

BEŞİNCİ BÖLÜM

İşletme Sermayesi Yönetimi 1 (Cari Aktifler Ve Cari Pasifler)



Finansal Terimler

- **Borcun ödenmeme riski;** borçlu tarafından borcun anaparasının ve faizlerinin sözleşmede belirtilen zamanlarda ödenmemesi durumu,
- **Cari aktifler (dönen varlıklar);** bir yıl içerisinde nakde dönüşebilen para ve para benzerleri ile ticari alacakları ve stokları kapsar,
- **Ciro etmek;** bir değerli evrakın arkasına “ciro edilmiştir” yazıp imzalanarak, ödenmediğinde ödeme sorumluluğu devam etmek üzere, bu alacak hakkının başkasına devir edilmesi,
- **Hazırlık süresi;** bir stokun üretime verilmesi ve yeniden yerine konulması için geçen süre,

- **İskonto dönemi;** kredili satışlarda belirli bir süre içerisinde borç ödendiğinde ıskonto sağlanıyorsa işte bu ıskontoya imkan veren zaman süresi,
- **İşletme sermayesi;** firmada bir yıl içerisinde nakde dönüşebilecek olan cari aktifleri (nakit, ticari alacakları ve stokları) kapsar,
- **İşletme sermayesi politikası;** her bir cari aktif kaleminin ne olacağını ve bunların nasıl finanse edileceğini belirleyen politikalar,
- **Keşide etmek;** yazmak. Bir çek, emre muharrer senedin v.b. yazılması,

- **Kredi dönemi;** bir kredi akdinde borcun tamamen ödeneceği zaman süresi,
- **Kredi limiti;** firmaya banka ve diğer finans kurumları tarafından tanınan alabileceği maksimum borç miktarı,
- **Kötü alacak kayıp oranı;** firmaların kredili satışlarından tahsil edilemeyen alacakların toplam alacaklara oranı,
- **Likidite;** firmanın nakit durumunu ve vadesi gelen borçlarını ödeyebilme yeteneği,

- **Net işletme sermayesi;** firmanın cari aktiflerinden cari pasiflerinin çıkarılmasıyla bulunan miktar,
- **Rehinli kredi;** alınan krediye karşılık, ödenmeme riskinde kullanılmak üzere, menkul veya gayrimenkuller üzerine konulan teminat (alacak) hakkına sahip kredi. Teminat yoksa açık hesaptan veya teminatsız krediden bahsedilir,
- **Sipariş maliyeti;** bir stoka ait sipariş verme ve teslim almaya kadar yapılan toplam ödemeler,
- **Stok dönemi;** bir stokun yeniden siparişi için geçen süre,

- **Stoksuzluk maliyeti;** firmanın stoklarını yerine koyamaması sebebiyle karşılaştığı kayıplar,
- **Taşıma maliyeti;** belirli bir dönem stok bulundurmanın ortaya çıkardığı bütün maliyetler,
- **Ticari senetler;** kısa vadeli, garantisiz, bono gibi emre yazılı senetler,
- **Yeniden satın alma anlaşması (repo);** firmaların nakit ihtiyaçlarını karşılamak için ellerinde bulunan menkul değerleri belirli bir tarihte geri almak kaydıyla satmaları,
- **Yeniden sipariş noktası;** stokun sipariş verilmek suretiyle yenilenmesi gereken minimum miktarı.

İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN ÖNEMİ

- **İşletme sermayesi yönetimi;** firmanın cari aktifleri ve cari pasifleriyle (dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar) ilgili kararlarla, onların nelerden ibaret olduğu, nasıl etkin kullanıldıkları ve bunların firmanın risk-getiri yapısı üzerinde nasıl bir etki meydana getirdiğiyle ilgilenir.
- Etkin işletme sermayesi yönetimi, firmanın uzun vadeli büyümesi ve canlılığını devam ettirebilmesi için hayati öneme sahiptir. Eğer bir firma, satışlarını ve üretimini genişletmek için işletme sermayesi ihtiyacını karşılayamıyorsa, satış gelirlerini ve dolayısıyla kârlarını kaybedecektir. Kısa vadeli borçlarını ödeyecek kadar fona sahip olmayan işletme bu kez finansal yönden zor duruma düşecek ve muhtemelen kredibilitesini yitirecektir.

İşletme sermayesi;

- Eğer işletme sermayesi kalemlerine (kasa, alacaklar, stoklar) gerektiğinden fazla yatırım yapılmışsa, eldeki fonlar israf edilmiş demektir.
- Stoklara yapılan fazla yatırım stok maliyetlerini artıracak, yıpranma, modası geçme risklerini birlikte getirecektir.
- Eğer firmanın işletme sermayesi yetersiz ve kısa vadeli borçlarını ödemeye kâfi gelmiyorsa firma açısından çok yüksek bir maliyet ortaya çıkar.
- Firmalar piyasadaki itibarlarını koruyabilmek ve kredi değerliliklerini artırabilmek için yeterli, optimal bir işletme sermayesine sahip olmak zorundadırlar.

GENEL OLARAK İŞLETME SERMAYESİ POLİTİKASI

- İşletme sermayesi yönetiminin amacı; ortakların varlıklarını maksimize etmektir. Bu sebeple işletme sermayesi politikası nakde ve pazarlanabilir menkul değerlere, alacaklara, stoklara optimal bir yatırımı ve bunların kısa vadeli ve karışık tipte finansmanı üzerinde durur.



İşletme sermayesi yönetimine, temel bazı işletme ilişkileri de dâhildir.

- *Satışların etkisi*
- *Likidite*
- *Firmayla ilgilenenler arasındaki ilişki*
- *Karışık kısa vadeli finanslama*
- İşletme sermayesi kalemleri sabit aktiflerden farklıdır



İşletme Sermayesini Finanslama Felsefesi

- Firma günlük faaliyetlerinde likit kalmak zorundadır. Aynı zamanda faaliyetlerini mümkün olduğu ölçüde etkin ve kârlı yürütmelidir. Firmanın risk-getiri dengesi, işletme sermayesi kalemlerinin nasıl finanse edileceği felsefesini etkiler.

İşletme sermayesi üç şekilde finanse edilebilir:

- Vadelerin uyuşması yaklaşımı(Dengeli Finanslama)
- Muhafazakar yaklaşım(İhtiyatlı Finanslama)
- Atılımcı yaklaşım(Riskli Finanslama)

İşletme Sermayesini Finanslama Felsefesi

1. İşletmeler, sabit varlıklar ile devamlı döner varlıkları, uzun vadeli fonlarla; dalgalanan döner varlıkları, kısa vadeli fonlarla finanse edebilirler.

(Dengeli Finanslama)

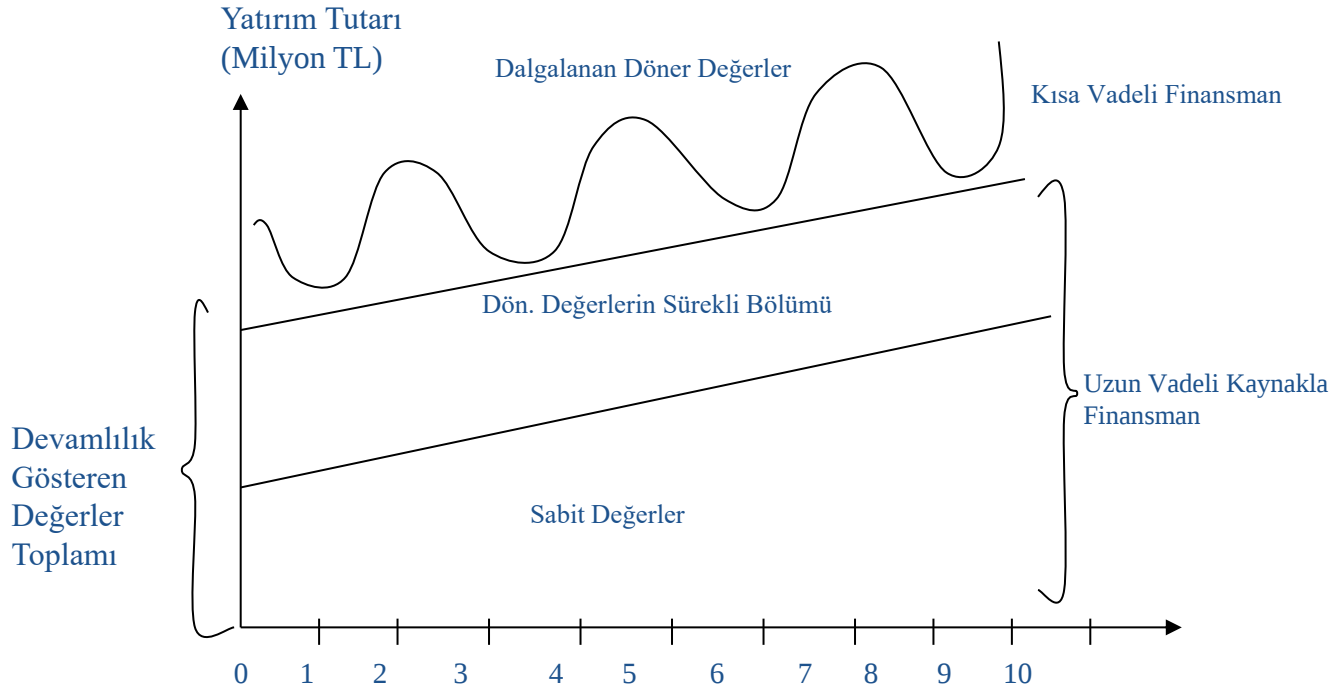
2. İşletmeler, sabit varlıklar ile devamlı döner varlıkların bir kısmını uzun vadeli fonlarla; dalgalanan döner varlıklarla, devamlı döner varlıkların geriye kalan kısmını kısa vadeli fonlarla finanse edebilirler.

(İhtiyatlı Finanslama)

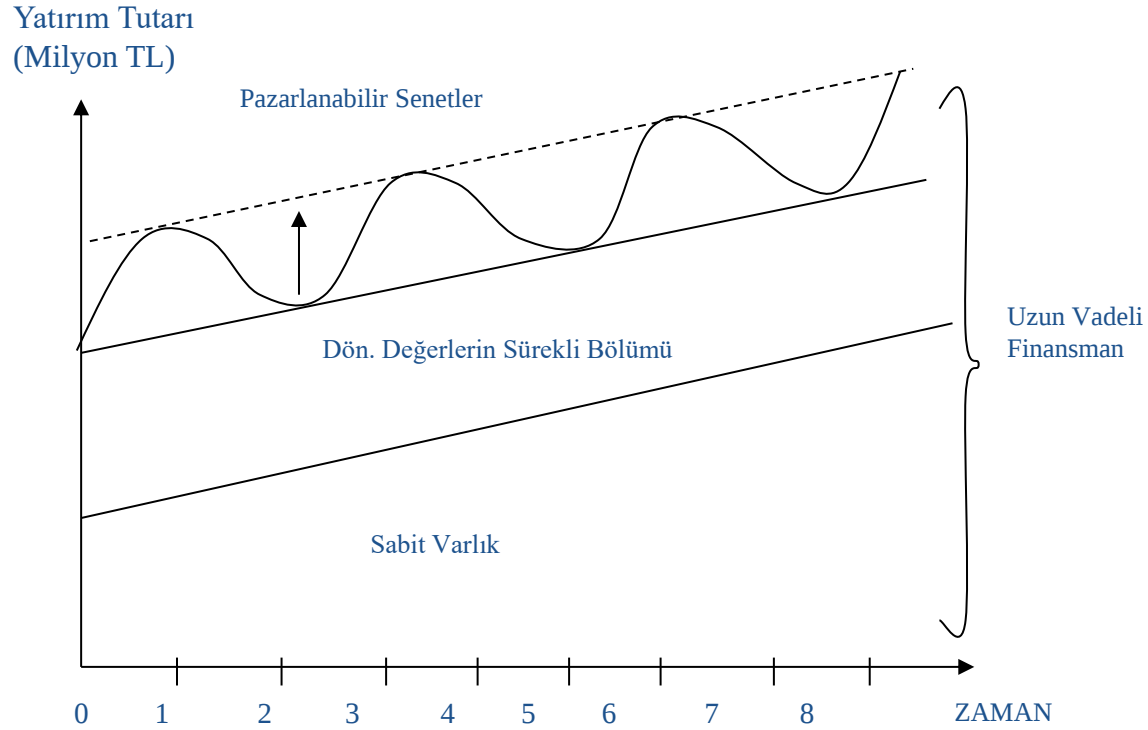
3. İşletmeler, döner varlıkların tümü ile sabit varlıkların bir kısmını kısa vadeli fonlarla finanse edebilirler.

(Atak - Riskli Finanslama)

Dengeli Finanslama Stratejisi

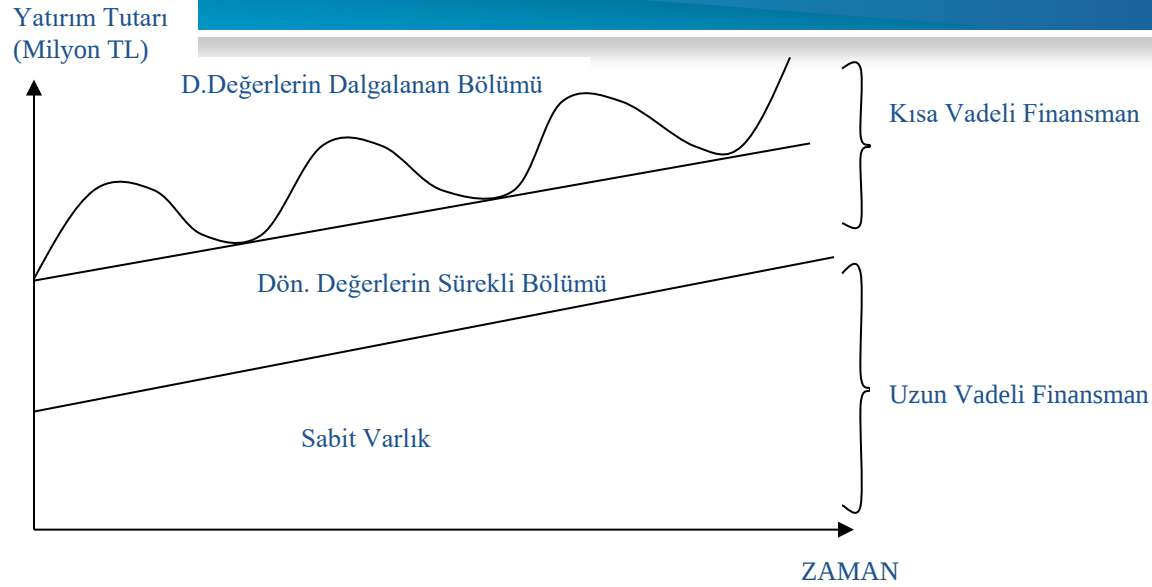


İhtiyatlı Finanslama Stratejisi

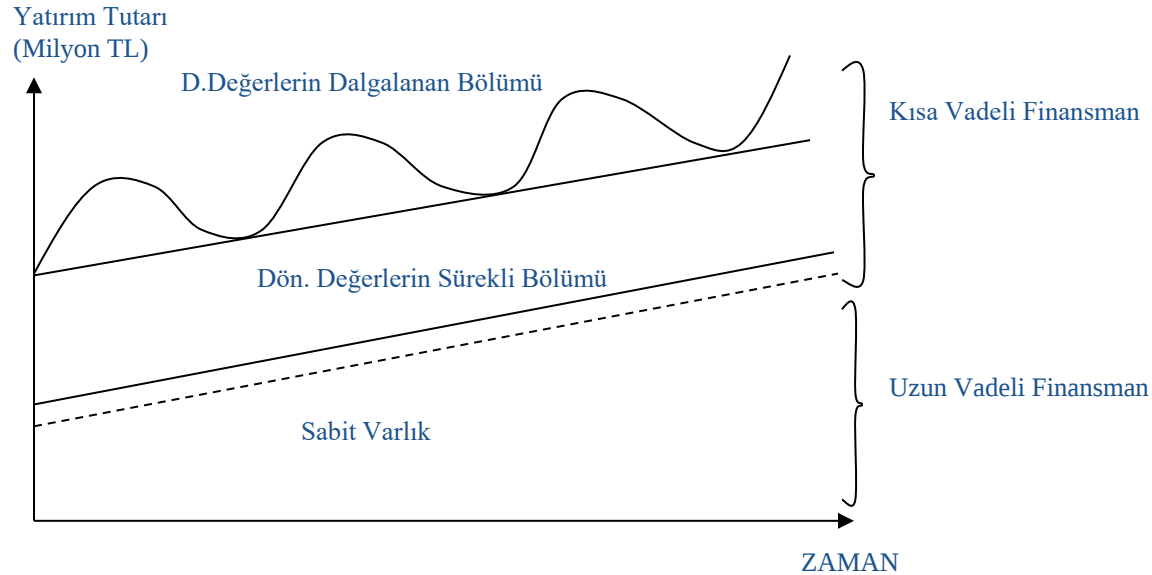


Atak (Riskli) Finanslama Stratejisi

A



B



Nakit Dönüşüm Süresi

- **Nakit dönüşüm süresi;** alacaklardan tahsilât ile borçların ödenmesi arasındaki geçen sürenin uzunluğunu yani nakdin kaç gün süreyle cari aktiflere bağlandığını gösterir.
- **Nakit Dönüşüm Süresi=** Stok dönüşüm süresi + Alacak tahsil süresi - Borçları ödeme süresi



Alternatif Net İşletme Sermayesi Politikaları

Firma cari aktifler için üç politika uygulayabilir:

- Gevşek yani genişletilmiş cari aktif politikası
- Sıkı yani daraltılmış cari aktif politikası
- Orta yani dengeli cari aktif politikası



- Belirlilik şartları altında firmaların kasada daha az miktarda nakit, daha az miktarda stok bulunduracakları, alacak ve ticari borçlar hesaplarının düşük olacağı bellidir. Buna karşılık belirsizlik şartları altında beklenen satışlar için beklenen bir stok miktarı, beklenen ticari alacaklar ve beklenen ticari borçlar ortaya çıkacağı için firma riske girmemek gayesiyle bir kısım ek fonları cari aktifler hesabına yatırmak zorunda kalacaktır.
- Burada kredili satış politikasının şartları yani uygulanan peşinat iskontosu ve vade ticari alacak hesaplarının büyüklüğünü belirleyecektir.

NAKDİN VE PAZARLANABİLİR MENKUL DEĞERLERİN YÖNETİMİ

- Nakit ve pazarlanabilir menkul değerler firmanın en likid aktifleridir. Nakit eldeki paralar ile bankalarda bulunan vadesiz hesapları kapsar ve firmalar aktiflerinin %2 ilâ 5'i arasında kasalarında nakit ve nakit benzerlerini bulundururlar.
- Kasada bulunan nakdin bir maliyeti yani alternatif maliyeti vardır. Bu sebeple firmalar oldukça karmaşık nakit yönetim sistemlerini kullanarak, minimum maliyetli ve etkin şekilde, nakit ve pazarlanabilir menkul değerleri yönetmeye çalışmaktadırlar.

Firmalarda Nakit Niçin Gereklidir?

Firmaların elde nakit bulundurmaları için üç önemli sebepleri vardır:

- Muamele saiki (güdüsü),
- İhtiyat saiki,
- Spekülasyon saiki.



Bir firmanın nakit tutmasını şu faktörler etkiler:

- Firmanın geleceğe ait nakit akışı tahmini,
- Nakit akımlarının zaman uyumu yoksa firma elde fazla para tutmak zorundadır,
- Firmanın alış ve satış politikalarının durumu elinde para tutmayı etkiler,
- Alacakların ve stokların devir hızının yüksek veya düşük olması,
- Firmanın kredi sağlama kapasitesi,
- Firmanın borçlarının süre yapısı,
- Beklenen para giriş ve çıkışlarının gerçekleşme olasılığı,
- Firmanın konjonktürel veya mevsimsel hareketlerden etkilenmesi,
- Endüstri kolundaki rekabet.

Kısa Vadeli Yatırım Alternatifleri (Pazarlanabilir Menkul Kıymetler)

Firma fazla fonlarını şu enstrümanlarla değerlendirebilir:

- Kısa süreli hazine bonoları
- Devlet tahvilleri
- Finansman bonoları
- Bankalarca kabul edilmiş poliçeler
- Garantili özel kesim tahvilleri
- Repo
- İmtiyazlı hisse senetleri
- Muhtelif dövizler
- Paraya hemen çevrilebilir yabancı ülke bono ve tahvilleri de diğer bir kısa vadeli yatırım aracıdır.

Para Yönetiminde Karar Modelleri

- **W. Baumol Modeli;** firmanın gelecekteki nakit girişini kesinlikle tahmin edebildiğini, nakit çıkışlarının yeknesak olarak dönemler içerisinde olacağını, faiz oranının (nakdi elde bulundurmanın alternatif maliyetinin) sabit olduğunu ve firmanın pazarlanabilir menkul değerleri nakde çevirirken sabit bir muamele gideri yapacağını kabul eder.
- **Miller-Orr Nakit Yönetim Modeli;** Baumol modelinden daha gerçekçi bir yapıdadır. Model günlük nakit akımlarının bir olasılık dağılımına göre dağılabileceğini kabul eder.

Optimum Nakit Düzeyinin Saptanmasında Kullanılan Modeller

- Baumol Modeli
- Miller-Orr Modeli
- Beranek Modeli

Baumol Modeli

- Baumol Modelinde, ekonomik sipariş modelinden hareket edilerek, optimum nakit düzeyi bulunmaktadır.
- Modelin varsayımları; nakit ödemelerinin belli bir dönem için devamlı ve düzenli olması, nakit girişlerinin dalgalanmaması, likit fonların maliyetinin sabit kalması ve işletmenin yalnız işlem nedeniyle para talep etmesidir.

Baumol Modeli

$$C = \sqrt{\frac{2bT}{i}}$$

C = Optimum nakit düzeyi

b = Sağlanan toplam nakit için ödenen sabit tedarik giderleri

T = İşletmenin gelecek dönemdeki nakit talebi

i = Nakit olarak tutulan sermayenin maliyeti

$$\text{Maliyet} = b(T/C) + i(C/2)$$

ÖRNEK

- Bir işletmede gelecek dönemde ihtiyaç duyulacak nakit tutarı 10.000.000 TL, nakit tedarik giderleri 200.000 TL ve nakde bağlanan sermayenin maliyeti % 2,5'tur. Optimum nakit tutarı kaç TL' olmalıdır?

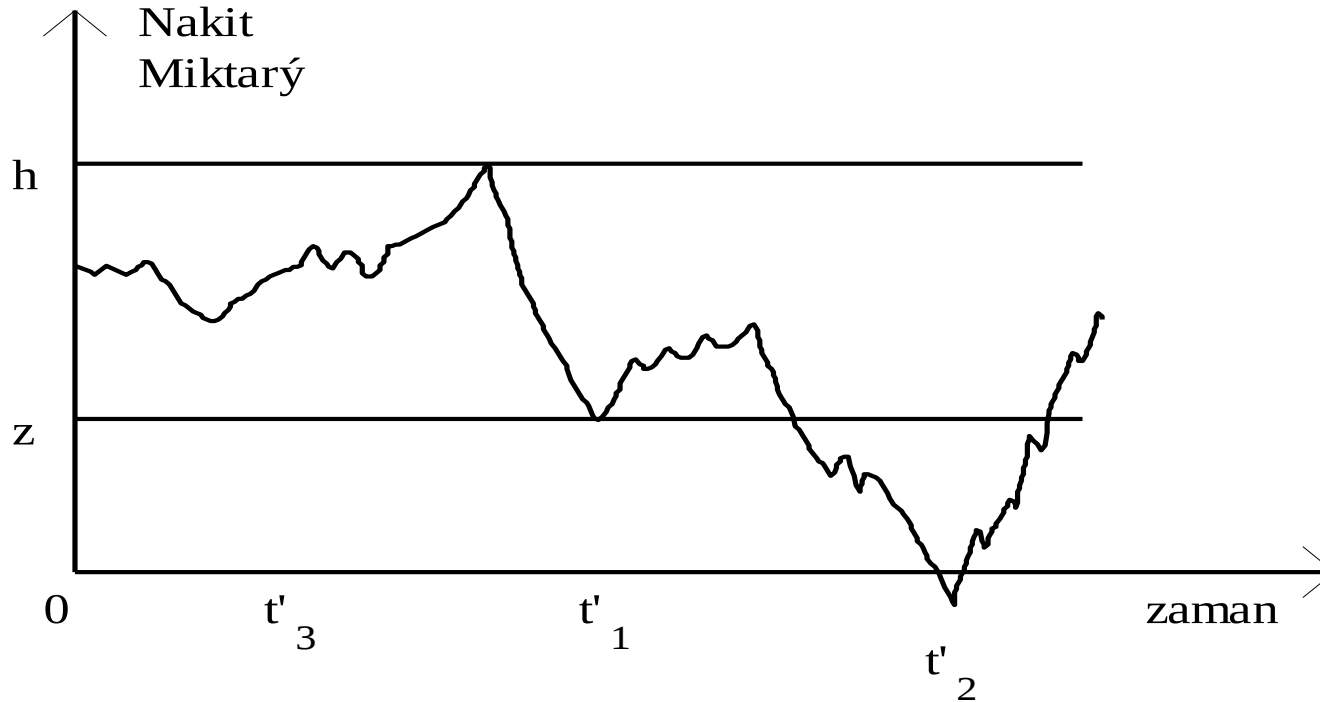
$$C = \sqrt{\frac{2bT}{i}} = \sqrt{\frac{2 \times 200.000 \times 10.000.000}{0.025}}$$
$$= 12.649.110 \text{ TL.}$$

Miller-Orr Modeli

- Merton Miller ve Daniel Orr tarafından geliştirilmiş bir modeldir.
- Model, nakit akışlarının tesadüfi olarak negatif veya pozitif olarak değişebileceği ve gözlem sayısı arttıkça, net nakit akımlarının normal dağılım göstereceği varsayımına dayanmaktadır.
- Böylece, işletmelerin net nakit akımlarının alt ve üst sınırları tespit edilebilir.
- Modele göre, işletmenin nakit hareketi, belirlenen limitler arasında ise, yöneticinin bir şey yapmasına gerek yoktur.

Miller-Orr Modeli

- Şekilde görüldüğü gibi, nakit hareketleri, üst sınır (h) ve alt sınırlar (0) arasındadır.



Miller-Orr Modeli

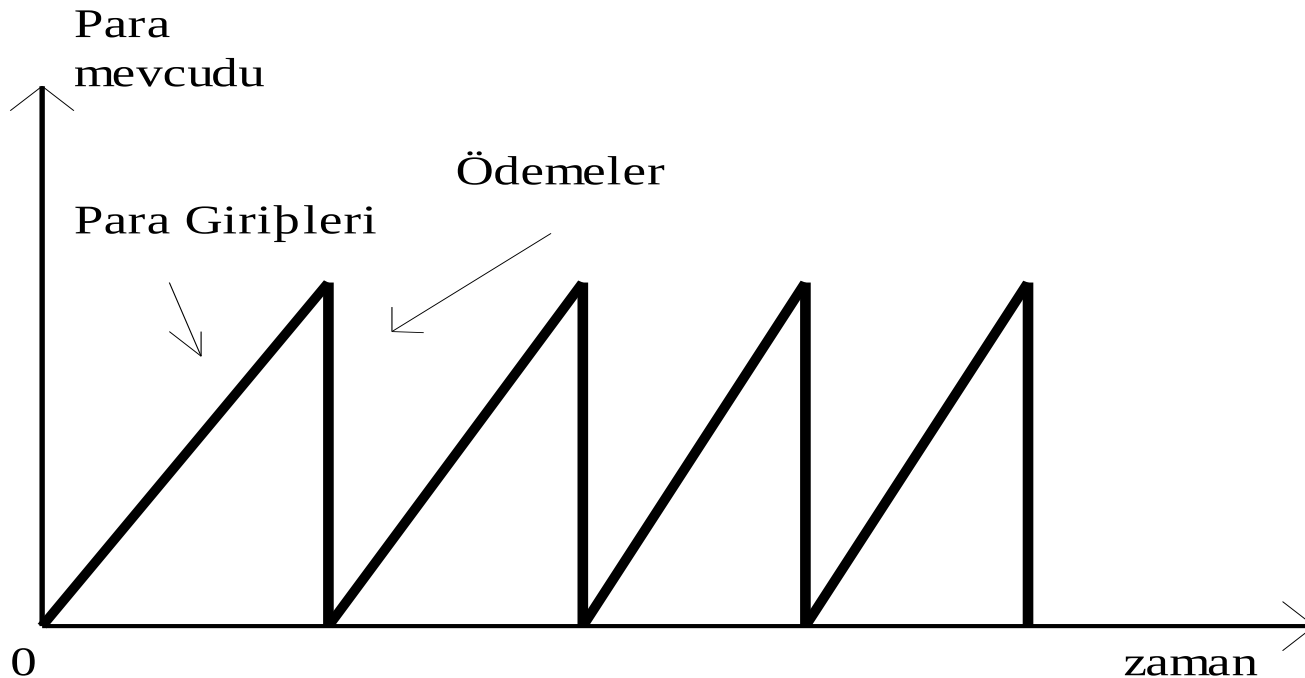
- Nakit tutarı, üst sınıra (h) ulaştığında, ($h-z$) kadar nakit menkul kıymete yatırılarak, nakit düzeyi (z) seviyesine indirilir.
- Nakit tutarı alt sınıra (o) düştüğünde, ($o-z$) kadar menkul kıymet satılarak, nakit tutarı (z) düzeyine çıkarılır.
- Nakit akışlarındaki günlük değişimler büyük veya menkul kıymet alış ve satış maliyeti yüksekse, işletme, üst ve alt sınırları birbirinden uzak belirlemelidir.
- Fakat, faiz oranları yüksekse, sınırlar birbirine yaklaştırılmalıdır.

Beranek Modeli

- William Beranek tarafından geliştirilmiştir.
- Modelde, nakit ödemelerinin belirli tarihlerde yapıldığı ve yöneticiler tarafından denetlenebildiği varsayılmıştır.
- Nakit girişlerinin ise, devamlı olduğu ve denetlenemediği öngörülmüştür.

Berane Modeli

- Modele göre, nakit girişleri devamlı, nakit çıkışları belirli günlerde olduğundan, yöneticiler planlama döneminde gereksinme duymayacakları fonları menkul değerlere yatırabilir.



Nakit Yönetiminde Etkinliği Artırıcı Tedbirler

- Uluslar arası veya büyük firmaların durumu,
- Nakit bütçesini hazırlamak,
- Nakit devir hızını artırmak,
- Hesaplara çek yazmak,
- Satış servislerinin hızlı çalışmasını sağlamak, faturaları erken göndermek,
- Para girişleri ve ödemeler arasında zaman uyumunu sağlayacak bir ödeme planı hazırlamak,
- Çok sayıda banka ve banka şubesi ile çalışmak yerine merkezi birkaç banka ve şube ile çalışmak,

- Nakit ödemelerini kontrol altına almak, haftanın belirli bir gününde bir merkezden yapmak,
- Müşteri avanslarına, depozito alınmasına ağırlık vermek,
- Merkezde posta kutuları kiralayarak çeklerin kısa zamanda gelmesini sağlamak, çekleri hemen hesaplara intikal ettirmek,
- Kredi kartları kullanımını firmada yaygın hale getirmek,
- On-line sisteminden mümkün olduğu ölçüde yararlanmak,
- Kur riskinden yararlanmak için hedging (opsiyon, swap v.b) tekniklerini kullanmak, elde belirli bir oranda döviz bulundurmaya çalışmak,
- Firmanın nakit bütçesini hazırlamak ve bunu sık sık güncellemek,
- Fazla fonları günlük, haftalık v.b. süreler için repo v.b imkânlarla değerlendirmektir.

ALACAKLARIN YÖNETİMİ

ALACAKLARIN YÖNETİMİ

- Firmalar genellikle peşin satışları kredili satışlara tercih ederlerken sektördeki rekabetçi ortam kendilerini kredili satış yapmaya zorlar. Kredili satışlar firmada alacak hesaplarını ortaya çıkarır. Bir firma mal ve hizmetlerini satarken müşterilerine ödemelerin belirli bir vade sonrasında yapılmasını garanti eder. Böylece firma satışlarını artırır, müşteriler de ödeme kolaylığı sebebiyle mal ve hizmetleri almak imkânını bulur.

İki çeşit kredi vardır:

- Ticari krediler ve
- Tüketici kredileri.



- Birçok firmada ticari krediler aktif toplamının %15 ila %40'ını teşkil eder, önemli bir yatırım kalemidir. Niçin firmalar kredi açarlar: Cevap çok basittir. Rakipler açtıkları için açarlar. Bu cevap oldukça yaygın ve basit bir sebeptir. Firmalar kredi açarlarken başka hususları da göz önüne alırlar.

Alacak Tutarını Belirleyen Faktörler

- Firmanın kredili satış politikası,
- Peşinat iskontosu,
- Satış tutarı,
- Satılan mal ve hizmetin niteliği ve fiyatı,
- Satışların mevsimlik olması veya kampanyaya dayanması,



- Alacak tahsilâtında etkinlik,
- Alacak senetlerini iskonto ettirme imkanı,
- Kredili mal satılacak müşterilerde aranacak nitelikler ve kendilerine tanınan kredi limitleri,
- Firmanın büyüklüğü ve finans imkânlarının çokluğudur.

Kredi ve Satış Politikasının Tespiti

- Bir firma müşterilerine kredilerini genişletme kararı alırsa; onlar üzerine alacak hesaplarında görülen bir yatırımı yapıyor demektir. Başka bir aktif varlık üzerine yatırım yapılması kararı gibi, kredili satış politikasının optimal genişletilmesi kararı; birçok alternatif politikanın marjinal giderlerinin ve marjinal gelirlerinin ölçülmesini ve analizini, bunlar arasından optimal olanının seçilmesini gerektirir.
- Firma liberal bir kredili satış politikası uyguladığı zaman, bu politika satışları teşvik edecek ve diğer faktörler (ekonomik şartlar, fiyatlar, üretim maliyetleri, reklam giderleri v.b) aynı kalmak şartıyla brüt kârı artıracaktır.

Firma liberal satış politikası takip ederse marjinal giderlerin kontrolden çıkmaması ve optimum olması için;

- Kredi standartlarını,
- Kredi şartlarını ve vadesini,
- Tahsil politikasını düzenlemek zorundadır.



Kredi Standartları

Kredi standartları; hangi müşterilerine ne ölçüde kredi açmak üzere müşterilerin niteliklerini, kredibilitelerini, ödeme güçlerini belirlemeye yarayan kurallar bütünüdür. Müşterilerin kalite derecelendirilmesinde onların borçlarını ödeme alışkanlığını, varlık durumlarını ve ödememe olasılığını yani tahsil edememe riskini belirlenmeye çalışılır.

- Temel kredi-onaylama kararı modeli; Model yatırımlarda ve diğer finansal kararlar gibi bugünkü değer temeline dayanır. Eğer kredinin net bugünkü değeri (NBD) pozitif ise kredi talebi onaylanmalıdır.

Müşterilerde Aranacak Özellikler

Kredi Standartları

Kredinin 5K sı;

- Karakter
- Kapasite
- Kapital
- Karşılık
- Koşullar

- **Ortalama tahsil süresinin artırılması;** Ortalama tahsil süresi; müşterilerin kredi şartlarını yerine getirdiklerinin ve ödemelerini zamanında yapıp yapmadıklarının önemli bir göstergesidir. Firma satışı yaptıktan sonra, müşterinin talep ettiği kredi süresi içerisinde, alacağının tahsilini bekler. Bazı müşteriler kredi süresi içerisinde borçlarını ödemelerine rağmen bazıları da daha sonraki aylarda öderler veya hiç ödemezler. Böylece alacakların kredi süresi ile tahsil süresi arasında firma aleyhine bir fark doğar, dolayısıyla ortalama tahsil süresi yükselmiş olur. Ortalama tahsil süresi ne ölçüde uzarsa, firma alacak hesaplarına o kadar büyük yatırım yapıyor ve maliyete katlanıyor demektir.

Ticari kredi şartları

Bir firmanın kredi şartları; firmadan kredi isteyen müşteriye kredili satışı yapmak için firmanın istediği şartları kapsar.

- Kredi süresinin uzunluğu,
- Nakit iskonto oranı ve eğer varsa
- Mevsimlik özel vadelerdir.



- **Kredi süresinin uzunluğu;** Firmaların satışlarını artırmak için uyguladıkları sistemlerden birisi de kredili satışlarında vadeleri uzatmaktır. Mesela mevcut satışlar 30 gün vadeli yapılırken 45, 60, 90 güne çıkması gibi. **Burada önemli olan kural; vadelerin uzatılmasıyla artan ek satışların marjinal gelirin marjinal maliyetinden büyük olmasıdır.**
- **Nakit iskontosu;** Müşterinin açılan kredisi için, ödeme süresi içerisinde borcunu ödemesi halinde, kendisine uygulanacak iskonto oranını ifade eder. Yüzde oran olarak belirtilen nakit iskontosu, alınan mal veya hizmetin satış fiyatı üzerinden uygulanır. Mesela 2,5/10, net 30 ile firma satış yapıyorsa; eğer müşteri borcunu 10 gün içerisinde öderse kendisine %2,5 oranında peşinat iskontosu yapılacaktır.

Firmaların Kredili Satış Politikasında Etkinliği Artırıcı Önlemler

- **Tespit edilecek kredili satış politikasının;** vade, peşin gün sayısı ve peşinat ıskontosu itibariyle, sektör içinde en uygun ve firmaya en çok kazandıracak satış politikasının olması,
- **Kredili satış** yapılacak müşterilerin karakter, kapasite, ödeme gücü, ödeme alışkanlığı ve kredibilitesi açısından tespiti iyi yapılmalı ve bu konuda bir sistem geliştirilmelidir. Zayıf sayılabilecek müşteriler için teminat-kefalet-banka sisteminin çalıştırılması,
- **Büro hizmetlerinde etkinliğin artırılması,** tahsilâtın hızlandırılması ve tahsilât servisinin verimliliğini yükseltecek tedbirler alınması,

- Müşteri cari hesaplarının ticari senetlere, çeklere dönüştürülmesi,
- Alacakların tahsil edilememe riskine göre sigorta ettirilmesi,
- Kredi kartları, faktoring veya forwating sistemi kullanılarak fon tedarik politikalarından yararlanılması,
- Tahsilâtın hızlandırılması için on-line sisteminin, merkezi bankacılığın, birimlerin ve tahsil elemanlarının kullanılması,
- Tahsilâtı hızlandıracak ve kötü alacak oranını azaltacak, sektöre göre değişebilen, diğer teşvik tedbirlerinin alınması gibi.