

KÂĞIT VE AMBALAJ SANAYİ İŞLETMELERİNDE ENTELEKTÜEL SERMAYENİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ*

Ampirik Araştırma
(Empirical Research)

Doç.Dr. Selçuk KENDİRLİ**
Fevzi DİKER***

Muhasebe ve Vergi
Uygulamaları Dergisi
Mart 2016; 9 (1): 45-58

ÖZ

Bu çalışmanın amacı; işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayelerinin, finansal performanslarına etkisini araştırmaktır. Bu kapsamda, Borsa İstanbul bünyesinde, kâğıt ve ambalaj imalatı üzerine faaliyet gösteren işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayeleri; piyasa değeri/ defter değeri yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi ve hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemlerine göre hesaplanmıştır. Ayrıca işletmelerin finansal performansları; cari oran, asit test oranı, nakit oranı, toplam yükümlülük oranı, kısa vadeli yükümlülük oranı, yükümlülük öz kaynak oranı, brüt kar oranı, net kar oranı, toplam varlıklar karlılık oranı, öz kaynak karlılık oranı hesaplanarak; söz konusu işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayelerinin finansal performanslarına etkileri incelenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Finansal Performans, Entelektüel Sermaye, Kâğıt ve Ambalaj Sanayi

JEL Kodları: O30, O34, O39

IMPACT OF FINANCIAL PERFORMANCE OF INTELLECTUAL CAPITAL IN PAPER AND PACKAGING INDUSTRY BUSINESS

ABSTRACT

The purpose of this study, they have the intellectual capital of the business, financial performance is to investigate the effect. Paper and pac-

* Makalenin gönderim tarihi: 20.12.2015; Kabul tarihi: 13.01.2016

** Hitit Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Bankacılık ve Finans Bölümü, selcukkendirli@hitit.edu.tr (Sorumlu yazar; Correspondent author)

*** Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Öğrencisi, fevzidiker@hitit.edu.tr

kaging manufacturing on the activities of the businesses within Borsa İstanbul that according to they have the intellectual capital, market value / book value method, the economic value added method and calculated intangible value method were calculated. In addition, these businesses the financial performance calculated; current ratio, acid test ratio, cash ratio, total liabilities ratio, short-term liabilities ratio, liabilities-equity ratio, gross profit ratio, net profit ratio (NPR), return on assets (ROA), return on equity(ROE), these businesses that have intellectual capital effects on the financial performance was studied.

Keywords: Financial Performance, Intellectual Capital, Paper and Packaging Industry

JEL Codes: O30, O34, O39

1. GİRİŞ

Entelektüel sermayenin üzerinde uzlaşmış kesin bir tanımı olmamakla birlikte; işletmeye değer katan, işletmeye piyasada rekabet avantajı sağlayan maddi olmayan varlıkların, işletme çalışanlarının sahip olduğu bilgi ve yeteneklerin, işletmenin ilişki içinde bulunduğu tüm kişi ve kuruluşların işletme için değere dönüşmesi şeklinde tanımlayabiliriz. Entelektüel sermayenin; insan sermayesi, yapısal sermaye ve ilişki sermayesi olmak üzere üç unsuru bulunmaktadır. İnsan sermayesi, işletme bünyesinde bulunan işletme çalışanlarının bilgi, beceri, yetenek, tecrübe, sezgi ve tutumları gibi beşeri unsurların kişi bazında ve örgüt bazında toplamlarını ifade eder. Yapısal sermaye, bir işletmenin sahip olduğu, insan sermayesi dışında kalan ve onu destekleyici bütün bilgiye dayalı unsurlardan oluşmaktadır. İşletmenin verimliliğini ve karlılığını arttırmak için uygulanmış ya da uygulanacak yönetim araçları, iyileştirme teknikleri, bilgi teknolojisi sistemi, ARGE çalışmaları, patentler, amblemler, yapısal sermayenin kapsamında yer alırlar. İlişki sermayesi, işletmenin dış çevreyle olan; müşteri sadakati, firma ünü, dağıtıcı ve toptancılarla olan ilişkileri gibi bağlantıları içerir ve işletme için değer yaratabilecek işletme dışı tüm unsurları bu kapsamda ele alınabilir.

Bu çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da kâğıt ve ambalaj imalatı üzerine faaliyet gösteren firmalar üzerinde bir değerlendirme çalışması yapılmıştır. Çalışmada işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayeleri; piyasa değeri/ defter değeri yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi ve hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemlerine göre değerlendirilmiştir. İşletmenin finansal performans değerlemesi yapılırken; cari oran, asit test oranı, nakit oranı, toplam yükümlülük oranı, kısa vadeli yükümlülük oranı, yükümlülük

öz kaynak oranı, brüt kar oranı, net kar oranı (ROS), ROA ve ROE hesaplanarak; BİST’de faaliyet gösteren kâğıt ve ambalaj firmalarının entelektüel sermayelerinin finansal performanslarına etkileri incelenmiştir.

2. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ÖLÇÜLMESİ

Bu çalışmada, entelektüel sermaye ölçüm yöntemlerinden; piyasa değeri/defter değeri, ekonomik katma değer yöntemi ve hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemine göre işletmelerin entelektüel sermayeleri incelenecektir.

2.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi

Piyasa değeri/defter değeri yöntemi, bir işletmenin piyasa değerinin, defter değerini aşan kısmının entelektüel sermayesinin değeri olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Bir işletmenin piyasa değeri, hisse senetlerinin birim fiyatı ile hisse sayısının çarpımı ile bulunan değerdir. Defter ya da kayıtlı değer ise, net aktif toplamından tüm borçlar çıkarıldıktan sonra kalan değerdir. (Uzay ve Savaş: 2003, s.167) Bu yöntemde, piyasa değeri defter değerine bölünerek entelektüel sermaye oranı olarak; piyasa değeri defter değerinden çıkartıldığında tutar olarak tespit edilmektedir.

Entelektüel Sermaye Değeri= Piyasa Değeri – Defter Değeri

Entelektüel Sermaye Oranı = Piyasa Değeri / Defter Değeri

2.2. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

Ekonomik Katma Değer (EVA), faaliyet performansının periyodik olarak ölçülmesine yönelik muhasebe tabanlı bir yöntem olup, bu yöntem dâhilindeki hesaplamalarda, muhasebe verilerinin yanı sıra, muhasebe raporlarında yer almayan değişkenler de kullanılmaktadır (Demirarslan, 2007, s.12). EVA firmaların emirlerine tahsis edilen sermayenin yarattığı veya kaybettirdiği değeri ölçmektedir. EVA firmanın performansını ölçmede hem yükümlülüklerin maliyetini hem de öz kaynakların alternatif maliyetlerini dikkate alır. EVA geleneksel muhasebe karından ziyade, gerçek ekonomik kara odaklanır. EVA yönteminde işletmenin değerine, yatırılan sermaye tutarına her yıl boyunca yatırılan ekonomik karın bugünkü değerinin eklenmesiyle elde edilir. EVA bir denklem olarak aşağıdaki şekilde ifade edilir (Kendirli, 2012, s. 415-416).

$EVA = (\text{Yatırılan Sermaye}) \times (\text{Yatırılan Sermayenin Getirisi} - \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (A.O.S.M)})$

2.3. Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi

Hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemi, işletmelerin maddi olmayan varlıklarının gerçeğe uygun değerlerinin hesaplanması amacıyla “NCI Re-

search” adlı bir kuruluş tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntemin ortaya çıkış amacı, bilgi yoğun işletmelerin finansman sağlamadaki sorunlarına çözüm bulmaktır. Şöyle ki, finans kuruluşları kredi verirken genelde işletmelerin sahip oldukları maddi varlıkları dikkate almakta, maddi olmayan varlıkları ise gözardı etmektedirler. Bu durum, teminat gösterebileceği çok az maddi varlığa sahip olan bilgi yoğun işletmelere finansman sağlamaları açısından bir engel teşkil etmektedir. Bir işletmenin piyasa değerine maddi varlıklarının değerinin yanında maddi olmayan varlıklarının değeri de etki etmektedir. “NCI Research” araştırma merkezi bu varsayımdan yola çıkarak, maddi olmayan varlıkların adil piyasa değerinin belirlenmesinin kredi konusunda bu tür işletmelere faydalı olacağı ve sorunu ortadan kaldıracağı düşüncesi ile bu yöntemi geliştirmiştir. Yönteme göre, bir işletmenin maddi olmayan varlıklarının değerinin hesaplanması yedi aşamada gerçekleştirilmektedir. Bu aşamalar uygulandıktan sonra son aşamada elde edilen sonuç, ilgili işletmenin maddi olmayan varlıklarının değeri olmaktadır. Yöntemden elde edilecek sonuçların daha sağlıklı olabilmesi için, kullanılacak verilerin üç yıllık bir dönemi kapsayacak şekilde ele alınması gerekmektedir. Hesaplama şu şekilde yapılmaktadır (Stewart, 2000, s.302-303):

- Son üç yıllık vergi öncesi kârların ortalaması hesaplanır.
- Son üç yıllık dönem sonu bilançolarından maddi varlıkların değeri bulunur ve ortalaması hesaplanır.
- Maddi varlıkların getiri oranını hesaplayabilmek için, bulunan vergi öncesi kâr ortalaması maddi varlıkların ortalama değerine bölünür.
- Son üç yıl için işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün maddi varlıklarının ortalama getiri oranı bulunur. Eğer işletmenin getiri oranı sektörün getiri oranının altındaysa, yöntem sonuç vermeyeceğinden hesaplama devam edilmez.
- İşletmenin getiri fazlası ya da ek getirisi hesaplanır. Sektörün maddi varlıklarının getiri oranı, işletmenin maddi varlıklarının ortalama değeri ile çarpılır. Bu rakam, sektördeki ortalama bir işletmenin bu değerdeki maddi varlıklardan kazanabileceği tutarı göstermektedir.
- Elde edilen bu sonuç işletmenin ortalama vergi öncesi kârından çıkarılır. Bu rakam, işletmenin sektördeki ortalama bir işletmeden ne kadar fazla kâr elde ettiğini gösteren getiri fazlası ya da ek getirisidir.
- Son üç yıllık ortalama vergi oranı hesaplanarak ek getiri ile çarpılır. Vergi sonrası elde edilen büyüklüğe ulaşmak için, bu tutar ek getiriden düşülür. Bu rakam maddi olmayan varlıklara ait olan primdir.
- Son olarak primin net bugünkü değeri hesaplanır. Bunun için işletmenin sermaye maliyeti esas alınabilir. Primi sermaye maliyetine böldükten

sonra ortaya çıkan sonuç, işletmenin bilançosunda görünmeyen maddi olmayan varlıklarının hesaplanmış maddi olmayan değeridir.

3. FİNANSAL PERFORMANS

Finansal performans genel anlamıyla, firmanın varlıklarını kullanarak kar elde etmesidir. Finansal performans aynı zamanda firmanın finansal sağlığını da ifade eden bir terimdir. Aynı sektörde çalışan benzer firmaların karşılaştırılmasında da kullanılabilir. Finansal performansla firmanın başarıları, büyümeleri ve yeni alanlardaki yatırımları da kast edilmektedir. Özellikle finansal performans bir firmanın işlerinde ne kadar iyi olduğunu da ifade eder (McGuire, Sundgren and Schneeweis, 1988, s.855). Bu çalışmada firma performansı mali oranlar yardımıyla değerlendirilmeye çalışılmıştır.

3.1. Finansal Performans Ölçümünde Kullanılan Oranlar

Oran (rasyo), mali tablolarda yer alan herhangi iki kalem arasındaki ilişkinin basit matematik ifadesi olarak tanımlanabilir. Mali tablolarda yer alan kalemlerin sayısına göre, geometrik olarak artan sayıda oran kümesi oluşturulabilir. Fakat gerek mali analistler, gerek yöneticiler için önemli olan, işletmenin likidite durumu, borç ödeme gücü, finansman şekli, faaliyet sonuçları, karlılığı, iktisadi varlıklarını etkin kullanılabilmesi gibi konulara ışık tutabilecek oranların hesaplanabilmesidir (Akgüç, 1998, s. 20)

3.2. Likidite Oranları

Likidite oranları işletmenin kısa vadede ödeme gücünü ve yükümlülüklerini yerine getirmeyi ifade eder. Dönemsel varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynakların ödenme kapasitesi bu oranlar yardımıyla sorgulanır. Çalışmada üç temel likidite oranı esas alınmıştır.

3.2.1. Cari Oran

Dönen varlıkların, kısa vadeli yükümlülüklerle bölünmesiyle bulunur. Cari oranın yüksek olması, bir işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerinin en fazla bir yıl içerisinde nakde çevrilebilecek dönen varlıkları ödeyebilme gücünün yüksek olduğu anlamına gelir. Bu oranın 2 olması yeterli kabul edilir. (Okka, 2009, s.105) Cari oranın 1 olması net çalışma sermayesinin sıfır olduğunu, 1'den küçük olması çalışma sermayesinin eksi olduğunu gösterir.

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

Asit-Test Oran

Dönen varlıklardan stokları çıkartıp kısa vadeli yükümlülüklerle bölünmesiyle bulunur. Bu oran, stokları göz ardı ettiği için, cari oranın daha ihtiyatlı şeklidir. İşletmenin asit- test oranı 1 veya 1'den büyük ise, işletmenin

stoklardan satış yapmasa dahi kısa vadeli yükümlülüklerini ödeyebileceği anlamına gelir.

$$\text{Asit - Test Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar - Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

Nakit Oran

İşletmenin satışlarının durması ve alacak tahsilatı yapamaması durumunda, kısa vadeli yükümlülükleri ödeyebilme oranıdır. Bu oranın 1 olması durumunda, işletmenin yükümlülüklerinin tamamını karşılayabilecek, para ve benzeri dönen varlığı olduğunu gösterir. Genel olarak bu oranın yüksek olmaması beklenir. Yüksek olması durumunda işletmenin fırsat maliyetine katlanacağı şeklinde değerlendirilir. Oranın yüksek olması durumunda ise oranı oluşturan değerlerin genelde Menkul Kıymetler üzerinden gelmesi beklenir. Böyle bir durum işletmenin fırsat maliyetine katlanmasını engelleyecektir.

$$\text{Nakit Oran} = \frac{\text{Hazır Değerler + Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

3.3. Yükümlülük Karşılayabilirlik (Kaldıraç) Oranları

İşletmenin mali yapısını, sermaye yapısının şekillenmesini ifade eden oranlardır. Çalışmada ele alınan oranlarla dönemsel olarak işletmenin yükümlülükleri ve bunların öz kaynak açısından yerine getirilebilme durumuna bakılmıştır.

3.3.1. Toplam Yükümlülük Oranı

Toplam yükümlülüklerin, toplam varlıklara bölünmesi formülüyle hesaplanır. İşletmenin sahip olduğu finansal yükümlülüklerinin ne kadarını karşılayabileceğini gösterir.

$$\text{Toplam Yükümlülük Oranı} = \frac{\text{Toplam Yükümlülükler}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

3.3.2. Kısa Vadeli Yükümlülük Oranı

Bu oran işletmenin varlıklarının yüzde kaçının kısa vadeli borçlardan finanse edildiğini gösterir. Sanayi işletmelerinde % 30 'u aşmamalıdır. Bu oranı aşması durumunda, işletme faaliyetlerinin borç verenlerin baskısı altına girebileceği anlamına gelebilir. Ülkemizde işletmeler daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullanmak zorunda olduğundan bu oran genellikle % 50 civarındadır (Günay, 2012, s. 90).

$$\text{Kısa Vadeli Yükümlülük Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

3.3.3. Öz Kaynaklar – Toplam Yükümlülük Oranı

İşletme öz sermayesinin, işletmenin toplam borcunu karşılayabilme oranıdır. İşletmenin toplam yükümlülüklerinin, öz kaynaklarına bölünmesi yoluyla bulunur.

$$\text{Öz Kaynak - Yükümlülük Oranı} = \frac{\text{Toplam Yükümlülükler}}{\text{Öz Kaynaklar}}$$

3.4. Karlılık Oranları

Bu oranlar işletmenin satışlar vasıtası ile kara ulaşma durumunu, işletmenin satışlar açısından, öz kaynaklar ve varlıklar açısından karlılığını inceleyen oranlardır. Çalışmada işletmenin karlılığı, varlık ve öz kaynak karlılığı dikkate alınmıştır.

3.4.1. Brüt Kar Oranı

Faaliyet dönemi sonunda elde edilen net satış hasılatı üzerinden elde edilen brüt karın oranıdır.

$$\text{Brüt Kar Oranı} = \frac{\text{Brüt Kar}}{\text{Satış Hasılatı}}$$

3.4.2. Net Kar Oranı (Net Profit Ratio-NPR)

Bir işletmenin faiz ve vergiler dâhil bütün giderleri karşılandıktan sonra, net satışların karlılık düzeyini gösteren orandır.

$$\text{Net Kar Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satış Hasılatı}}$$

3.4.3. Toplam Varlık Karlılık Oranı (Return on Assets-ROA)

Net işletme karının toplam varlıklara bölünmesi formülüyle hesaplanan varlık getiri oranı, birim varlık başına işletmenin ne kadar kar ettiğini gösterir. Aynı sektörde faaliyet gösteren farklı büyüklükteki işletmelerin karlılık yönünden karşılaştırılmasına imkân verir. Toplam varlıklar karlılık oranı, varlıkların işletmede ne ölçüde karlı kullanıldığını gösterir. Bu oranda kullanılan net kar, faizler indirildikten sonra kalan tutarı ifade etmektedir. Bundan dolayı, yoğun bir şekilde yabancı kaynak kullanan ve bu kullandığı kaynakların faiz yükü altında bulunan işletmelerin varlık karlılık oranı, varlıklarını öz kaynakları ile karşılayan işletmelere göre, daha düşük olacaktır (Günay, 2012, s. 98)

$$\text{Topla Varlıklar Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

3.4.4. Öz Kaynak Karlılık Oranı (Return on Equity-ROE)

Net karın, öz kaynaklara bölünmesi suretiyle hesaplanan ve birim öz kaynak başına elde edilen net getiriye ifade eden bu oran, öz kaynak getiri oranı olarak da nitelendirilebilir. Öz kaynak karlılık oranı, işletme sahipleri tarafından sağlanan sermayenin bir birimine düşen kar nispetini ortaya çıkarır. Bu oran hesaplanırken, paydada, işletmenin dönem sonundaki öz kaynakları yer alır. İşletmenin öz kaynak karlılığının yeterli olup olmadığını, mevcut sermayenin başka bir yatırımla değerlendirilmesi durumunda elde edilebilecek kar ile karşılaştırma yoluyla da yorumlanabilir.

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

4. KÂĞIT VE AMBALAJ SANAYİ İŞLETMELERİNE YÖNELİK ÇALIŞMA

Bu çalışmanın amacı; kâğıt ve ambalaj imalatı yapan işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayelerinin, finansal performanslarına etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul bünyesinde kâğıt ve ambalaj sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, kendi internet sayfalarında ilan ettikleri 2013 yılı, yıl sonu finansal raporlarında yer alan veriler ışığında hesaplamalar yapılmıştır. Bu kapsamda incelenen işletmeler;

- Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi,
- Prizma Pres Matbacılık ve Yayıncılık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi,
- Viking Kâğıt ve Selüloz Anonim Şirketi,
- Alkim Kâğıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi,
- Olmuksa International Paper- Sabancı Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi,
- Mondi Tire Kutusan Kâğıt ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi ve Bağlı Ortaklığı,
- Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi.

İncelenen işletmelerin entelektüel sermayeleri; piyasa değeri- defter değeri yöntemi, ekonomik katma değer (EVA) yöntemi ve hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır. Bununla birlikte, finansal performans ölçümü için, finansal oranlar yöntemi kullanılmış ve bu kapsamda; cari oran, asit-test oranı, nakit oranı, toplam yükümlülükler oranı, kısa vadeli yükümlülükler oranı, yükümlülükler öz kaynak oranı, brüt kar oranı, net kar oranı, toplam varlıklar karlılık oranı, öz kaynak kar oranı hesaplanmıştır.

4.1. Piyasa Değeri-Defter Değeri Yöntemine Göre Entelektüel Sermaye Hesaplanması

İşletmelerin piyasa değeri 31/12/2013 tarihindeki hisse senedi fiyatı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Defter değerinin hesaplanmasında ise, işletmelerin internet sayfalarında yayınlanan 2013 yılı, yılsonu finansal raporlarında yer alan öz kaynak rakamları dikkate alınmıştır. Buna göre Kartonsan, 2,54 entelektüel sermaye oranı, 386.882.917 TL entelektüel sermaye değeriyle, kâğıt ve ambalaj sanayi sektöründe yer alan işletmeler içerisinde en yüksek entelektüel sermayeye sahip olan işletmedir. Alkim Kâğıt ve Olmuksa firmalarının entelektüel sermaye oranları 1'in altında hesaplanmıştır.

Tablo-1: İşletmelerin PD/DD Yöntemine Göre Entelektüel Sermayeleri

İşletmeler	Piyasa Değeri (TL)	Defter Değeri (TL)	Entelektüel Sermaye Oranı	Entelektüel Sermaye Değeri (TL)
Kaplamin	50.400.000	25.277.156	1,99	25.122.844
Prizma	68.640.000	34.130.147	2,01	34.509.853
Viking	27.600.000	16.234.408	1,70	11.365.592
Alkim	63.525.000	102.720.837	0,61	-39.195.837
Olmuksa	171.489.150	235.904.103	0,72	-64.414.953
Kartonsan	636.767.839	249.884.922	2,54	386.882.917
Mondi	204.000.000	156.453.957	1.30	47.546.043

4.2. İşletmelerin Ekonomik Katma Değer Yöntemine Göre Entelektüel Sermayeleri

Ekonomik katma değer yöntemine göre yapılan entelektüel sermaye hesaplamasında, işletmelerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri, her işletme için sermaye yapıları ve yükümlülükleri dikkate alınarak ayrı ayrı hesaplanmıştır. İşletmelerin öz kaynak maliyeti 27/12/2013 yürürlük tarihi Merkez Bankası Reeskont İşlemlerinde uygulanan iskonto oranı olan 10,25 değeri üzerinden hesaplanmıştır. Buna göre sadece Kartonsan firmasının entelektüel sermayesi %4,6 olarak tespit edilmiştir.

Tablo-2: İşletmelerin EVA Yöntemine Göre Entelektüel Sermayeleri

İşletmeler	Sermaye	Dönem Karı/ Zararı	Kar Oranı (%)	AOSM (%)	EVA (%)
Kaplamin	25.277.156	-1.895.592	-7	8,8	-15,8
Prizma	34.130.147	344.884	1	10	-9
Viking	16.234.408	-29.907.134	-184	12,9	-196,9
Alkim	102.720.837	4.197.652	4	9,4	-5,4
Olmuksa	235.904.103	16.697.046	7	7,9	-0,9
Kartonsan	249.884.922	35.805.409	14	9,4	4,6
Mondi	156.453.957	2.561.519	1	6,7	-5,7

4.3. Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi

Hesaplamalar, kâğıt ve ambalaj sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin 2011, 2012 ve 2013 yılları yıl sonu finansal raporlarında yer alan verilerinin ortalaması alınarak yapılmıştır. İşletmelerin toplam varlıklarından, maddi olmayan duran varlıkları çıkartılarak, maddi varlıklarının değeri bulunmuştur. Üç yıllık vergi öncesi kar maddi varlıklara maddi varlıkların değerine bölünmek suretiyle; maddi varlıklar değer oranı elde edilmiştir. Sektör ortalaması oranı, maddi varlıkların değeriyle çarpımı bize maddi varlıkların kazanacağı tutarı vermiş ve bu tutardan ortalama vergi öncesi karı çıkararak, ek getiriye ulaşılmıştır. Ek getiri, ortalama vergi (%20) hesaplanarak çıkartılması sonucu maddi olmayan varlıklara ait prim hesaplanmıştır. Bu orana her işletme için belirlenen A.O.S.M bölünmesi sonucu hesaplanmış maddi olmayan değer elde edilir. Buna göre; Alkim Kâğıt, Kartonsan ve Olmuksa firmaları sektör ortalamasının üzerinde kar elde ettikleri için, hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemine göre entelektüel sermaye hesaplaması yapılmıştır.

Tablo-3: İşletmelerin Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi

	ALKİM	KARTONSAN	OLMUKSA	SEKTÖR ORTALAMASI
3 yıllık Ortalama V.Ö.K	9.704.498	41.815.322	20.647.762	8.527.840
3 yıllık Ortalama M. V. D	144.711.862	252.890.804	315.058.729	181.663.172
3 yıllık Ortalama M. V. D.O (%)	6,7	16,5	6,5	4,7
3 yıllık M.V. Kazanacağı tutar	6.801.457	11.885.867	14.807.760	
Ek Getiri	2.903.041	29.929.455	5.840.002	
M.O.V. Ait Prim	2.322.432	23.943.564	4.672.001	
A.O.S.M (%)	9,4	9,4	7,9	
Hesaplanmış Maddi O D	2.122.881	21.886.255	4.329.936	

4.4. Finansal Performans

Kâğıt ve ambalaj sanayi işletmelerinin finansal performansları; likidite oranları, yükümlülük oranları ve karlılık oranları hesaplanarak değerlendirilmiştir.

Likidite oranlar kapsamında; cari oran, asit test oran ve nakit oran hesaplanmıştır. Buna göre Kaplamin Ambalaj ve Viking Kâğıt firmalarının likidite oranları kabul edilebilir değerlerin altında gerçekleşmiştir.

Yükümlülük oranları kapsamında; toplam yükümlülük oranları, kısa vadeli yükümlülük oranları ve yükümlülük öz kaynak oranları hesaplanmıştır. Buna göre; Kaplamin Ambalaj ve Viking Kâğıt firmaları ciddi bir borç yükü altına girmişlerdir.

Karlılık oranları kapsamında; brüt kar oranı, net kar oranı, toplam varlıklar karlılık oranı ve öz kaynak kar oranı hesaplamaları yapılmıştır. Buna göre ağır borç yükü altında olan işletmelerin karlılıklarının da etkilendiği görülmektedir.

Tablo-4: İşletmelerin Finansal Rasyoları

	Kaplamin	Prizma	Viking	Alkim	Olmuksa	Kartonsan	Mondi
Cari Oran	0,86	17,16	0,43	2,39	2,60	5,13	1,18
Asit Test Oran	0,66	16,38	0,24	1,92	1,84	3,54	0,88
Nakit Oran	0,01	8,34	0,006	0,50	0,07	2,14	0,03
Toplam Yükümlülük Oranı	0,63	0,03	0,89	0,33	0,28	0,11	0,54
Kısa Vadeli Yükümlülük Oranı	0,57	0,03	0,54	0,27	0,24	0,10	0,50
Y.Ö.O	1,76	0,03	8,94	0,49	0,39	0,13	1,20
Brüt Kar	0,13	0,10	0,20	0,08	0,18	0,17	0,16
Net Kar Oranı	-0,07	0,02	-0,26	0,03	0,03	0,15	0,005
Kar Varlıkları Oranı	-0,02	0,009	-0,18	0,02	0,05	0,12	0,007
Özkaynak Oranı	-0,07	0,01	-1,84	0,04	0,07	0,14	0,01

5. SONUÇ

Piyasa değeri – defter değeri yöntemine göre elde edilen bulgular incelendiğinde, son üç yılın kar rasyolarına bakıldığında sektör ortalamasının üzerinde olmasına rağmen Alkim Kâğıt ve Olmuksa firmalarının 1 değerinin altında oldukları görülmektedir. Bununla birlikte kar rasyoları sektör ortalamasının altında olduğu halde bazı işletmelerin 1'in üzerinde Piyasa Değeri/Defter Değeri oranına sahip oldukları görülmekte. Bu yöntemle göre karlılık rasyosu yüksek olup Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı da yüksek olan sadece Kartonsan firması gözükmemektedir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, işletmelerin piyasa değerine etki eden özel nedenlerin olup olmadığıdır. Örneğin temettü dağıtım politikası işletmelerin piyasa değerine etki edebilir.

Ekonomik katma değer yöntemine göre elde edilen bulgular, karlılık bağlamında ele alınırsa, işletmelerde entelektüel sermayenin işletmelerin finansal performanslarına doğrusal bir etkisi olduğu söylenebilir. Bu sonuca işletmelerin öz kaynaklarına, sahip olduğu bilgi sayesinde daha yüksek kar elde ettirmeyi başardıkları varsayımıyla ulaşılmıştır.

Hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemi üç yıllık veriler alınarak hesaplandığı için, kısa vadeli etkilerden daha uzaktır. Bu nedenle daha doğru sonuca ulaştıracaktır. Hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemine göre yapılan hesaplamalarda Olmuksa, Alkim ve Kartonsan firmaları sektör ortalamasının üzerinde bir kazanç elde etmiştir.

Sonuç olarak; kâğıt ve ambalaj imalatı yapan işletmelerde entelektüel sermaye finansal performansı etkilemektedir. Entelektüel sermayesi olan işletmeler, maddi varlıklarının getireceği kazancın üzerinde bir kazancı entelektüel sermayeleri sayesinde elde etmektedir. Entelektüel sermaye, işletmeler için en az finansal sermaye kadar önemlidir ve karlılıklarını etkilemektedir. İşletmeler finansal performanslarını artırmak istiyorlarsa, entelektüel sermayelerine yatırım yapmalıdırlar.

KAYNAKÇA

Acar, M. (2003), Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20, 21-37.

Akgüç, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını, 7. Baskı, İstanbul.

Aydeniz, E. Ş. (2009), Makroekonomik Göstergelerin Firma Piyasa Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Araştırma, *Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 27, Sayı: 2 ss: 263-277.

Bontis, N. (1999), Managing Organizational Knowledge By Diagnosing Intellectual Capital: Framing and Advancing the State of the Field, *Int. J. Technology Management*, Vol. 18, No. 5/6/7/8, ss: 433-463.

Çağlar, İ. (2003) , Türk İşletmeciliğinde Entelektüel Sermaye Yönetimi Üzerine Bir Araştırma, *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi*, Yıl 2003, Sayı: 2.

Çetin, A. (2005), Entelektüel Sermaye ve Ölçülmesi, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 20, Sayı: 1, ss: 359-378.

Demirarslan, E. A. (2007), İşletmeler İçin Performans Ölçümü: Bir Finansal Performans Değerlendirme Modeli Önerisi, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.

Erkuş, A. (2006), *Entelektüel Sermaye: Bir Uygulama*, Basılmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Erkuş, H. (2003), *Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Raporlanması*, Basılmamış Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

Günay, S. G. (2012), “Finansal Analiz ve Finansal Analiz Araçları”, Famil Şamiloğlu ve Ali İhsan Akgün (Der) *Finansal Yönetim* (ss: 77-103), İstanbul: Melisa Matbacılık, İstanbul.

Hobikoğlu Haykır, E. (2011), Entelektüel Sermayenin Önemi Sınıflandırması ve Ölçme Yöntemleri: Kurumsal Bir Çerçeve, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:1, ss: 86-99

<http://finans.mynet.com/borsa/hisseler/>, (Erişim Tarihi: 02/05/2014)

<http://www.alkimkagit.com.tr/Content4.asp?m1=1&m2=4&m3=8&m4=25>, (Erişim Tarihi: 15/04/2014)

<http://www.kap.gov.tr/bildirim-sorgulari/finansal-tablolar/finansal-tablo-kalem-karsilastirma/detay.aspx?sirketgrubu=0&donem=4&yil=2013&sirketId=1254&sektor=L6>, (Erişim Tarihi: 05/04/2014)

<http://www.kaplaminambalaj.com/yatirim1.html>, (Erişim Tarihi: 18/04/2014)

<http://www.kartonsan.com.tr/tr/icerik.php?bolum=yatirimci>, (Erişim Tarihi: 21/04/2014)

<http://www.mondigroup.com.tr/desktopdefault.aspx/tabid-11/>, (Erişim Tarihi: 18/04/2014)

http://www.olmuksan-ipaper.com/yatirimci_kosesi.htm, (Erişim Tarihi: 17/04/2014)

<http://www.prizmapress.com/bdr.html>, (Erişim Tarihi: 19/04/2014)

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/reeskont/reeskont.html>, (Erişim Tarihi: 24/04/2014)

<http://yatirim.viking.com.tr/yatirim.aspx?id=finansaltablolar&dil=TR>, (Erişim Tarihi: 19/04/2014)

Kanıbir, H. (2004), Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entelektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları, *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Cilt:1, Sayı: 3, ss: 77-85.

Kendirli, Selçuk (2012), 'Değere Dayalı Yönetim ve Firma Değeri', Famil Şamiloğlu ve Ali İhsan Akgün (Der) *Finansal Yönetim* (ss: 403-419), İstanbul: Melisa Matbaacılık, İstanbul.

Kerimov, R. (2011), *Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi Raporlanması ve İşletme Performansına Etkisi: Örnek Bir Uygulama*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Koç, H. (2009), Entelektüel Sermaye Açısından Lider Yöneticilik Davranışının Sektörel Farklılaşması, *Kamu-İş*, Cilt:10, S: 3, ss: 201-217.

McGuire, J. B., Sundgren, A. And Schneeweis, T. (1988), "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *The Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 4, December, ss. 854-872

Okka, O. (2009), *Analitik Finansal Yönetim*, Nobel Yayınları, İstanbul.

Stewart, T. (2000) *Entelektüel Sermaye: Kuruluşların Yeni Zenginliği*, (Çeviren: Nurettin Elhüseyni,) İstanbul, BZD Yayıncılık, Kontent Kitap.

Şamiloğlu, F. (2006), Entelektüel Sermaye: İMKB'de İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Uygulama, *MUFAD Dergisi*, Sayı ss:78-89.

Toraman, C., Abidođlu, H. Ve İşgüden B. (2009), İşletmelerde İnovasyon Sürecinde Entelektüel Sermaye ve Yönetim Muhasebesi Kapsamında Değerlendirilmesi, *Afyon Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:11, Sayı:1, ss: 91-120.

Uluslan, H. (2008), Deđerleme Esasları ve Finansal Tabloların Niteliksel Özellikleri Açısından İncelenmesi, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:8, Sayı:1, ss: 129-154.

Uzay, Ş. Ve Savaş, O. (2003), Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi: Mobilya Sektöründe Karşılaştırmalı Bir Uygulama Örneđi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 20, ss: 163-181.

Yereli, N. A., Ve Gerşil, G. (2005), Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri, *Celal Bayar Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt:12, Sayı: 2, ss: 17-29

Yıldız, S. (2011), Entelektüel Sermayenin Ölçümü Üzerine Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 22, Sayı: 68, ss: 9-28.