü; kısa vadeli borçların arttırılması gerektiğini düşündüren bu bölüm ile oran analizleri ve çalışma sermayesi analizleri aracılığıyla yabancı kaynak gereksinimleri tespitinde bir farklılık dikkate çekmektedir. İlk yöntemde savunulan durumun, duran varlıkların finansmanında gereğinden fazla özkaynak unsurlarının kullanıldığı tespit edilen diğer yöntemlerle anlaşılması üzerine, hatalı olabileceği kanısına varılmıştır. Duran varlıkların devir hızları da yıllar itibarıyla % 7.78'den % 7.27'ye düşmüştür. Özkaynak unsurlarının kullanılmasıyla arttırılan bu grubun, devir hızlarının düşmesinin nedeni olarak, satışların beklenen düzeyde gerçekleşmemiş olması gösterilebilir.

Fon kaynakları ve kullanımları yöntemiyle yabancı kaynaklara duyulan gereksinimlerin tespitinde de kısa vadeli borçlanmalara gereksinim olduğu belirtilmiş olup bu sonuç her ne kadar doğru ise de , belirtilen nedenlerle daha çok uzun vadeli borçlanma unsurlarının arttırılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir.

Yabancı kaynaklara duyulan gereksinimin, daha akılcı bir şekilde belirlenebilmesi açısından, Tablo 7'de hazırlanan yabancı kaynak değişimlerinin de dikkate alınması yararlı olacaktır. Belirtilen tablodan da izle-

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

YABANCI KAYNAK DEĞİŞİMLERİ TABLOSU (1.000.-TL)

I. DÖNEMBAŞI YABANCI KAYNAKLARI		<u>5.880.543</u>
1. Kısa Vadeli Banka Kredileri	294.014	
2. Kısa Vadeli Borçlar	4.230.566	
3. Yasal Yükümlülükler	559.395	
4. Uzun Vadeli Banka Kredileri	796.568	
II. YABANCI KAYNAK ARTIŞLARI		<u>3.069.487</u>
1. Kısa Vadeli Banka Kredileri Artışı	895.381	
2. Kısa Vadeli Borçlar Artışı	1.884.748	
3. Yasal Yükümlülükler Artışı	255.067	
4. Diğer Uzun Vadeli Borçlar Artışı	34.291	
III. YABANCI KAYNAK AZALIŞLARI		<u>155.792</u>
1. Uzun Vadeli Banka Kredileri Azalışı	155.792	
IV. DÖNEMSONU YABANCI KAYNAKLARI		<u><u>8.794.238</u></u>
1. Kısa Vadeli Banka Kredileri	1.189.395	
2. Kısa Vadeli Borçlar	6.115.314	
3. Yasal Yükümlülükler	814.462	
4. Uzun Vadeli Banka Kredileri	640.776	
5. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	34.291	
V. YABANCI KAYNAKLAR TOPLAM ARTIŞI		<u>2.913.695</u>

ETİ ŞİRKETLER GRUBU

31.12.1987 - 31.12.1988 DÖNEMİ

ÖZKAYNAK DEĞİŞİMLERİ TABLOSU (1.000.-TL)

I. DÖNEMBAŞI ÖZKAYNAKLARI		9.681.164
1. Ödenmiş Sermaye	1.932.591	
2. Yedek Akçeler	500.433	
3. Değer Artış Fonu	956.804	
4. Dağıtılmamış Kârlar	1.237.094	
5. Yatırım İndirimi Karşılığı	16.993	
6. Dönem Kârı	5.037.249	
II. ÖZKAYNAK ARTIŞLARI		3.945.412
1. Ödenmiş Sermaye Artışı	393.545	
2. Yedek Akçeler Artışı	507.337	
3. Değer Artış Fonu Artışı	1.758.895	
4. Dağıtılmamış Kârlar Artışı	1.285.635	
III. ÖZKAYNAK AZALIŞLARI		221.434
1. Dönemler arası Kârlılık Azalışı	221.434	
IV. DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLARI		<u>13.405.142</u>
1. Ödenmiş Sermaye	2.326.136	
2. Yedek Akçeler	1.007.770	
3. Değer Artış Fonu	2.715.699	
4. Dağıtılmamış Kârlar	2.522.729	
5. Yatırım İndirimi Karşılığı	16.993	
6. Dönem Kârı	4.815.815	
V. ÖZKAYNAKLAR TOPLAM ARTIŞI		3.723.978

nebileceği gibi 1988 Yılında kısa vadeli borçlanma unsurlarının tümü- bir yıl öncesine oranla arttırılırken, uzun vadeli banka kredilerinde bir düşüş gerçekleşmiş, uzun vadeli diğer borçlar ise, mutlak olarak küçük bir miktarda artmıştır. Buna karşın tablo 8'de verilen özkaynaklar değişimlerinden de izlenebileceği gibi, tüm özkaynak unsurları artmıştır. Önceden değinildiği gibi duran varlıkların değeri arttırılırken, uzun vadeli borçlanma azalışı yerinde bir karar alarak değerlendirilmese de artan özkaynaklardan finansman gücünün , bu kaynakların finansmanına ayrılması, belirli birtakım maliyetlerden kaçınılması olarak değerlendirilmiştir.

İkinci Kısım

Eti Şirketler Grubu'nda
Yabancı Kaynakların Maliyeti
İle Verimliliklerinin Ölçülmesi
Ve
Optimum Borçlanma

Ş.1. YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ

Eti Şirketler Grubu'na ait olan ve Tablo 2'de verilen gelir tablosundan da izlenebileceği gibi ilk yıl itibarıyla 498.113.000.-TL olan finansman giderleri 1988 Yılında % 57.9 oranında 288.382.000.-TL artarak 786.495.000.-TL olmuştur. Aynı dönem itibarıyla toplam yabancı kaynak artışıysa, % 49.5 oranında 2.913.695.000.-TL'dir. Daha önce belirtilen formül aracılığıyla, yabancı kaynakların maliyeti saptanacak olursa, 1987 yılı için;

$$\frac{498.113.000.-}{5.880.543.000.-} : \% 8.47$$

iken, 1988 yılı için;

$$\frac{786.495.000.-}{8.794.238.000} : \% 8.94$$

oranları tespit edilmiştir.

Ancak; bu oranlar toplam borçlar üzerinden hesaplanmıştır. Bu sebeple de gerçekleri yansıtmaktan oldukça uzaktır. Yabancı kaynakların tümü maliyetli borçlardan oluşmadığından, grup yabancı kaynaklarının maliyetini ortalama olarak veren bu oranın, kaynak kalemlerine inilerek hesaplanmasında yarar vardır.

Finansman masraflarının detayı, ilgili tarihli mizanlardan elde edilmiş ve ilk yıl için belirtilen finansman giderleri toplamının 126.063.000.- TL'lik kısmının kısa vadeli borçlanma, 372.050.000.-TL'lik kısmının da uzun vadeli borçlanmanın maliyeti olduğu saptanmıştır. İkinci yıl içinse, bu rakamlar sırasıyla 369.390.000.-TL ve 417.105.000.-TL olarak saptanmıştır.

I. KISA VADELİ BORÇLARIN MALİYETİ

Kısa vadeli borçların detayından da görülebileceği gibi;

	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>
Satıcılara senetsiz borçlar	744.930.000.-	844.906.000.-
Satıcılara senetli borçlar	3.116.007.000.-	4.975.502.000.-
Personele borçlar	39.607.000.-	62.456.000.-
Uzun vadeli borç taksitleri	29.662.000.-	-
Alınan avanslar	282.372.000.-	96.250.000.-
Diğer kısa vadeli borçlar	17.988.000.-	136.200.000.-
TOPLAM	<u>4.230.566.000.-</u>	<u>6.115.314.000.-</u>

olduğu anlaşılmıştır. Hesabın, personele borçlar, alınan avanslar alt hesapları maliyetsiz borçları oluşturmaktadır. Diğer kısa vadeli borçların detayı incelendiğinde, ortaklara borçlar ile diğer birtakım maliyetsiz borçların

yer aldığı görüldüğünden, bu rakamlar da maliyetli borçlardan düşülerek, borçlanmanın maliyeti gerçeğe daha yakın olarak bulunmaya çalışılmalıdır.

Satıcılardan temin edilen senetli ve senetsiz borçların içersinde küçük oranlı da olsa vade farkları yer almaktadır. Bu nedenle de kısa vadeli maliyetli borçlar toplamı, ilk yıl için 3.890.559.000.-TL'dir. Bu tutara kısa vadeli banka kredileri de eklendiğinde, rakam 4.184.613.000.-TL olmaktadır. İkinci yıl ise, kısa vadeli banka kredileri ile birlikte toplam olarak 7.009.803.000.-TL maliyetli borç bulunmaktadır.

Saptanan rakamlar üzerinden yabancı kaynaklar maliyet oranı, ilk yıl için;

$$\frac{126.063.000.-}{4.184.613.000.-} : \% 3.01$$

iken; ikinci yıl için

$$\frac{369.390.000.-}{7.009.803.000.-} : \% 5.27$$

olmuştur.

Kısa vadeli finansman giderlerinin banka kredilerine ait olan kısımları temin edilemediğinden, banka kredilerine ait maliyetler ayrı bir kalem olarak saptanamamıştır. Bu nedenlerden dolayı, kısa vadeli borçların maliyetinde her bir unsurun maliyeti değil, ortalama kısa vadeli borçlanma maliyeti ile yetinilmek zorunda kalınmıştır.

II. UZUN VADELİ BORÇLARIN MALİYETİ

Kısa ve uzun vadeli belirli birtakım yabancı kaynaklara göre, ayrımları yapılmış olan, finansman giderleri üzerinden hesaplanan uzun vadeli borçlanma maliyeti ise; ilk yıl için,

$$\frac{372.050.000.-}{796.568.000.-} : \% 46.71$$

iken; ikinci yıl için,

$$\frac{417.105.000.-}{675.067.000.-} : \% 61.79$$

olarak tespit edilmiştir.

Grubun toplam yabancı kaynak maliyeti, maliyetsiz borçlar eliminasyonundan sonra yeniden belirlenecek olursa; bu oran ilk yıl için,

$$\frac{498.113.000.-}{4.981.181.000.-} : \% 10.00$$

iken; ikinci yıl için,

$$\frac{786.495.000.-}{7.684.870.000.-} : \% 10.20$$

olduğu görülmektedir.

Ş.2. YABANCI KAYNAKLARIN VERİMLİLİĞİ

Yabancı kaynakların verimliliklerinin yatırıldıkları aktif kalemlerin verimliliklerine bağlı olduğu daha önceki bölümlerde belirtilmiştir. Grubun borçlanmaya duyduğu gereksinimler tespit edilmeye çalışılırken, 1987 ve 1988 yılları itibarıyla dönen varlıklardan, stokların ve alacakların bir kısmının kısa vadeli borçlarla finanse edildiği saptanmıştır. İlk dönem itibarıyla duran aktiflerden, akreditifler, yatırımlar ve maddi sabit aktiflerin, ikinci yıl itibarıyla da akreditifler ve yatırımların bir kısmı uzun vadeli borçlarla finanse edilmiştir. Bu kalemlere ait verimliliklerin ortaya konmasında yarar vardır.

Önceki bölümlerde de belirtilen bu verimlilik oranları ile tespit edilen, finansmanında yabancı kaynakların kullanıldığı aktif kalemlerin devir hızı oranları tekrar hatırlanmalıdır.

	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
Mamul stok devir hızı	25.59	15.43	Defa
Hammadde-Ambalaj stok devir hızı	12.95	10.68	Defa
İşletme malzemesi stok devir hızı	13.32	14.65	Defa
Alacaklar ortalama tahsilat süresi	60	52	Gün
Maddi sabit kıymetler devir hızı	11.10	9.62	Defa
Akreditifler devir hızı	129.97	98.68	Defa
Yatırımlar devir hızı	200.52	103.01	Defa

Kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilen, işletme malzemesi stoklarının verimliliği artarken, diğer tüm devir hızları düşmüştür. Mamul stoklarının tamamının borçlanmayla finanse edildiği düşünülürse (işçilik giderleri gibi), bu oranların düşmesinin nedeni olarak, satışların beklenilenden daha az gerçekleşmesi gösterilebilir. Çünkü; bilançolardan da izlendiği gibi stoklar toplamı % 108 oranında artarken, net satış hasılatı % 45.5 oranında artmıştır. Bu da devir hızlarını olumsuz etkilemiştir. Devir hızlarındaki bu düşüş finansman kaynaklarına olan ihtiyacı arttırıcı bir unsurdur. Ancak; bu da özkaynaklardan finansman yoluyla giderilmiştir. Alacakların tahsil süresinin 60 günden 52 güne düşmüş olması bu kalemlerin verimliliklerinin arttığını göstermektedir.

Yabancı kaynakların verimliliği araştırılırken; başkaca oranlar da dikkate alınırsa, ki bu oranlar Grubun 1988 yılı faaliyetleri için,

	<u>1988</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
i. <u>Faaliyetlerden sağlanan fon</u> :	1.09	%
Kısa vadeli borçlar		
ii. <u>Net çalışma sermayesi</u> :	0.79	%
Faaliyetlerden sağlanan fon		
iii. <u>Kısa vadeli borçlar</u> :	0.79	%
Faaliyetlerden Sağ. Nakitler		

Borçlanmanın verimliliği konusunda bilgi veren bu oranlardan, 1988 yılında kısa vadeli borçların % 109'u oranında fon sağlandığı ve bu fonların % 79'luk kısmının net çalışma sermayesi üzerinde olumlu etki yarattığı anlaşılmaktadır. Son oran ise, faaliyetlerden sağlanan nakitlerin yabancı kaynakların % 79'unu kapsadığı anlaşılmaktadır. Tüm bu bilgiler ışığında; yabancı kaynakların verimli alanlara yatırıldıkları ve bu nedenle de, kendilerinin de verimli birer unsur olarak kullanıldıkları görülmektedir.

Ş.3. YABANCI KAYNAK MALİYETİNİN KARŞILANMA DURUMU

Faiz giderleri ve vergi öncesi net kâr toplamının, faiz giderlerine oranlanması ile bulunan yabancı kaynak maliyetinin karşılanması oranı ilk yıl için,

$$\frac{498.113.000.- (+) 5.037.249.000.-}{498.113.000} : 11.11$$

iken; ikinci yıl,

$$\frac{786.495.000.- (+) 4.815.815.000.-}{786.495.000.-} : 7.12$$

olarak gerçekleşmiştir.

Oranlardan; 1987 yılında maliyetli yabancı kaynaklarının % 1.111,0 oranında karşılanırken, ikinci yıl % 712,0 olarak karşılanabildiğini göstermektedir. Bu durum yabancı kaynakların maliyetinin çok üstünde bir kârlılığa ulaşılmış olduğunu göstermekte ve yabancı kaynak kullanımının Grup yararına olduğu anlaşılmaktadır.

Ş.4. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ GRUP GENEL KÂRLİLİĞİNE ETKİSİ

Yabancı kaynakların, işletme genel kârlılığındaki etkisini belirten ve faiz giderleri ile vergi öncesi net kârlılık toplamının, yabancı kaynaklar toplamına oranlanarak bulunan, oranlar 1987 yılı için,

498.113.000.- (+) 5.037.249.000.-
 : 0.9413

5.880.543.000.-

iken; 1988 yılı için,

786.495.000.- (+) 4.815.815.000.-
 : 0.6370

8.794.238.000.-

olarak tespit edilmiştir.

İlk yıl için yabancı kaynakların % 94.13'ü oranında kâr elde edildiğini gösteren orandan faiz giderlerinin etkisi düşüldüğünde, yabancı kaynakların % 85.66'sı oranında vergi öncesi net kâr elde edildiği anlaşılmaktadır. Faiz giderlerinin, toplam kârlılıktaki % 8.47'lik olumsuz etkisinin paydada yeralan yabancı kaynakların sadece maliyetli yabancı kaynaklardan oluşturulması durumunda, değişeceği açıktır.

İkinci yıl içinse, yabancı kaynakların % 63.70'i oranında kâr elde edildiği anlaşılmaktadır. Bu orandan da faiz giderlerinin etkisi düşüldüğünde, yabancı kaynakların % 54.76'sı oranında vergi öncesi net kâr elde edildiği anlaşılmaktadır. Faiz giderlerinin toplam kârlılıktaki % 8.94'lük olumsuz etkisinin paydada yeralan yabancı kaynakların, sadece maliyetli yabancı kaynaklardan oluşturulması durumunda da değişeceği, tıpkı ilk yıl için hesaplanan oranda olduğu gibi bilinmelidir.

Paydada sadece maliyetli borçlar yazıldığında ise, ilk yıl için (ki daha önce de belirtildiği gibi bu rakam toplam 4.981.181.000.-TL'dir) % 111,1, ikinci yıl ise (ki bu dönemdeki maliyetli borçlar toplamı da 7.689.870.000.-TL'dir) % 72.9 olarak belirlenen yabancı kaynak kullanımının Grup genel kârlılığına etkisinden; faiz giderlerinin etkisi tekrar elimine edilirse, ilk yıl için, yabancı kaynak kullanımının Grup genel kârlılığındaki etkisi % 101.10, ikinci yıl ise % 62.70 oranlarındadır.

Yabancı kaynak maliyetinin ilk yıl için % 10.0, ikinci yıl içinse % 10.2 olduğunu gösteren bu oranlar; toplam yabancı kaynakların Grup genel

kârlılığındaki olumsuz etkisinin (yabancı kaynaklar toplamı % 49.5 oranında artmasına rağmen) ancak % 0.2 oranın da olduğu anlaşılmaktadır.

§.5. YABANCI KAYNAK KULLANIMININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Grubun; her iki yıl itibarıyla kısa vadeli borçlanmaya önem verdiği anlaşılmaktadır. Kısa vadeli borçlar ilk yıl itibarıyla, toplam kaynakların % 32.7'lik oranını kapsamaktadır. Aynı dönem dönen varlıklarının toplam kaynaklara oranıysa, % 70.7'dir. Kısa vadeli borçlanmanın ilk yıl itibarıyla bir miktar arttırılmasının yerinde olduğu söylene de ikinci yıl itibarıyla durumun kısa vadeli borçlanma lehine geliştirildiği tespit edilmiştir.

Ancak; kısa vadeli borçlara oranla, uzun vadeli borçların oldukça az olduğu dikkat çekmektedir. İlk yıl itibarıyla toplam kaynakların % 5.1'lik kısmını oluşturan uzun vadeli borçların, ikinci yıl daha da gerileyerek % 3 oranına düştüğü, dikey yüzdeler analizi ile tespit edilmiştir. İlgili dönemler duran varlıklarında toplam kaynakların % 29.3 ve % 32'si oranlarında olduğu dikkate alınırca, uzun vadeli borçlanmanın oldukça düşük olduğu sonucuna varılacaktır.

Kısa vadeli borçların, hammadde ve malzeme ile işletme malzemesi stoklarının finansmanında kullanılmış olması, hem bu kalemlerin hem de kısa vadeli borçlanma unsurlarının verimliliğini etkilemiştir. Alacakların borçlarla finanse edilmiş olması, bu kalemin düşen ortalama tahsilat süresi dikkate alındığında, alacakların yanısıra, borçların da verimliliğini arttırdığı kanısına varılmıştır.

Uzun vadeli borçlanılarak finanse edilen özellikle yatırımlar ve akreditifler kalemlerinin verimliliklerinin bir yıl öncesine oranla geriledikleri düşünülürse, uzun vadeli borçların verimli alanlara yatırılmadığı söylenebilir. Ancak; bu kalemlerin verimliliklerinin düşmesi, buraya yatırılan kaynakların yetersizliğinden de kaynaklanmıştır.

Sonuç olarak; uzun vadeli borçların, yetersizliklerinden dolayı verimsiz görünmeleri dikkate alınmazsa, yabancı kaynakların verimli alanlarda kul-

lanıldığı ve bunun sonucu olarak da yabancı kaynak verimliliğinin yeterli düzeyde sağlandığı görülmüştür. İkinci yıl itibarıyla düşen yabancı kaynaklar verimliliğinde, uzun vadeli borçlanmanın ve özkaynaklardan aşırı finansmanın etkisi hissedilmektedir.

Ş.6. GRUP OPTİMUM YABANCI KAYNAK MİKTARI

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi, en uygun kaynak dağılımının saptanması, oldukça zordur. İşletme dışı etkenlerden kaynaklanan bu durumun Eti Şirketler Grubu'na bağlı imalat şirketleri için ortaya konması sözkonusu olduğunda, birtakım kârlılık oranlarının ek bilgi olarak saptanması gerekmektedir.

Grup imalat şirketlerine ait hissedarların tespiti de (optimum kaynak yapısının belirlenmesinde önemli rol oynadıklarından), gerekmektedir. Grup esas mukavelelerinden, 1987 yılında 1.855.300 adet olan hisse senedi sayısının ikinci yıl sermaye arttırımı sonucu 2.677.900 adete çıktığı anlaşılmıştır. Bu bilgiler dikkate alınarak belirlenecek kârlılık analizleri, optimum kaynak kullanımı konusunun ortaya konulmasında yararlı olacaktır.

	<u>31.12.1987</u>	<u>31.12.1988</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
Toplam aktif kârlılığı	: 0.32	0.22	%
Özsermayenin Amortismanı	: 0.52	0.36	%
Sermayenin Amortismanı	: 0.53	0.40	%
Pay başına defter değeri	: 1.042.-	1.869.-	TL
Pay başına kazanç	: 2.715.-	1.798.-	TL
<u>Pay başına kazanç</u>	: 2.60	2.07	Defa
Pay başına defter değeri			

Optimum kaynak dağılımının saptanmasında, daha önceki bölümlerde açıklanan oranların yanısıra, yukarıda saptanan oranlar da dikkate alınır-

sa, belirtilen kârlılık oranlarının tümünde az da olsa gerilemelerin bulunduğu görülecektir.

İlk yıl itibarıyla toplam varlıkların % 37.2'si kısa vadeli borçlanma % 5.1'i uzun vadeli borçlanma, % 60.4'ü de özkaynaklardan finansman yoluyla ikinci yıl ise, % 36.6 kısa vadeli borçlanma. % 3.0 uzun vadeli borçlanma ve % 60.4'ü de özkaynaklardan finanse edilmiştir. Bu durum anımsanacak olursa uzun vadeli borçlar aleyhine değiştirilen kaynak dağılımının, toplam aktif kârlılığının % 32'den % 22'ye düşmüş olmasının nedeninin kaynak dağılımındaki değişimden kaynaklandığı anlaşılacaktır. Bu durum ayrıca, özkaynaklar kârlılığının da % 52'den % 36'ya düşmesi sonucunu doğurmuştur. Bu iki unsurun kârlılığındaki azalmanın kaynak dağılımından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Grup hisse senedi başınakazancı ilk yıl, % 160 oranında iken, ikinci yıl itibarıyla da % 107 olmuştur. Bu gerilemede de kaynak dağılımının olumsuz etkisi vardır.

İlgilenilen yıllar itibarıyla, tutarca en yüksek artış özkaynaklardan finansmanda gerçekleştirilirken, uzun vadeli borçlanmanın geriletilmiş olması, optimum kaynak dağılımını olumsuz etkilemiştir. Bu durumun kârlılıkta da gerilemelere neden olduğu açıktır.

Üçüncü Kısım

Etİ Şirketler Grubu'nda

Yabancı Kaynak Kullanım Analizi Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Ve

Gruba Öneriler

Ş.1. ETİ ŞİRKETLER GRUBU'NDA YABANCI KAYNAK KULLANIMI ANALİZİ SONUÇLARININ

TOPLUCA DEĞERLENDİRİLMESİ

Eti Şirketler Grubu, 15.561.707.000.-TL olan 1987 yılı bilanço toplama

minin % 32.7'lik oranını kısa vadeli, % 5.1'lik oranını uzun vadeli borçlarla ve kalan % 62.2'lik oranını da özkaynaklardan finanse etmiştir. İkinci yıl bilanço toplamı 22.199.380.000.-TL'ye çıkarken; bu oranlarda sırasıyla % 36.6 % 3 ve % 60.4 olarak gerçekleşmiştir. Analize konu olan yıllar itibarıyla, bilanço aktifinin % 70.7'lik kısmını dönen varlıklar ve % 29.3'lük kısmını da duran varlıklar teşkil ederken; bu oranlar da ikinci yıl itibarıyla % 68 ve % 32 olmuştur.

İlgili yıllar itibarıyla, dönen varlıkların etkisinin azaltılırken, kısa vadeli borçlanmanın yoğunlaştığı, duran varlıklar arttırılırken ise uzun vadeli borçlanmanın azaltıldığını gösteren bu durum, *Sonuç olarak* özkaynaklardan finansmanın arttırıldığını göstermektedir. Dönen varlıklar grubunda stoklar ile alacakların finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak, duran varlıklar grubunda da yatırımlar ile akreditiflerin finansmanında uzun vadeli yabancı kaynak unsurlarından finansmanın önem kazandığı anlaşılmaktadır.

1988 yılında bir yıl öncesine nazaran, yabancı kaynaklardan finansman % 49.5 oranında arttırılmışken, özkaynaklardan finansman % 38.5 oranında arttırılmıştır.

Duran varlıkların finansmanında, uzun vadeli borçlanmadan kaçınılarak özkaynaklardan finansman oranının arttırılmış olması, bu aktif grubunun verimliliğinde gerilemeye neden olmuştur.

Grubun borçlarının ilk yıl için % 10, ikinci yıl içinse % 10.2 oranında ortalama maliyet içerdiği saptanmıştır. Devir hızlarındaki gerilemeye karşın, borçlanmanın maliyeti ilk yıl için % 1.111,0 ikinci yıl içinse % 712,0 oranlarında karşılanabilmiştir.

Grubun gelir tablosu analizlerinden de, net satışlar üzerinden ilk yıl % 14.9, ikinci yıl da % 9.3 oranlarında vergi öncesi net kâr elde edildiği anlaşılmaktadır. Artan maliyetlerden kaynaklanan kârlılık azalmasında yabancı kaynak kullanımının etkisinin bulunduğu söylenebilir. Ancak bu sadece % 0.2 ora-

nındadır.

Sonuç olarak, Eti Şirketler Grubu'nda, kısa vadeli yabancı kaynakların yeterli ve genel kabul görmüş ilkelere uygun kullanılmış olması söylenese bile, uzun vadeli borçların azaltılırken, duran varlıkların arttırılması sonucunda, özkaynakların duran varlıklarda kullanılan miktarlarının arttırıldığı tespit edilmiştir.

Maliyetlerin artmış olması da bu duruma eklenince verimlilik ve kârlılık oranlarında gerilemeler oluşmuştur.

Elde edilen verilere dayanılarak yapılan tüm sonuçlar, maddeler halinde sıralandığında;

- i. Cari oran ve likidite oranının biraz gerilemiş olmasına rağmen yeterliliklerini korudukları görülmektedir. Ayrıca; dikey analiz sonuçlarına göre de kısa vadeli yabancı kaynakların yeterli olduğu anlaşılmıştır.
- ii. Kısa vadeli borçlar, stoklar ve alacakların bir kısmının finansmanında kullanılmıştır. Ancak; alacak tahsilat süresi azaltılırken, hammadde ve ambalaj malzemesi stok devir hızları gerilemiştir.
- iii. Duran varlıkların tutarınca artmış olması uzun vadeli finansman kaynaklarına olan gereksinimi arttırmışsa da bu gereksinim özkaynaklardan finansman unsurlarının arttırılması ile giderilmiştir.
- iv. İlgili dönemler itibarıyla uzun vadeli borçlanma toplamında azalma tespit edilmiştir.
- v. Uzun vadeli borçlar; maddi sabit kıymetler (ilk yıl), akreditifler ile yatırımların finansmanında kullanılmıştır.
- vi. 1988 Yılında yaratılan 8.813.554.000.-TL'lik fon kaynağının % 34.5 lik kısmı kısa vadeli, % 0.4'lük kısmı uzun vadeli borçlanma, % 44.7 lik kısmı da özkaynaklardan finansman yoluyla elde edilmiştir. Kalan % 20.4'lük kısmı ise aktiflerin dönüşümü ile elde edilmiştir.

- vii. Buna karşın; fon kaynaklarının % 66.5'lik oranı dönen varlıkların, % 33.5'lik kısmı da duran varlıkların finansmanında kullanılmıştır.
- viii. İlgili dönem net çalışma sermayesi artışı ise, 1.061.695.000.- TL'dir.
- ix. 1988 Yılında, bir yıl öncesine göre toplam borçlar 2.913.695.000.-TL artarken, özkaynaklar 3.723.978.000.-TL arttırılmıştır.
- x. Borçlanmanın maliyeti ilk yıl için, %1.111,0 oranında, ikinci yıl içinse, % 712,0 oranında karşılanmıştır.
- xi. Toplam aktif kârlılığı % 32'den % 22'ye düşerken, özkaynaklar kârlılığı da % 52'den % 36'ya gerilemiştir.

Ş.2. ETİ ŞİRKETLER GRUBU'NA ÖNERİLER

Yabancı kaynak kullanımını değerlendirilen ve durumu ülke genellemesine göre, akılcı bulunan Grubun eylemlerinin daha etkin hale getirilebilmesi için birtakım tedbirlerin alınması, ayrıca; yatırım kararlarına yönelinirken kaynak araştırmalarının daha detaylı olarak yapılması Grubun menfaatleri açısından yerinde bir karar olacaktır.

Yabancı kaynak kullanımında dikkat edilmesi gereken noktalar kanımızca şunlardır.

- i. Oldukça yerinde olduğu düşünülen kısa vadeli yabancı kaynakların stoklar ile birlikte dikkatle değerlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü; ilgilenilen yıllar itibarıyla likidite oranındaki düşüş, cari orandaki düşüşün üstünde gerçekleşmiştir.
- ii. Stokların finansmanında kısa vadeli borçlanma unsurları yanında, özkaynaklardan finansmana da yer verilmesi, borçlanmanın verimlilikleri yüksek olan diğer aktiflerin finansmanında kullanılması sonucunu doğuracağından, kârlılığın maksimizasyonunu sağlayacaktır.

- iii. Duran varlıkların artmış olmasına rağmen, uzun vadeli borçlanma unsurlarının azaltılması, hem verimlilik oranlarında hem de uzun vadeli borçlanma maliyetlerinin karşılanmasında gerilemelere neden olmuştur. Duran varlıkların finansmanında, uzun vadeli borçların etkisinin arttırılması, yapılacak iyi bir kaynak analizlerine dayandırılarak, değerlendirilmelidir.
- iv. Uzun vadeli borçlarla finanse edilen varlıkların devir hızlarının düşmesinin nedeni; bu varlıkların satışlara oranla daha düşük artmasıdır.
- v. Grubun fon yaratma gücü yeterli olmasına rağmen, yaratılan kaynakların % 0.4'lük kısmının uzun vadeli borçlarla elde edilmesi (aynı grubun fon kullanımı ise, % 1.8'dir), kaynak dağılımının genel kabul görmüş ilkelerden uzak olduğu sonucunu çıkarmıştır. Bu nedenle de, bu grubun, fon kaynakları içerisindeki payının, ilgili analizlerde dikkate alınarak, arttırılması yararlı olacaktır.
- vi. Yine aynı sonuçla, dönem içerisinde gerçekleştirilen yabancı kaynak ve özkaynak artışları dikkate alındığında da karşılaşılmaktadır. Verilen bu dört maddeye göre, uzun vadeli birtakım ^{kaynak artışlarının} artışlarının sağlanmasının, kârlılığın arttırılması için, gerekli olduğu söylenebilir.
- vii. Borçlanma maliyetinin karşılanmasındaki düşüşün ancak, iyi bir kaynak dağılımı ile önlenebileceği dikkate alınır, oldukça yeterli görülen ama bir yıl öncesine oranla bir düşüş tespit edilen faiz giderlerini karşılama oranındaki düşüşün önlenebilmesi için, birtakım kararların alınmasında sonsuz yararlar olduğu görülecektir.

Sonuç olarak; Grubun oldukça iyi görülen, borçlanma maliyetlerinin karşılanması durumunun ikinci yıl itibarıyla, az da olsa gerilemiş olması, kaynak dağılımındaki uzun vadeli borçlar aleyhine değiştirilen durumdan ve

kısa vadeli borçlardaki en yüksek artışın maliyetli borçlar olarak nitelediğimiz, banka kredilerinde sağlanmış olmasından kaynaklanmıştır. Bu nedenle kaynak dağılımının iyi bir denetim ile tekrar değerlendirilmesi ile yapılacak genel ya da özel birtakım analizlerle durumun gözden geçirilmesinin Grubun kârlılığında bir artışa neden olacağı açıktır. Ayrıca; böyle bir analiz sonucunda, optimum kaynak dağılımının oluşturulabilmesi olanına da kavuşabileceği unutulmamalıdır.

SONUÇ

İşletmelerin kuruluş aşamasından başlayarak değişik gereksinimlerini karşılamak üzere, finansman kaynakları yaratmaları zorunludur. Kuruluş aşamasında karşılaşılan bu sorun, genellikle ortakların oluşturdukları sermayeden karşılanırken, faaliyete geçilmesi ile başlayan gereksinim artışları ile işletme dışından kaynak yaratılması ihtiyacı da artmaktadır.

Özellikle faaliyetlerini sürdüren imalat işletmelerinin hammadde ve malzeme alımları, ücretlerin ödenmesi gibi günlük işlemlerinin yerine getirilmesinin yanısıra yatırım kararları, kısa ve uzun vadeli nakit sıkıntılarının hissedilmesi, kısaca ileriye dönük işlemler de finansman gereksinimleri doğurur. Özkaynakların büyük bir kısmının genellikle duran varlıkların finansmanına aktarılmış olmasıyla, bu gibi işlemlerin yürütülmesi için, yeni kaynaklara başvurulması gerekmektedir. Bu durumda da; işletme dışı kaynakların yani borçlanmanın gündeme gelmesi sonucuyla karşılaşılır.

Birtakım yasal yükümlülükler, personele borçlar ve hammadde ve malzeme stoklarının satıcılara maliyetsiz borçlanılarak finanse edilmesi söz konusu olsa da, borçlar genellikle bir maliyet unsuru taşımaktadır. Bu durumda da

borçlanmaya yönelinirken, kaynakların analiz edilmesi ve işletme için en uygun kaynağın seçilmesi, önem kazanmaktadır. En uygun kaynak ise; işletmenin elde ettiği kaynağın yatırılacağı aktif kalem dikkate alınarak belirlenir. Yatırım yapılacak olan aktif kalemin verimliliği ve faiz giderlerinin karşılanma durumunun tespiti, borçlanmaya yönelme konusunda işletmelere ışık tutmaktadır.

Yabancı kaynağa başvurmada en önemli etken, belirtildiği üzere, yatırım yapılacak olan aktif kalemdir. Genel kabul görmüş ilkelere göre, dönen varlıkların finansmanında kısa vadeli borçlanma ve özkaynak unsurları kullanılırken, duran varlıkların finansmanında da uzun vadeli borçlanma ve özkaynak unsurları kullanılmaktadır.

Borçlanma kararının sözkonusu olması durumunda, kaynaklar ile yatırımlar arasındaki bu ilişkinin yanısıra, ilgili dönem mali tablolarının değerlendirilerek, kalemlerin dikey yüzdeler itibarıyla saptanması, aktif varlıklarının dönüşüm hızlarının da dikkate alınarak, oran analizlerine yönelinmesi ve mali tablolardan yararlanılarak, fon yaratma gücünün tespit edilmesi ile net çalışma sermayesinin ortaya konulması en uygun finansman kaynağının belirlenmesini sağlayacaktır.

İlgili yöntemlerle gereksinim duyulan yabancı kaynakların saptanması ile başlayan, yabancı kaynak kullanımı sürecinde, yabancı kaynakların maliyetlerinin belirlenmesi, verimliliklerinin ölçülmesini de gerektirir.

Yabancı kaynağın maliyeti, o borcun elde edilmesi için yapılan giderlerden oluşur. Kısa vadeli banka kredilerinde, faiz giderleri, komisyon, fon ve banka muameleleri vergisinden oluşan bu maliyetlere karşın, bazı kaynaklar da maliyet sıfır olarak oluşabilmektedir.

Dönem borçlanma maliyetlerinin her bir kaynak için ayrı ayrı izlenebilme olanağının mevcut olması durumunda, ilgili borçlanmalar için borçlanma maliyeti de ayrı ayrı saptanabilir. Ancak; işletmelerin borçlanma maliyetleri takip edilirken, kısa ve uzun vadeli borçlanma unsurlarının sadece bazıları

üzerinde durdukları bilinmektedir. Örneğin; kısa vadeli banka kredileri maliyetleri ya da uzun vadeli banka kredileri maliyetleri olarak detaylandırılan finansman giderlerinin yanısıra, diğer borçlanmalar için de detaylı bir çalışmaya girilmemektedir. İşte bu nedenlerle, borçlanmanın maliyetleri hesaplanırken, kısa ve uzun vadeli banka kredilerinin maliyetleri ayrı ayrı hesaplanabilirken, diğer maliyetler için detaylı bir çalışma yapılmaması sonucu ile karşılaştırılması olasılığı yüksektir. Ancak; bu durum ilgili detay maliyetlerin saptanmasının yanısıra, toplam ortalama maliyetlerin de çıkarılması ile bu durum önlenebilecektir. Ortalama borçlanma maliyeti bulunmaya çalışılırken dikkat edilecek nokta ise, toplam borçlar içersinden maliyetsiz oldukları saptanan borçların çıkarılarak, toplam maliyetli borçlar üzerinden, maliyetlerin saptanmasıdır.

Yabancı kaynakların işletme için verimli ve kârı maksimize edici bir unsur taşıyıp taşımadıkları açısından da analiz edilmeleri ve ondan sonra kaynak kullanımına gidilmesi, işletme menfaatleri yararına bir unsurdur. Yabancı kaynakların verimlilikleri ise, kullanılmaları düşünülen aktif kalemlerin verimliliklerine bağlıdır. İşletme için verimli olmaktan uzak bir aktif kalem için borçlanma yoluyla finansmana gidilmesi, borçlanma maliyetinin karşılanamaması sonucunu doğurur. Borçlanmanın maliyetinin karşılanması ise, bu kaynağa başvurmanın sonucunda oluşacak olan maliyetlerin dikkate alınarak işletme genel kârlılığı üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin saptanmasından oluşur. Eğer, şirket ilgili dönem sonunda, borçlanmanın maliyetine eşit bir kâr marjına ulaşabilmişse, borçlanmanın maliyetinin karşılanabildiğinden sözedilir.

Aktif kalemlerden herhangi birinin finansmanı için, kaynak gereksinimi duyan işletmelerin tüm bu analizleri yaparak, etkin bir değerlendirme ile en uygun kaynağa başvurup, optimum kaynak yapısına ulaşabilmesi olasıdır. Ancak; bu durumun kaynak gereksiniminin doğmasından başlamak üzere etkin bir denetim gerektirdiği de yadsınamaz bir gerçek olarak belirlenmelidir.

Y A R A R L A N I L A N K A Y N A K L A R

- AKDOĞAN, Nalan
TENKER, Nejat : Finansal Tablolar Analizi, B. 2, Ankara, 1985.
- BAYAR, Doğan : Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası (Ders Notları), Eskişehir, 1983.
- BAYAR, Doğan
KARALAR, Rıdvan : İşletme Ekonomisine Giriş, Eskişehir, 1982.
- CEMALCILAR, İlhan Vd. : İşletmecilik Bilgisi, İ.Ç.E.M. Ya. No. 3, Eskişehir, 1983.
- BEKTÖRE, Sabri
ÇÖMLEKÇİ, Ferruh : Mali Tablolar Analizi, E.İ.T.İ.A. Ya. No. 220/143, Eskişehir, 1980.
- BÜKER, Semih : Finansal Yönetim, Anadolu Ü. ESBAY. Ya. No. 23, Eskişehir, 1985.
- GÖNENLİ, Atilla : Finansal Tablolar Analizi Ve Yorum, B. 2, İstanbul, 1979.
- GÖNENLİ, Atilla : İşletmelerde Finansal Yönetim, Finans Enst. Ya. No. 3, B. 3, İstanbul, 1979.
- GÖNENLİ, Atilla
SARIKAMIŞ, Cevat : İşletme Finansı Okuma Parçaları Ve Vak'alar, İ. Ü. İşl. İkt. Enst. Ya. No. 28, B. 2, İstanbul, 1976.
- GÜRGEN, Yaşar : İşletme Finansmanı, Ankara, 1972.

- HATİPOĞLU, Zeyyat : İşletme Finansı, Temel Araştırma Ya. No. 6, İstanbul, 1986.
- KARAKOYUNLU, Yılmaz : Mali Bünye Analizi, İst. Reklam Ya. No. 27, ?, ?.
- KOÇ-YALKIN, Yılmaz : İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri, Banka Ve Tic. Hk. Araştırma Enst. Ya. No. 117, Ankara, 1975.
- OLALI, Hasan : İşletmelerde Uzun Süreli Yatırım Ve Finansman Planlaması, E. Ü. İ.T.B.F. Ya. No. 64/10, ?, 1971.
- OLALI, Hasan : Tesebbüs Finansmanı Ve Tesebbüs Finansal Yönetimi, İzmir, 1967.
- TECER, Merâl : İşletmelerde Sermaye Maliyeti, Türkiye Ve Ortadoğu Amme İdaresi Enst. Ya. No. 188, Ankara, 1969.
- TENKER, Lütfullah : İşletme İktisadı, C. I, Ankara, 1969.
- TENKER, Lütfullah : İşletme İktisadı, C. II, Ankara, 1969.
- YÜKSEL, Ali Sait : Para Bulma Ve Kredi İşleri Finansmanı, B.3, İstanbul, 1973.
-