

T.C
ÇAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ: BİSTTE İŞLEM GÖREN METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ
YAPIM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA

TEZİ YAZAN
Özge Nur ÇERÇEL

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Ahmet Gökhan SÖKMEN
Jüri Üyesi: Dr. Öğr. Üyesi Şenol KANDEMİR
Jüri Üyesi: Dr. Öğr. Üyesi Emel YÜCEL (Çukurova Üniversitesi)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MERSİN / EYLÜL 2018

ONAY



İTHAF



DENİZ DORUK İÇİN...

ETİK BEYANI

Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

25 / 09 / 2018

Özge Nur ÇERÇEL

TEŞEKKÜR

Tez çalışmamın yürütülmesinde desteğini esirgemeyen ve bana değerli görüşleriyle yol gösteren değerli danışman hocam Dr. Öğt. Üyesi Ahmet Gökhan SÖKMEN'e, tezime değerli görüşleriyle katkıda bulunan Dr. Öğr. Üyesi Şenol KANDEMİR'e ve Dr. Öğr. Üyesi Emel YÜCEL'e teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Çalışmamı sürdürürken ihtiyaç duyduğum her konuda desteğini esirgemeyen sevgili sınıf arkadaşım Tansu TÜDEŞ ve Arş. Gör. Suzan OĞUZ'a, her zaman yanımda olup manevi desteğini hissettiren eşim Erdiç ÇERÇEL'e, tezimi yazarken dünyaya gözlerini açan oğlum Deniz Doruk ÇERÇEL'e, bugünlere gelmemde en büyük rol oynayan annem Nuran ŞAHİN'e ve babam Cengiz ŞAHİN'e, her türlü yardımına koşan kız kardeşim Buse Nur ŞAHİN'e ve çalışmam sırasında büyük küçük yardımını esirgemeyen herkese çok teşekkür ederim.

25/09/2018

Özge Nur ÇERÇEL

ÖZET

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BİSTTE İŞLEM GÖREN METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA

Özge Nur ÇERÇEL

**Yüksek Lisans Tezi, İşletme Yönetimi Ana Bilim Dalı
Tez Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Ahmet Gökhan SÖKMEN**

Eylül 2018, 81 sayfa

Bu araştırmanın amacı, BİST’de imalat sektöründe yer alan 32 adet işletmenin çalışma sermayesi yönetimi ile işletmenin kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmaktır. Bu araştırma 2010-2017 yılları arasında BİST’de kesintisiz olarak yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren 32 tane işletmenin yıllık verilerinden oluşan toplamda 243 veri üzerine uygulanmıştır.

Bu çalışmada, çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için araştırmada bağımlı değişken olarak aktif kârlılık ele alınmıştır. Analizde kullanılan bağımsız değişkenler ise kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, stok devir hızı ve nakit dönüşüm süresi olarak analize dahil edilmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre firma büyüklüğü, stok devir hızı ve nakit dönüşüm süresi bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak aktif kârlılığı üzerinde pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmuşken, kaldıraç oranı değişkeni ile aktif kârlılık negatif yönlü anlamlı bir ilişki belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Çalışma Sermayesi, Panel Veri Analizi, Firma Büyüklüğü, Nakit Dönüşüm Süresi, Stok Devir Hızı, Aktif Kârlılık.

ABSTRACT**THE EFFECT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON FIRMS'
PROFITABILITY : A RESEARCH ON METAL GOODS, MACHINERY AND
EQUIPMENT CONSTRUCTION WHICH FIRMS LISTED ON BIST****Özge Nur ÇERÇEL****Master Thesis, Department of Business Administration****Supervisor: Dr. Ahmet Gökhan SÖKMEN****September 2018, 81 pages**

The purpose of this study is to examine the relationship between working capital management and its impact on profitability of 32 companies listed BIST metal goods, machinery and equipment construction sector. In this study is used data collected from 32 companies listed BIST manufacturing sector showing a seamless activity period between 2010-2017 and it has been applied 243 observation years of data.

In this study, to determine relationship between working capital management and profitability return on asset is used as dependent variable while independent variables used leverage ratio, firm size, number of days inventory turnover, and cash conversion cycle.

The empirical result of this study shows that, there is significant positive relationship between firm size, number of days inventory turnover and cash conversion cycle and return on asset. But, there is significant negative relationship between leverage ratio and return on asset.

Keywords: Working Capital Management, Panel Data Analysis, firm size, Number of Days Inventory Turnover, Cash Conversion Cycle, Return on Asset.

ÖNSÖZ

Bir işletmede ham maddelerin satın alınması için harcanan miktar ile bitmiş ürünlerin satışı arasındaki sürenin sonucuna çalışma sermayesi yönetimi denmektedir. Çalışma sermayesi bileşenleri ise stoklar, tedarikçilere ödenecek hesaplar ve satış sonrası müşterilerden alınacak ödemelerdir. Alacaklar ve borçlardan net stoklar için finansman gerekmektedir. Bu bileşenlerin işletme sermayesindeki oranları ticaret döngüsü sırasında zaman zaman değişmektedir. Çalışma sermayesi gereksinimleri, bir firmanın likiditesini ve karlılığını belirler ve dolayısıyla finansman ve yatırım kararlarını etkiler. Daha az çalışma sermayesi ihtiyacı, finansman ihtiyacı ve daha az sermaye maliyeti ve dolayısıyla hissedarlar için daha fazla nakit bulundurma ihtiyacını doğurmaktadır.

Bu çalışmada 2010-2017 yılları arasında metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe, çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerindeki etkisini araştırırken bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri kullanılmıştır. Yapılan analiz ve bulgular aktif karlılık ile kaldıraç oranının ters, nakit dönüşüm süresi, stok devir hızı ve firma büyüklüğünün doğru orantılı olduğunu göstermektedir.

25/09/2018

Özge Nur ÇERÇEL

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

KAPAK	i
ONAY	ii
İTHAF	iii
ETİK BEYANI	iv
TEŞEKKÜR	v
ÖZET	vi
ABSTRACT	vii
ÖNSÖZ	viii
İÇİNDEKİLER	ix
KISALTMALAR	xiii
TABLolar LİSTESİ	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv
EKLER LİSTESİ	xvi

BÖLÜM I

1. GİRİŞ

1.1. Araştırmanın Arka Planı	1
1.2. Araştırmanın Amacı.....	2
1.3. Araştırmanın Problemi.....	2
1.4. Araştırmanın Önemi	2
1.5. Araştırmanın Sayıltıları.....	2
1.6. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları.....	3
1.7. Tanımlar.....	3

BÖLÜM II

2. KURAMSAL AÇIKLAMALAR VE İLGİLİ ARAŞTIRMALAR

2.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi.....	4
2.2. Çalışma Sermayesi Yönetiminin Anlam Ve Önemi	5
2.2.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi Çeşitleri.....	7

2.2.1.1. Brüt Çalışma Sermayesi.....	7
2.2.1.2. Net Çalışma Sermayesi.....	7
2.2.1.3. Sürekli Çalışma Sermayesi	9
2.2.1.4. Değişken Çalışma Sermayesi.....	10
2.2.1.4.1. Mevsimlik Çalışma Sermayesi	10
2.2.1.4.2. Devresel Çalışma Sermayesi	10
2.2.1.4.3. Olağan Üstü Çalışma Sermayesi.....	11
2.3. Çalışma Sermayesinin Özellikleri	11
2.3.1. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olması.....	12
2.3.2. Birbirleriyle Sürekli Etkileşim Ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği	13
2.3.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan Ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlıdır	14
2.4. İşletmelerde Çalışma Sermayesini Etkileyen Faktörler.....	14
2.4.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler	14
2.4.1.1. İşletmenin Faaliyet Konusu Ve Büyüklüğü.....	15
2.4.1.2. Varlık Devir Hızları Ve Süreleri.....	16
2.4.1.3. Kar Dağıtımını Ve İhtiyat Politikaları	16
2.4.1.4. İşletmenin Amortisman Politikaları.....	17
2.4.1.5. Kredi Bulma İmkânları	18
2.4.1.6. Satın Alma Ve Satış Şartları	18
2.4.1.7. Üretim Süresi	20
2.4.1.8. Üretim Kapasitesi Ve Birim Üretim Maliyeti.....	20
2.4.1.9. Dönen Varlıkların Değer Kaybı.....	20
2.4.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler.....	21
2.4.2.1. Piyasadaki Rekabet Düzeyi	21
2.4.2.2. Vergi Uygulamaları	21
2.4.2.3. Teknolojik Değişmeler	22
2.4.2.4. Konjonktür Hareketleri Ve Mevsimlik Dalgalanmalar	22
2.4.2.5. Enflasyon	23
2.5. Çalışma Sermayesi Finansman Stratejileri	24
2.5.1. İhtiyatlı Finanslama Stratejisi	25
2.5.2. Atılgan Finanslama Stratejisi.....	26
2.5.3. Dengeli Finanslama Stratejisi	26
2.6. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Analizi.....	27

2.6.1. Çalışma Sermayesinin Yeterli Olması.....	27
2.6.2. Çalışma Sermayesinin Yetersiz Olması.....	28
2.6.3. Çalışma Sermayesinin Gereğinden Fazla Olması.....	29
2.7. Çalışma Sermayesi Yönetimi İle Firma Kârlılığı Arasındaki İlişki	30

BÖLÜM III

3. YÖNTEM

3.1. Araştırmanın Amacı.....	32
3.2. Araştırmanın Modeli.....	32
3.3. Araştırmanın Evren ve Örneklemi.....	33
3.4. Araştırmanın Yapılışı (Prosedür).....	33

BÖLÜM IV

4. BULGULAR

4.1. Panel Veri Analizi.....	34
4.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler Ve Tanımlayıcı İstatistikler	34
4.3. Hausman Testi	37
4.4. Korelasyon Matrisi ve VIF Değeri	38
4.5. Panel Regresyon Analizi.....	40

BÖLÜM V

5. TARTIŞMA VE YORUM

5.1. Tartışma	42
5.1.1. Dünya’da Çalışma Sermayesi Yönetimi İle İlgili Yapılmış Çalışmalar....	42
5.1.2. Türkiye’de Çalışma Sermayesi Yönetimi İle İlgili Yapılmış Çalışmalar..	46
5.2. Yorum	50

BÖLÜM VI

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Sonuç	51
------------------	----

6.2. Öneriler	52
7. KAYNAKÇA	53
8. EKLER	58
9. ÖZGEÇMİŞ	64

KISALTMALAR

BİST	: Borsa İstanbul
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
NSE	: Nairobi Borsası
KSİ	: Karachi Borsası
ERP	: Kurumsal Kaynak Planlanması
PD/DD	: Piyasa Değeri/ Defter Değeri
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
ROE	: Özsermaye Karlılığı
ROA	: Aktif Karlılık
KAP	: Kamuoyu Aydınlatma Platformu
VIF	: Varyans Enflasyon Faktörü

TABLULAR LİSTESİ

	Sayfa No:
Tablo 1. Araştırmada kullanılan bağımlı bağımsız değişkenler.....	35
Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler	36
Tablo 3. Değişkenler için kullanılan oranlar	37
Tablo 4. Hausman Test Sonuçları	38
Tablo 5. Korelasyon Matrisi Model1	39
Tablo 6. Korelasyon Matrisi Model2	39
Tablo 7. VIF Değeri Model1	39
Tablo 8. VIF Değeri Model2.....	40
Tablo 9. Regresyon Analizi Model 1	40
Tablo 10. Regresyon Analizi Model 2	41

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No:
Şekil 1. Finansman Fonksiyonunun Genel Yapısı.....	5
Şekil 2. Çalışma Sermayesi Çeşitleri.....	7
Şekil 3. Net Çalışma Sermayesi Kaynak ve Kullanım Tablosu	9
Şekil 4. Nakit Dönüş Devri.....	12
Şekil 5. Çalışma Sermayesi Dönüşümü.....	13
Şekil 6. Çalışma Sermayesinde Kârlılık Ve Risk İlişkisi	30



EKLER LİSTESİ

	Sayfa No:
Ek 1: Etik Kurulu İzin Belgesi	58
Ek 2: Metal, Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Firmalar Listesi	59
Ek 3: Hausman Testi Model 1	60
Ek 4: Hausman Testi Model 2	61
Ek 5: Regresyon Analizi Model 1	62
Ek 6: Regresyon Analizi Model 2	63



BÖLÜM I

1. GİRİŞ

1.1. Araştırmanın Arka Planı

Çalışma sermayesi, bir işletme girişiminin kısa vadeli finansal gereksinimlerini karşılar. İşletmenin günlük işlerini yürütmesi için gerekli bir yatırımdır. Bir işletmenin işleyişi ham maddelerin satın alınması için harcanan miktar ile bitmiş ürünlerin satışı arasındaki sürenin sonucudur. Çalışma sermayesi bileşenleri ise stoklar, tedarikçilere ödenecek hesaplar ve satış sonrası müşterilerden alınacak ödemelerdir. Alacaklar ve borçlardan net stoklar için finansman gerekmektedir. Bu bileşenlerin işletme sermayesindeki oranları ticaret döngüsü sırasında zaman zaman değişmektedir. Çalışma sermayesi gereksinimleri, bir firmanın likiditesini ve karlılığını belirler ve dolayısıyla finansman ve yatırım kararlarını etkiler. Daha az çalışma sermayesi ihtiyacı, finansman ihtiyacı ve daha az sermaye maliyeti ve dolayısıyla hissedarlar için daha fazla nakit bulundurma ihtiyacını doğurmaktadır. Ancak, daha az çalışma sermayesi satış kaybına yol açabilir ve böylece karlılığı etkileyebilir. Çalışma sermayesi gereksinimleri firmanın likiditesini ve karlılığını belirlediği için firmanın finansman ve yatırım kararlarını etkiler.

Çalışma sermayesi yönetiminde dört çeşitten bahsetmek mümkündür. Kavramsal açıdan brüt ve net, zaman açısından sürekli ve değişken çalışma sermayeleri olarak sıralayabiliriz. Çalışma sermayesinin finansmanında kullanılan üç strateji bulunmaktadır. İşletmelerin dönen varlıklarının daha çok uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynaklarla finanse edilmesi ile ihtiyatlı finanslama stratejisi gerçekleştirilmektedir. Finansmanda kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlıklı kullanılması durumunda atılgan finanslama stratejisi gerçekleştirilmektedir. Bu iki stratejinin ortası ise dengeli finanslama stratejisi olarak adlandırılmaktadır.

Bu çalışmada , işletmelerin çalışma sermayesi yönetimini etkileyen işletme içi ve işletme dışı faktörlerden nasıl etkilendiğinden, çalışma sermayesi yönetimi ile firma karlılığı arasındaki ilişkiden, Türkiye’de ve Dünya’da olmak üzere çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili yapılmış çalışmalardan bahsedilmiştir.

1.2. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı, BİST’de imalat sektöründe yer alan 32 adet işletmenin çalışma sermayesi yönetimi ile işletmenin kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmaktır. Bu araştırma 2010-2017 yılları arasında BİST’de kesintisiz olarak yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren 32 adet işletmenin yıllık verilerinden oluşan toplamda 243 veri üzerine uygulanmıştır.

1.3. Araştırmanın Problemi

İmalat sektöründe yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım işletmelerinin çalışma sermayesi yönetimi ile işletmenin kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığı sorusuna yanıt aramaktadır.

1.4. Araştırmanın Önemi

İşletme sermayesi yönetimi hangi varlığa ne tutarda yatırım yapılması gerektiğini planlarken, bu varlıkların hangi kaynaklardan finanse edilmesi gerektiğini de öngörmelidir. Bu yatırımlar yapılırken ve finanse edilen kaynaklar planlanırken dikkate alınması gereken önemli hususlar vardır. Bunlar işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve faaliyet alanı, üretim yöntemi ve süresi, bu üretim için öngörülen kapasite, hammadde alım şartları ve üretilen ürünlerin satış şartlarıdır. Faaliyet gösterilen sektör şartları, sermaye pazarlarının gelişmişlik düzeyi ve işletmenin bu pazarlardan faydalanabilme koşulları işletme sermayesinin belirlenmesinde ve yönetiminde yine önemli hususlardandır.

Çalışma sermayesi yönetiminin firma kârlılığı üzerindeki etkisi, BİST’te işlem gören metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü alanında incelenmiştir. Bu çalışmada elde edilecek olan bulgular, üzerinde çalışılan sektörün firma kârlılığını arttırmak için izlenmesi gereken yatırım planlamaları açısından önemli olduğu söylenebilir.

1.5. Araştırmanın Sayıtları

Çalışmada kullanılan verileri elde edebilmek için kullanılan, firmaların gelir tablo ve bilanço değerleri KAP’dan alınmıştır. KAP’dan alınan bu değerlerin eksiksiz ve doğru olduğu, araştırmanın verilerini analiz etmek için kullanılan analiz yöntemlerinin araştırmanın amacına uygun olduğu varsayılmıştır.

1.6. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Araştırma kapsamında, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören imalat sanayi sektöründe yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım firmaları ele alınmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, 2010-2017 dönemi boyunca 32 metal eşya, makine ve gereç yapım imalat firmasının verileri ile sınırlıdır. Çalışma kapsamında yer alan işletmelere ait bilanço ve gelir tablolarına Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) sitesinden ulaşılmıştır. Çalışmada firma verilerinin eksiksiz ve doğru verilerden oluştuğu varsayılmaktadır.

1.7. Tanımlar

Çalışma sermayesi: Bir işletmenin, para, pazarlanabilir taşınır kıymetler, menkul değerler, alacaklar ve stoklar gibi kısa süreli varlıklarına yaptığu yatırımı ifade eder.

Karlılık: işletmenin belli bir dönemde sağladığu karın aynı dönem işletmede kullanılan sermayeye oranıdır. Karlılık ayrıca üretim maliyetinin sermayeye bölünmesi şeklinde de formüle edilebilir.

BÖLÜM II

2. KURAMSAL AÇIKLAMALAR VE İLGİLİ ARAŞTIRMALAR

2.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi

Çalışma sermayesi yönetimi, bir firmanın kısa vadeli (genellikle bir yıl) finansman gereksinimlerinin yönetimidir. Bu, çalışma sermayesi bileşenlerinin - alacaklar, envanter ve borçlar - optimum bakiyesini muhafaza etmeyi ve günlük işlemleri için nakdi verimli kullanmayı içermektedir. Çalışma sermayesi dengesinin optimizasyonu, çalışma sermayesi gereksinimlerinin en aza indirilmesi ve olası maksimum gelirlerin gerçekleştirilmesi anlamına gelir. Verimli çalışma sermayesi yönetimi, firmaların serbest nakit akışını artırır ve bu da firmaların büyüme fırsatlarını artırır ve hissedarlara geri döner.

Firmalar geleneksel olarak uzun vadeli sermaye bütçelemesine ve sermaye yapısına odaklanmış olsalar da, son trend, farklı sektörlerdeki birçok şirketin çalışma sermayesi yönetim verimliliğine odaklanmasıdır (Ganesan, 2007, s.1-2).

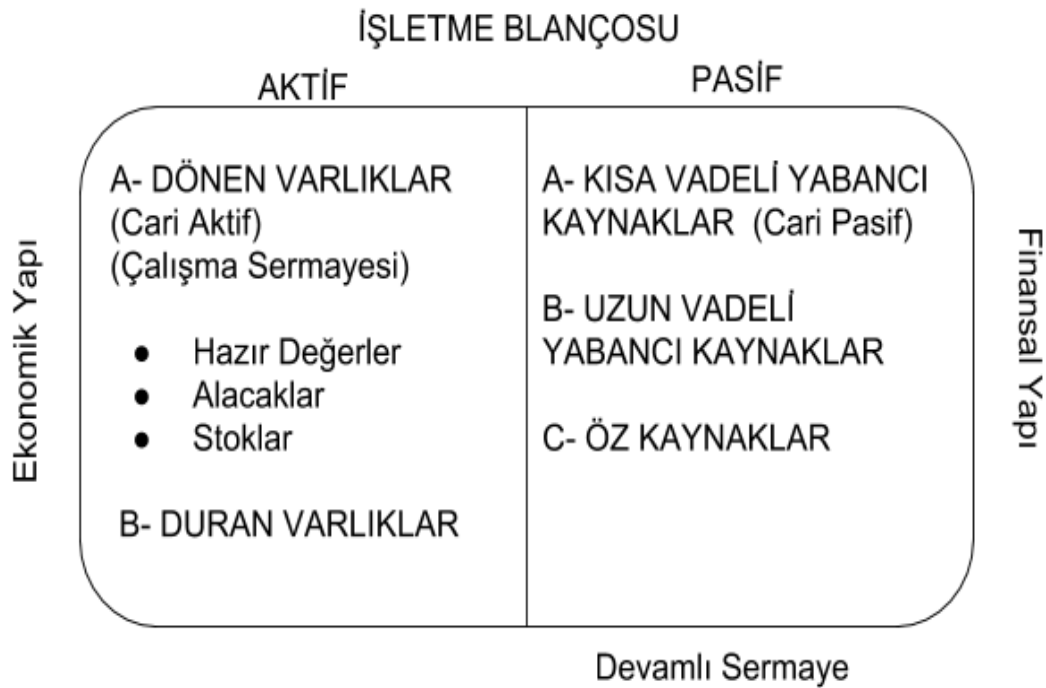
Çalışma sermayesi, bir işletme girişiminin kısa vadeli finansal gereksinimlerini karşılar. Günlük iş yürütmek için gerekli yatırımdır. Ham maddelerin satın alınması için harcanan miktar ile bitmiş ürünlerin satışı için yapılan toplama arasındaki sürenin bir sonucudur. Çalışma sermayesi bileşenleri stoklar, tedarikçilere ödenecek hesaplar ve satış sonrası müşterilerden alınacak ödemelerdir. Bu bileşenlerin çalışma sermayesindeki oranları ticaret döngüsü sırasında zaman zaman değişmektedir.

Çalışma sermayesi gereksinimleri, bir firmanın likiditesini ve karlılığını belirler ve dolayısıyla finansman ve yatırım kararlarını etkiler. Daha az çalışma sermayesi ihtiyacı ve finansman ihtiyacı daha az sermaye maliyeti demektir. Dolayısıyla bu durum hissedarlar için daha fazla nakit bulundurma ihtiyacını doğurmaktadır. Ancak, daha az çalışma sermayesi satış kaybına yol açabilir ve böylece karlılığı etkileyebilir (Ganesan, 2007, s.1-2).

Cari borçlar, işletmenin kısa vadeli işletme yükümlülükleri ve kısa vadeli finansal borçlarından oluşmaktadır. Dolayısıyla uzun vadeli borç ve öz kaynaklar genellikle uzun vadeli sermaye olarak adlandırılır. Bu düşünceyle, işletme sermayesi genellikle şöyle tanımlanır (Lorenzo ve Virginia, 2010, s.14-15):

Çalışma Sermayesi = Mevcut Varlıklar – Cari borçlar.

Bu geleneksel işletme sermayesi tanımı, cari borçların gerektirdiği kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak için ne kadar nakit (veya likit varlığın) olduğunu göstermektedir.



Şekil 1. Finansman Fonksiyonunun Genel Yapısı

Kaynak: USTA Öcal, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2003, s.130.

2.2. Çalışma Sermayesi Yönetiminin Anlam Ve Önemi

İşletmelerin varlıklara ve alacaklara bağlayacakları fonların kullanım yerleri işletmenin özelliklerine göre değişir. Bu varlıkların türü ve miktarı, belirli bir işletmenin ürettiği mallara, teknik gereklere ve yöneticilerin değer yargılarına göre değişir. Amaç işletmenin piyasa değerini artırmaktır. Finans yöneticisinin oldukça fazla zamanını alan çalışma sermayesi yönetimi, risk ve karlılık arasında uygun bir dengenin kurulmasını gerektirir (Canbaş ve Vural, 2012, s.103). Dönen varlıklara göre duran varlıklar getiri oranı olarak daha yüksek olduğu için dönen varlıklara daha fazla yatırım yapılması halinde karlılıkta azalma oluşabilir, aynı zamanda da çalışma sermayesi açığı da işletmenin borçlarını ödeyememesi, üretimin kesintiye uğraması gibi riskler doğurabilir (Berk, 2000, s.117).

Çalışma sermayesi yönetimi, finansal yönetim alanında çok hassas bir alandır. Mevcut varlıkların miktarı ve kompozisyonu ile bu varlıkların finansmanı ile ilgili

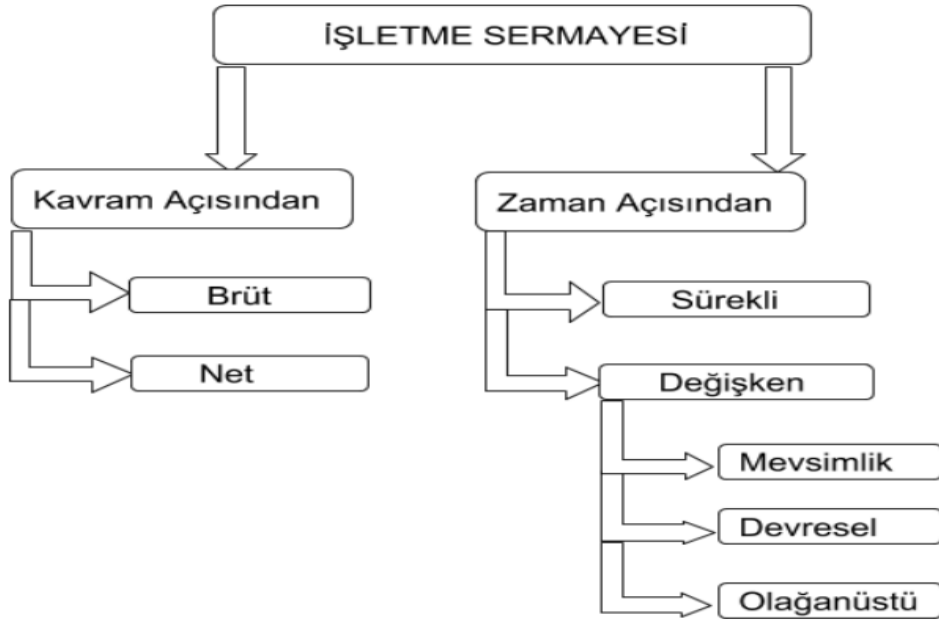
kararı içerir.Çalışma sermayesi yönetimi, bilançodaki dönen varlıklar ile birlikte bunların finansmanını kapsamaktadır. İşletmeler faaliyetlerini yürütmek için dönen varlıklara da yatırım yapmalıdırlar. Bu yatırım işletmelerin likiditeleri ve karlılıkları üzerinde doğrudan etkili olduğu için dönen varlıklara yatırım işletmelerin performansı açısından çok önemlidir (Canbaş ve Vural,2012, s.104).

Çalışma sermayesi yönetim bileşenlerinin oranlarını yöneterek işletme sermayesinin yönetimi, tüm sektörlerden işletmelerin finansal sağlığı için önemlidir. Alacak hesapları azaltmak için, bir firma müşterileri için sıkı tahsilat politikalarına ve sınırlı satış kredisine sahip olabilir. Bu nakit akışını artıracaktır. Ancak, katı tahsilat politikaları ve daha az satış kredileri satışların kaybına yol açacak ve böylece karları azaltacaktır.

Tedarikçilerden daha uzun vadeli krediler alarak hesap borçlarının azami seviyeye çıkarılması, nihai olarak karlılığı etkileyecektir ve tedarikçiden düşük kaliteli malzeme alma şansına da sahip olacaktır. Envanterin minimize edilmesi, stokların tükenmesine neden olabilir. İşletme sermayesi yönetimi, maksimum kâr ve nakit akışını sağlamak için işletme sermayesi yönetim bileşenlerinin dengeli, optimal oranlarına sahip olmayı hedeflemelidir (Ganesan, 2007, s.2). Çalışma sermayesi, firmalara kısa dönemli kredi veren kuruluşlar için önemli bir kriter olup, yüksek düzeydeki çalışma sermayesi ve nakit, kreditorlerin firmaya bakışını olumlu hale getirmektedir. Bununla beraber, bu tür varlıkların sermayenin kârlılığına katkıda bulunmaması sebebiyle, çalışma sermayesine finansal performansı sınırlayan bir unsur olarak da bakılmaktadır.

Toplam varlıklarının içinde dönen varlıklarının payı daha yüksek olan üretim ve hizmet işletmelerinde çalışma sermayesi yönetimi hem işletme yöneticisinin hem de çalışma sermayesi yöneticisinin önemli derecede zamanını almaktadır. Üretim işletmelerinde toplam varlıkların içinde sabit varlıkların daha fazla olması sermaye bütçeleme kararlarını çok daha önemli hale getirmektedir. İyi bir yatırım kararıyla yatırım yapan üretim firmaları çalışma sermayesi yönetime gerekli önemi vermezse, iflas edebilir ve yapılan büyük yatırımlar hem ülke ekonomisi için hem de ortaklar için büyük kayıp olabilir (Öz ve Güngör, 2007, s.70).

2.2.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi Çeşitleri



Şekil 2. Çalışma Sermayesi Çeşitleri

Kaynak: <http://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303>

2.2.1.1. Brüt Çalışma Sermayesi

Finans literatüründe brüt ile net çalışma sermayesi kavramları sık sık karşılaşılan ifadelerdir. Brüt çalışma sermayesi firmaların mevcut varlıklara yaptığı yatırım ile ilgilidir. Cari kıymetler, bir muhasebe yılı içinde (veya işletme döngüsünde) nakde çevrilebilir ve nakit, kısa vadeli menkul kıymetler, borçluları (defter borçlarının alacak hesapları), alacakları ve stoku (envanter) içerir (Makaran, 2015, s.15). Brüt çalışma sermayesi, çalışma sermayesi yönetimine ilişkin konuların ve sorumlulukların sınırlarını çizdiği için önemlidir. Bunlar likit değerler olarak, likidite derecelerine göre bilançonun aktifinde yer almaktadırlar. Böylece çalışma sermayesi yönetimi, cari aktiflerin yönetimi anlamına gelmektedir (Usta, 2003, s.2). Brüt çalışma sermayesi hesaplanırken, şüpheli alacaklar karşılığı, stok değer düşüklüğü karşılığı gibi dönen varlıkları düzeltici karşılıkların dikkate alınması, dönen varlıkların brüt toplamından indirilmesi gerekmektedir (Kaval, 2009, s.5).

2.2.1.2. Net Çalışma Sermayesi

Net çalışma sermayesi, mevcut varlıklar ile cari borçlar arasındaki farktır. Cari yükümlülükler, bir muhasebe yılı içinde ödeme için olgunlaşmaları beklenen alacaklılar

ve alacaklar (ödenecek hesaplar), ödenecek borçlar ve ödenmemiş giderler dahil olmak üzere, yabancıların talepleridir. Net işletme sermayesi negatif veya pozitif olabilir. Net işletme sermayesi, akımlar mevcut yükümlülükleri aştığında pozitifdir. Mevcut yükümlülükler mevcut varlıklarını aştığında negatifdir. İşletmelerde net çalışma sermayesinin yeterli düzeyde olmasının sağladığı faydalar şu şekilde özetlenebilir (Çubuk veLazol, 2005, s.75);

- İşletmeyi dönen varlıklardaki ani değer düşüklüklerinin karşılanmasını sağlar,
- İşletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarının zamanında ödenmesini sağlar,
- İşletmenin kredi alabilme potansiyelini artırır,
- İşletme yönetimi finansal sıkıntılarla uğraşmak yerine, zamanlarını yeni üretim ve satış politikaları geliştirmek için harcarlar,
- İşletmenin mal ve hizmet üretimi için gerekli girdileri zamanında ve yeterli miktarda sağlayarak, üretimin devamlı ve verimli bir şekilde yürütülmesine imkân sağlar,
- Duran varlıkların tam kapasite ile çalışmasına imkân verir,
- İşletmenin yangın deprem, su baskınları gibi doğal afetler sonucunda mali yönden güç duruma düşmesini önler,
- Müşterilere uygun şartlarda kredili satış yapmasına imkân verir,
- Kısıtlayıcı para politikalarının etkilerinden işletmeyi korur,
- Oluşacak çeşitli finansal fırsatları değerlendirme fırsatı verir.

Bunların dışında, olağanüstü durumlarda işletmeyi olumsuz etkileyebilecek olayların etkilerinin giderilebilmesi, malzeme alışlarında iskontolardan yararlanabilme ve üretimde gecikmelerin giderilebilmesi gibi faydalarıyla işletmenin etkin çalışabilmesini sağlar.

Net çalışma sermayesinde artış ve azalışa sebep olan işlemler; dönen varlıklar ve uzun süreli borçlar, öz sermayeyi etkileyen işlemler, dönen varlık ve duran varlıkları etkileyen işlemler, duran varlık ve kısa süreli borçları etkileyen işlemler, uzun süreli borçlar ve kısa süreli borçları etkileyen işlemler, kısa süreli borçlar ve öz kaynakları etkileyen işlemlerdir. Bu işlemler işletmenin dönen varlık ve kısa süreli yabancı kaynaklarını etkilemekte dolayısıyla net çalışma sermayesinde artış ya da azalışa neden olmaktadır. Net çalışma sermayesi değişim tablosu, bir hesap dönemi içinde net çalışma

sermayesinin kaynaklarını ve kullanım yerlerini göstererek, net çalışma sermayesindeki artış veya azalışları belirtmektedir(Kaval, 2009, s.5). Bu bakımdan bu tablonun hazırlanması önem arz etmektedir. Net çalışma sermayesinin kaynakları ve kullanım yerleri aşağıdaki şekil 2.3'te gösterilmiştir.

<u>KAYNAKLAR</u>	<u>KULLANIM</u>
A. İşlemenin Cari Faaliyetleri Sonucu Elde Edilen Kaynaklar <ul style="list-style-type: none"> • Net Kar • Amortisman • İtfa Faydaları 	A- Uzun Vadeli Borçların Ödenmesi
B. Duran Varlıkların Satışı	B- Duran Varlıklardaki Artış
C. Sermayenin Artırılması	C- Sermayenin Azaltılması.
D. Uzun Vadeli Borçlardaki Artış	D- Zarar.

Şekil 3. Net Çalışma Sermayesi Kaynak ve Kullanım Tablosu

Kaynak : (Usta, 2002, s.130).

2.2.1.3. Sürekli Çalışma Sermayesi

Sürekli çalışma sermayesi, tüm işletme sermayelerinde asgari düzeyde iş faaliyetlerini yürütmek için gerekli olan asgari bir yatırım miktarı olarak tanımlanır ve aynı zamanda sabit çalışma sermayesi olarak da adlandırılır (Brigham ve Houston, 2003, s.515). Tüm yıl boyunca sürekli olarak ihtiyaç duyulan mevcut varlıkları ifade eder. Özellikle faaliyetleri mevsimlik dalgalanmaların etkisi altında olan firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçlarında bir dalgalanma görülmektedir. Fakat firmalar bu dalgalanmalardan etkilenmeyen, en az düzeyde de olsa devamlı çalışma sermayesi bulundurmaları zorundadırlar. Likidite sıkıntısına düşmemek için firma bünyesinde bulunan minimum düzeydeki nakit, üretimi aksatmamak için tutulan emniyet stoku vb.firmanın dalgalanmalar dışındaki devamlı çalışma sermayesini oluşturmaktadır (Aytekin, 2006, s.17).

2.2.1.4. Değişken Çalışma Sermayesi

Geçici işletme sermayesi, iş faaliyetlerindeki dalgalanmaları göz önünde bulundurmak için gerekli olan kaynaklardır ve aynı zamanda döner veya değişken işletme sermayesi olarak da bilinir. Fabozzi ve Peterson (2003, s.679) geçici işletme sermayesini, fiili işletme sermayesi ile daimi çalışma sermayesi arasındaki fark olarak tanımlamaktadırlar, bu nedenle geçici işletme sermayesi, bir firmanın işindeki mevsimsel dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır.

2.2.1.4.1. Mevsimlik Çalışma Sermayesi

Mevsimlik çalışma sermayesi, işletmelerin mevsimsel ihtiyaçlarını karşılayacak miktar olarak tanımlanmaktadır. Mevsimsel dalgalanmalar yaşadıklarından; İşletmeler mevsimlik yoğun dönemlerin taleplerini çözmek için belirli aralıklarla daha büyük miktarda mevcut varlığa ihtiyaç duymaktadır. İşletmelerin ölü mevsim olarak ifade ettiği dönemlerde çalışma sermayesi sıkıntısı çekmemektedirler. Çünkü bu dönemde satışlar yavaşlar, stok bulundurma ihtiyacı düşer, tahsilatlar ise hemen hemen tamamlanmış olacağından nakit mevcudu artar.

Gereksiz faiz ödemelerinden kaçınmak amacıyla şirket kısa vadeli borçlarını elde bulunan nakit fazlalıkları ile ödeme imkanı sunacaktır. Bu dönemde elde bulunan nakit para değişik şekillerde değerlendirilebilmektedir. Eğer şirket bünyesinde bulunan nakit fazlalıkları borç ödemelerinde kullanılmaz ise, satışların hızlanacağı bir sonraki mevsimde ihtiyaçların temini için muhafaza edilebilir. Bu yol tercih edildiği takdirde çalışma sermayesi aynı kalır, sadece yapısı değişir. Atıl tutmanın maliyetinden kurtulmak için fazla nakitler, getiri sağlayacak kısa sürede nakde çevrilebilecek kârlı yatırım yollarında değerlendirilebilir. Satışların hızlandığı dönemlerde ise tekrar nakde çevrilerek kullanılabilir (Aksoy, 1990, s.21).

2.2.1.4.2. Devresel Çalışma Sermayesi

Tüm işyerleri öngörülemeyen riskleri karşılamak için hazırlıklı olmalı ve ani bir ürün talebi, savaş sözleşmeleri ve yeni ürünlere yeni ürünlerin tedarik edilmesi gibi fiyat artışları vb. beklenmedik durumları karşılamak için belirli süreler için ek fonlar bulundurmaları gerekmektedir. Bunlar; Özel fonlar için gerekli şartlar bu nedenle özel çalışma sermayesi, öngörülemeyen şartlarda özel ihtiyaçların karşılanması gereken fonlardır. İşletmeler dönemsel dalgalanmalar sonucu çalışma sermayesi ihtiyaçlarını

artırabilirler. Eğer başarılı geçen bir dönem sonunda iş hacmi genişletilmek istenirse, sürekli çalışma sermayesine ek olarak bir çalışma sermayesi ihtiyaı ortaya çıkacaktır. Ortaya çıkan bu miktara devresel çalışma sermayesi adı verilmektedir (Salur, 2010, s.35).

2.2.1.4.3. Olağan st alışma Sermayesi

İşletmeler beklenmeyen durumlara karşı tedbir almak durumundadırlar. Grevler, yangınlar, sel baskınları, deprem gibi olağanüstü durumlara karşılaşılması halinde ortaya çıkacak güçlükleri giderebilmek amacıyla işletmeler bir kısım fonlara ihtiyaç duyarlar. Ayrıca retimde değişiklik yapılması, yeni dağıtım yöntemlerinin uygulanması, iş hacmini aniden geliştirecek siparişlerin alınması gibi durumlarda da çalışma sermayesi ihtiyaı doğabilmektedir. Bu nedenle, işletmeler olağanüstü durumların çalışma sermayesini olumsuz yönde etkilemesini önlemek amacıyla, işletme karlarının bir kısmını ihtiyat ya da karşılık olarak işletmede alıkoyarak bir olağanüstü çalışma sermayesi oluştururlar. Aksoy'un (1990) belirttiği üzere, işletmelerde olağan üstü çalışma sermayesi ihtiyaını karşılamak için elde tutulacak dönen varlık düzeyi, işletmenin bu riski üstlenme isteği ile borç alma gücünün bir fonksiyonudur. Bu risklerden kaçınmak isteyen bir işletme büyük miktarlarda nakdi elinde tutar ve ikinci savunma tedbiri olarak kredi kurumları ile ilişkilerini iyi tutar. Olağanüstü Őartların önceden ngrm yapılamadığından, ihtiyaç duyulacak olağanüstü çalışma sermayesi tutarı da önceden belirlenememektedir. Bu durumlarda karşılaşılabilecek risklerin kısmen önlenmesi için işletme karlarının fazla olduğu dönemlerde bir kısım karların ihtiyat olarak bulundurulması uygun olacaktır (Salur, 2010, s.37).

2.3. Çalışma Sermayesinin zellikleri

Çalışma sermayesi yönetimi işletmelerin hedeflerine ulaşmasında önemli yer tutmaktadır. Yoğun rekabet ortamında işletmelerin ayakta kalabilmesi aynı zamanda faaliyetlerini sürdürebilmesi ve topluma yarar sağlayabilmesi için yeterli çalışma sermayesi bulundurması ve çalışma sermayesi yönetimine gereken önemi göstermesi gerekmektedir.

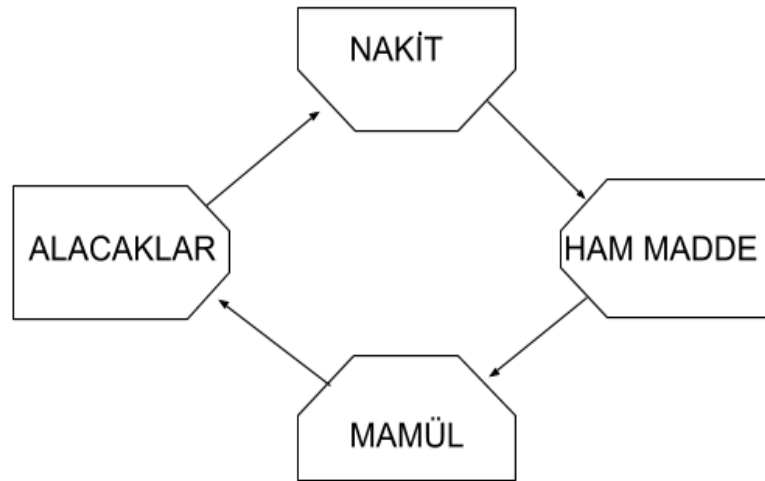
İşletme ile ilgili olan guruplar işletmenin sahip olduğu varlıkları değişik açılardan değerlendirmektedirler. Yatırımcılar ile kredi verecek olan kreditörler özellikle farklı varlıklar üzerinde durmaktadırlar. Hatta kreditörler kredi verirken

verdiği kredinin vadesine göre şirketlerin farklı varlıkları ile ilgileneceklerdir (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.16). Çalışma sermayesi kalemlerinin özellikleri şöyle sıralanabilir; kısa vadeli dirler, birbirleriyle sürekli etkileşim ve dönüşüm içerisindedirler ve birlikte meydana gelmeyen faaliyetlere bağlıdır (Kiracı, 2000, s.18).

2.3.1. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olması

Çalışma sermayesini oluşturan unsurlar kısa vadeli ömre sahiplerdir ve bir yıl içinde paraya dönüşmektedirler. Nakit ile başlayan süreç yine nakde dönüşerek başa döner. Aşağıdaki şekilde de görüldüğü gibi, nakit ham maddeye, ham madde işlenerek mamule, mamullerin satılması ile alacaklara, alacaklar tekrar nakde dönüşmektedir (Ercan ve Ban, 2005, s.276).

Çalışma sermayesi unsurları bir yılda nakit ile başlayıp tekrar nakde dönüştüğü için kısa vadeli dir. Stok ve ticari alacakların dışında menkul kıymet yatırımlarında da, işletme nakit ihtiyacı gerektiğinde satışa çıkarır ve kısa sürede paraya çevirebilir (Çakır, 2000, s.40). Faaliyet alanından dolayı farklılık gösteren, faaliyet devri bir yıldan daha uzun süreyi kapsayan işletmelerde, stoklar, alacaklar gibi çalışma sermayesi unsurları, bir yıldan daha uzun bir sürede nakde dönüştürülmüş olsalar da, çalışma sermayesi olarak kabul edilmektedirler (Aksoy ve Yalçiner, 2005, s.11).



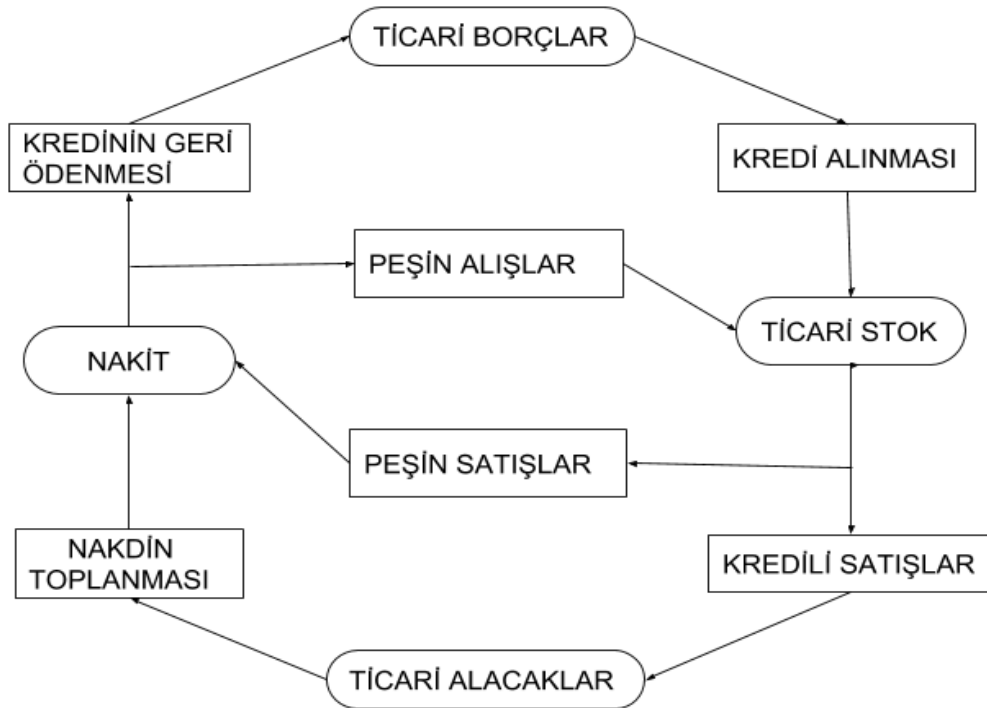
Şekil 4. Nakit Dönüş Devri

Kaynak: (Brealey, 1999,522)

2.3.2. Birbirleriyle Sürekli Etkileşim Ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği

Çalışma sermayesi unsurlarının kısa vadeli olduklarını belirtmiştik, bu kısa zaman içerisinde bu unsurlar birbirleri ile sürekli etkileşim ve kendi içerisinde dönüşüm içerisindedir. Çalışma sermayesi unsurları kısa vadede sürekli etkileşim ve dönüşüm halindedir. Çalışma sermayesi unsurları nakit ile başlayarak nihayetinde yine nakit olarak son bulan bir döngüdür (Kaval, 2009, s.12).

Nakit ham maddeye, ham madde üretim sonucunda mamule, mamul satılınca alacaklara, alacaklar ise tahsil edildiğinde tekrar nakde dönüşecektir. Bu dönüşüm için döner sermaye kavramı da kullanılmaktadır (Kiracı, 2000, s.19). Böylece bir varlık diğerine dönüşerek devrini tamamlamaktadır. Bu karşılıklı ilişki çalışma sermayesi unsurlarının birbirlerini etkilemesine neden olacağından, birinin etkin kullanımı diğer unsuru da etkilemektedir. Bu sebeple çalışma sermayesi unsurları bir bütün olarak düşünülmelidir (Atioğlu, 2009, s.15). Basit işletme faaliyetlerinin yürütüldüğü durumda çalışma sermayesi dönüşümü Şekil'deki gibi gerçekleşmektedir:



Şekil 5. Çalışma Sermayesi Dönüşümü

Kaynak: (Kiracı, 2000, 19)

2.3.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan Ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlıdır

Bir işletme üretim, satış, tahsilat gibi üç temel fonksiyondan oluşmaktadır. Bu üç faaliyet eşit miktarda gerçekleşseydi yani üretim olduğu anda satış ve aynı anda ve miktarda tahsilat yapmak mümkün olsaydı işletme sermayesi yönetimine de gerek kalmazdı. Bu üç faaliyet arasındaki etkileşim işletme sermayesi yönetiminin önem kazanmasına yol açar. İşletme sermayesi unsuru olan alacak kaleminin varlığı, kredili satışın benimsenmesine ya da benimsenmemesine; stok kalemi, satışların hemen yapılıp yapılmamasına; kasa veya bankadaki nakit miktarı da satışların ya da ödemelerin peşin yapılıp yapılmamasına bağlıdır (Kiracı, 2000, s.20).

Çalışma sermayesi unsurlarının hareketli bir yapıya sahip olmaları, ani olmayan ve kendisiyle eş zamanlı olarak meydana gelmeyen faaliyetlere bağlı olarak değişim göstermesi en belirgin özelliğidir (Erdinç, 2008, s.224). Bütün bu unsurlardaki değişimleri işletmeler için birlikte meydana gelmeyen ve önceden planlanmış biçimde gerçekleştiklerinden ani olmayan faaliyetlerin sonucu görülmektedir (Sarıaslanve Erol, 2008, s.359).

2.4. İşletmelerde Çalışma Sermayesini Etkileyen Faktörler

İşletmelerde çalışma sermayesini etkileyen faktörleri işletme içi faktörler ve işletme dışı faktörler olarak ayırmak mümkündür.

2.4.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler

Çalışma sermayesi ihtiyacı sektörden sektöre, işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Gelecek günlerdeki ve aylardaki çalışma sermayesinin yeterli seviyede olabilmesini sağlamak için şimdiden çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenmesi gerekir. Ancak, geleceğin belirsizliğinden dolayı çalışma sermayesi ihtiyacı tam olarak belirlenemez. Fakat yine de yaklaşık olarak belirlemek için bazı yöntemler kullanılabilir. İşletmenin üretim konusuna bağlı olarak da çalışma sermayesi gereksinimi farklı olabileceği gibi aynı üretim kolunda bulunan iki firmanın diğer bazı yan nedenlerden dolayı çalışma sermayesi gereksinimleri farklı olabilmektedir.

Çalışma sermayesine etki eden, işletmenin kendi özelliklerinden kaynaklanan faktörler şöyle sıralanabilir (Salur, 2010, s.40):

2.4.1.1. İşletmenin Faaliyet Konusu Ve Büyüklüğü

Çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen en önemli etmen faaliyet konusu ve işletme büyüklüğüdür. Faaliyet hacmini belirleyen etmen ise satış istatistikleridir (Smith, 1979, s.25-30). Çalışma sermayesi yönetimi daha çok küçük işletmeler için büyük önem taşımaktadır. Bu tür işletmeler sabit değerleri kiralayıp, sabit değerlere yapacakları yatırımları sınırlandırabilirler, fakat para mevcudu, alacak ve stoklara yapacakları yatırımlardan kaçınmanın bir yolu yoktur. Bu nedenle küçük işletmelerde yöneticiler açısından dönen değerler çok büyük önem taşımaktadırlar.

Küçük işletmeler için sermaye piyasasından, hatta kredi kurumlarından uzun süreli fon sağlama olanağı çok sınırlıdır. Bu nedenle, finansmanda daha çok kısa süreli fonlara yönelim söz konusudur (Akgüç, 1998,s.208). Küçük işletmeler, teknolojik yetersizlik ve satın alma vadelerinin düşüklüğünden dolayı, daha fazla gider gerektirecek ve dolayısıyla fiyat rekabetine dayanabilmek için daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır. Büyük işletmeler ise, fiyat rekabetine gireceklerinden dolayı giderler artacak ve fazla çalışma sermayesi bulundurmamak zorunda kalacaklardır. İşletmelerin faaliyet alanlarına göre de çalışma sermayesi ihtiyacı farklılık göstermektedir.

Üretim işletmelerinin, ticari ve hizmet işletmelerine göre duran varlık yatırımları daha fazla olduğundan görece olarak bu tür işletmelerde dönen varlıkların toplam aktif içerisinde payı daha azdır. Hizmet işletmeleri ve imalat işletmelerini karşılaştırıldığında, hizmet işletmelerinin mal alıp satan ve ya imalat işletmelerine göre daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duydukları görülmektedir (Erdoğan, 1990, s.90).

Çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenmesinde faaliyet hacmi ve dolayısıyla satış rakamlarının önemli olduğu söylenmiştir. Faaliyet hacmi arttıkça işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı da artacaktır. Satışları artan işletmenin müşterileri de artacak ve dolayısıyla alacakları da artacaktır. Faaliyet hacmine bağlı olarak firmalar stok varlığını da arttırmak zorundadır. Stoklarını vadeli olarak alıcılara satan işletme stok tedariki için daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır.

Faaliyet hacmi ile çalışma sermayesi arasındaki artış aynı oranda olmamaktadır. Faaliyet hacmindeki artışa bağlı olarak çalışma sermayesi ihtiyacı artmakta ve belirli bir seviyenin üstüne çıkıldığında azalmaktadır. Bu durum sermayenin etkin kullanımından kaynaklanmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2008,s.70). Küçük işletmelerde cari aktiflerin

toplam varlıklar içindeki payının, büyük firmaların cari aktiflerinin toplam varlıkları içindeki payına göre daha fazla olması beklenmektedir.

Salur (2010) çalışmasında; bunun başlıca nedenlerini şöyle sıralamıştır;

- Büyük işletmeler gerekli kaynaklarını ve dikkatlerini cari aktiflerin yönetimine tahsis edebilirler.
- Büyük işletmeler küçük işletmelere göre sermaye piyasasında daha fazla imkâna sahiptirler.
- Küçük işletmeler, büyümek için daha çok sermaye yoğun olmak zorundadırlar.

Üretim ve dağıtım sürecinde daha fazla makine ve teçhizat kullanılmasını gerektiren bu zorunluluk küçük işletmelerin sabit değerleri kiralamak suretiyle, maddi duran varlıklara yapacakları yatırımları sınırlandırabilir. Nakit tutma, alacak ve stoklara yapacakları yatırımlardan kaçınmamaktadırlar. Çalışma sermayesi ihtiyacı, kısmi ödemelerin bulunduğu bazı işletmelerde azaltılabilir (Erdoğan, 1990, s.90).

2.4.1.2. Varlık Devir Hızları Ve Süreleri

Çalışma sermayesi yönetiminin amacı, işletmedeki işlem döngüsü sürecini en aza indirerek, faaliyetleri en az nakit düzeyi ile sürdürmek ve böylece karlılığı maksimum seviyeye taşımaktır. Bir başka deyişle, işlem döngüsü sürecini belirli bir dönemde olabildiğince fazla tekrar ettirmektir. Çünkü bir işletmenin satışları üzerindeki kar yüzdesi düşük olsa bile, cari aktif yatırımlarında yüksek bir devir hızı sağlanarak tatmin edici bir kar seviyesine ulaşılabilir. Diğer taraftan, işletmenin satışlar üzerindeki kar yüzdesi yüksek ise, tatminkâr sayılan kar dönen varlık yatırımlarının daha az devrinden sağlanacaktır. İşte iki rakam arasındaki oran anlamına gelen rasyon, devir hızları ve sürelerinin ölçülmesinde bir araç olmaktadır.

Dönen varlık devir hızı ne kadar yükselirse işletmede çalışma sermayesi ihtiyacı o kadar az olacak ve çalışma sermayesinin temel kaynaklarından sayılan karın da artmış olacaktır (Gholizadeh Khajeh, 2014, s.16).

2.4.1.3. Kar Dağıtım Ve İhtiyat Politikaları

Karı yüksek olan işletmeler, kar düzeyi düşük olan işletmelere göre çalışma sermayesi ihtiyacını daha iyi karşılama olanağına sahiptir. Çünkü işletmelerde satış

karının bir bölümü henüz tahsil edilmemiş alacaklara bağlı kaldığı halde, bir bölümü de paraya dönüşerek işletmenin borçlarının ödenmesinde ve işletmeye varlık alınmasında kullanılmaktadır. İşleme bu karı çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullandığından, işletme dışı kaynaklardan fon toplanmasına gerek kalmamaktadır.

Firma değerinin artırılması, en azından korunabilmesi için istikrarlı bir kar payı dağıtımının gerçekleştirilmesi amacıyla yedek akçe olarak ayrılmış karların dağıtılması yoluna gidilebilmektedir. Kazanç elde edilemeyen ve mali yönden sıkıntının bulunduğu dönemlerde firmanın nakit girişleri de azaltılmaktadır (Kaval, 2009,s.16). Daha önceki yıllara ait kardan ayrılan cari yedek akçelerin kar payı olarak dağıtılması çalışma sermayesine duyulan ihtiyacı artıracak, kar elde edilmeyen, nakit girişlerinin az olduğu yıllarda kar payı ödemeye gidilmesi ise çalışma sermayesi ihtiyacını daha da şiddetlendirebilecektir. Aksoy (1990) bildirdiğine göre, özellikle enflasyonist ortamda faaliyet gösteren işletmelerin faaliyet hacimlerini koruyabilmeleri için yeni kaynaklara ihtiyaçları vardır. Bu durumda dış kaynak kullanımı işletmenin küçülmesine neden olacağından, faaliyet hacmini korumak amacıyla gerekli çalışma sermayesi finansmanında dağıtılmayan karın kullanılması en fazla görülen yöntemdir. İşletmede karların bir kısmı ortaklara dağıtılmak zorundadır. Çünkü ortakların işletmeye yatırım yapmalarının temel nedeni sermayeleri karşılığında belirli bir kazanç elde etmektir. Bu yüzden, işletmenin kar dağıtım politikası çalışma sermayesi üzerinde oldukça önemlidir.

Kısacası, dağıtılacak kar işletmenin içinde bulunduğu koşullara uygun olmalı ve doğru zamanda dağıtılmalıdır. Bütün kar payı ödemelerinin aynı anda yapılmaması işletmeye ödeme kolaylığı sağlayacaktır. Ayrıca, sürenin uzaması da dağıtılacak karların bir süre çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmasına ve yeni karlardan yararlanılarak ödemelerin yapılmasına imkân verir (Gholizadeh Khajeh, 2014, s.17). İşletme yönetiminin karın büyük bölümünün dağıtımına karar vermesi, yönetimin işletme çıkarlarını uzun vadede düşünmediğinin bir göstergesidir. Çünkü değişik adlarda işletmede alı konan karlar, işletmelerin büyümeleri sırasında karşılaştıkları güçlükleri aşmada başvuracakları bir kaynak olmaktadır (Alagöz, 1993, s.41).

2.4.1.4. İşletmenin Amortisman Politikaları

Amortisman, bir duran varlığın elde edilmesi için katlanılan giderlerinin, söz konusu varlıklardan yararlanıldığı yıl boyunca dağıtılmasını ifade eder (Sevilengül, 2005, s.421). Amortismanlar, işletmelere likidite sağladıkları için, işletmeler

kullandıkları amortisman yöntemi ile çalışma sermayesini etkilemiş olurlar. Amortismanlar, işletmeye likiditeyi vergi etkileri ile sağlamaktadırlar. Örneğin; azalan bakiyeler yöntemine göre amortisman ayıran işletmelerin, varlığın alındığı ilk yıllardaki amortisman tutarı yüksek bulunmaktadır. Amortisman tutarının yüksekliği vergi tutarını düşürmektedir. Böylelikle devlete vergi olarak ödenecek olan nakit unsurun işletmeden çıkışını engellenmektedir. Ancak daha sonraki yıllarda, amortisman tutarındaki azalmaya bağlı olarak vergi tutarı artmakta, bu da nakit çıkışını arttırmakta ve paralel olarak çalışma sermayesi ihtiyacı artış göstermektedir.

Amortismanların çalışma sermayesine etkisi çalışma sermayesine etkisi uygulanacak amortisman yöntemine göre değişir. En fazla karşılaşılan amortisman yöntemleri normal amortisman ve azalan bakiyeler yöntemleridir(Kaval, 2009, s. 17).

Normal Amortisman Yöntemi: Bu yöntem eşit tutarlı amortisman yöntemi olarak da ifade edilmektedir. Bu yöntemde, amortisman tutarını hesaplamak için maddi duran varlığın değerine sabit bir amortisman oranı uygulanır. Bir başka yol ise varlığın değerinin ekonomik ömre bölünmesi şeklindedir.

Azalan Bakiyeler Yöntemi: Kalan değerler üzerinden amortisman yöntemi olarak da ifade edilen bu yönteme ilişkin esaslar aşağıda açıklanmıştır: Normal amortisman oranının iki katı alınır. Vergi mevzuatı açısından bu oran %40'ı geçemez. Örneğin, normal amortisman oranı olarak %10 tespit edilmiş ise bu yöntemde uygulanacak amortisman oranı ($\%10 \times 2 =$)%20 olur.

2.4.1.5. Kredi Bulma İmkânları

Para piyasasında kredi bulma imkânı olan işletmeler kasa ve bankada daha az para tutacaklardır. Çünkü gerektiğinde kredi bulabileceklerine güvenirler. Ancak, bu imkânları olmayan işletmeler kasa ve bankada daha fazla para tutacaklardır. Bu durumda da çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır (Özpeynirci, 2001, s.9).

2.4.1.6. Satın Alma Ve Satış Şartları

Satın alma ve satış politikaları çalışma sermayesine etki eden bir faktördür. İşletme tedarikçilerden yaptığı alımlarını kredili olarak gerçekleştirebildiğinde, stoklar tedarikçiler tarafından finanse edildiğini göstermektedir. Üretim için gerekli girdilerin piyasadan kredili ya da peşin alınması, satışların peşin ya da kredili yapılma durumu ile kredili alım ve satım için uygulanan kredi döneminin uzunluğu çalışma sermayesi

ihtiyacının miktarını doğrudan etkiler. Örneğin, on beş gün vadeli satış yapan bir işletmenin kırk beş gün vadeli satış yapan bir işletmeye göre çalışma sermayesi ihtiyacı daha az olacaktır. Çünkü birinci işletmenin alacak devir hızı ikinci işletmeye göre daha yüksek olacaktır. Bundan dolayı çalışma sermayesi ihtiyacı daha az olacaktır. İkinci işletmenin fonları alacaklara daha uzun süre bağlı kaldığından çalışma sermayesi ihtiyacı daha fazladır.

Satın alımlarını uzun vadede yapan işletmeler, kısa vadeli yapanlara oranla daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar. Çünkü uzun vadeli satın alma kredilerinden yararlanan işletmelerin yapacakları peşin satışlarla veya alacakların tahsilatta temin ettikleri nakitler borçların vadesi gelmeden kasalarına girecektir. Vadesi gelen borçlar ise sıkıntıya düşmeden ödenecektir. İşletmenin satışlarda tanıdığı vadenin uzunluğu ise çalışma sermayesi üzerinde tersi bir etki yaratacaktır. Yani, satışlarını uzun vadede yapan işletmeler kısa vadeli satış yapan işletmelere oranla daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı ile karşı karşıya kalacaktır. Birçok işletme satışlarını kısa vadede satın alımlarınıza uzun vadeli yapmak sureti ile çalışma sermayesi ihtiyacı azaltmak istemektedirler.

İşletmelerin kullandığı stokların yapısı, mevsimlik özellik göstermesi, tedarik süresi vb. sebeplerde çalışma sermayesini etkilemektedir (Gholizadeh Khajeh, 2014, s.18). Örneğin, domates salçası üreten bir işletme ürünün bol olduğu yaz döneminde stok yaparak üretim için uzun bir süre stok bulundurmaya zorundadır. Bu durum işletmenin likiditesini bozacağından vadesi dolan borçlarını karşılayabilmesi için, çalışma sermayesi ihtiyacını mevsimlik olarak artıracaktır. Malların tedarik edilmesinde kullanılan ulaşım sistemi de çalışma sermayesi üzerinde etkili olmaktadır. Karayolu, havayolu ve boru hattı gibi ulaşım sistemlerine bağlı olarak stok seviyesi artıp azalabilecektir. Yurt içinden temin edilenler ile yurt dışından ve uluslararası alanlardan tedarik edilenlerin de en azından tedarik süreleri işletmelere bağlı olarak değişecektir. Alışlarını küçük partiler halinde ve sık aralıklarla tedarik etme imkânına sahip işletmeler ile uzun vadelerle büyük miktarlarda tedarik edenler arasında çalışma sermayesinin seviyesi açısından farklar olacaktır. Alışlarını büyük partiler halinde yapanların çalışma sermayesi ihtiyacı artarken, bu tür işletmelerin stok sipariş giderlerinde tasarruf sağlanmakta fakat stok bulundurma giderleri artmaktadır (Erdoğan, 1990, s.92).

2.4.1.7. Üretim Süresi

Çalışma sermayesi ihtiyacı ile bir işletmenin üretim süresi arasında doğrudan doğruya bir ilişki vardır. Bir işletmenin üretim sürecinde girdilerin mamul biçimine dönüşümü için gerekli zaman süresi uzadıkça çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır. Çünkü üretim giderlerinin satış geliri olarak işletmeye geri dönüşü gecikecektir. Bu durumda çalışma sermayesi ihtiyacı artış gösterecektir. Üretim işletmeleri için, imalat süresi kısa olan işletmelerin uzun olan işletmeye göre, ticari işletmeler için de satılacak malların tedarik süresi kısa olan işletmenin uzun olan işletmeye göre çalışma sermayesi ihtiyacı daha azdır (Kiracı, 2000, s.24).

Örnek verecek olursak, gazete basımıyla uğraşan bir yayın evi ile kitap basımı ile uğraşan bir yayın evinin imalatta geçen süreleri farklıdır. Kitap basımı ile uğraşan yayın evinin imalat süresi birkaç ayı kapsayacağından çalışma sermayesi ihtiyacı imalat süresine bağlı olarak artacaktır. Gazete basımı ile uğraşan yayın evinin ise, imalat süresi bir gün olduğu için bu işletmenin ihtiyaç duyacağı sermaye miktarı daha az olacaktır (Kaval, 2009, s.19).

2.4.1.8. Üretim Kapasitesi Ve Birim Üretim Maliyeti

Satılan malların birim maliyeti arttıkça, çalışma sermayesi ihtiyacı da artmaktadır (Akgüç, 1995, s.260). Üretim kapasiteleri fazla olan ve birim üretim maliyetleri yüksek olan işletmeler daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar (Sarıaslan, 2008, s.146). Üretim kapasitesi fazla olan işletmeler daha fazla malzeme, işçilik ve genel giderlere katlanacaklardır (Büker, 1997, s.150).

İşletmenin mevcut kapasitesini tamamen kullanamaması ve atıl kapasite bulundurması durumunda ihtiyaç duyacakları çalışma sermayesi tutarı azalacaktır. Düşük kapasite ile çalışıldığında atıl kapasite için ham madde kullanımına, imalat giderleri tüketimine ve bu atıl kapasiteden üretilen mamullerin satışından oluşacak alacak kalemlerine gerek olmayacak ve çalışma sermayesi ihtiyacı azalacaktır (Kaval, 2009, s.20).

2.4.1.9. Dönen Varlıkların Değer Kaybı

Dönen varlıkların (alacakların, menkul kıymetlerin ve stokların) değerlerinde meydana gelebilecek ani düşüşler, firmanın mevcut çalışma sermayesini azaltır ve çalışma sermayesi ihtiyacını artırır (Kiracı, 2000,s.27). Dönen varlıklarda değer

düşüklüğü ihtimali yüksek olan firmalar, güç durumla karşılaşmamak için ellerinde daha fazla çalışma sermayesi bulundurmamak isteyeceklerdir. Firma yöneticisi riskten kaçınan bir yapıda ise, firmasının likidite derecesinin yüksek olmasını isteyecek, ve daha fazla tutarda çalışma sermayesi bulundurmayı tercih edebilecektir (Kaval, 2009 , s.20).

2.4.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler

İşletmelerin çevre şartları olarak kabul edilen ve kontrol edemedikleri unsurlardaki değişimler de çalışma sermayesini etkilemektedir. İşletme faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyen olağanüstü olaylar (sel, yangın, deprem v.b.) haricinde çalışma sermayesini etkileyen faktörlerin en önemlileri aşağıda sıralanmıştır:

2.4.2.1. Piyasadaki Rekabet Düzeyi

Rekabetin yoğun olduğu piyasalarda gerek müşterilere uygun olan vadelerin tanınabilmesi, gerekse diğer işletmeler ile rekabet edebilmek için çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır (Kaval, 2009,s.20). İşletmeler rekabetin yoğun olduğu piyasalarda, maliyet avantajı sağlayabilmek için tedariklerini nakit gerçekleştirip iskontodan faydalanabilmek ve müşterilerle iyi ilişki kurabilmek için uzun vadeli satışları gerçekleştirmek amacıyla daha çok çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar.

2.4.2.2. Vergi Uygulamaları

İşletmenin finansal politikalarını belirlemede vergiler önemli bir yere sahiptirler. İşletmenin net gelirlerinden düşülmesi gereken ilk gider vergidir. Genel olarak çalışma sermayesi üzerinde vergi olumsuz etki yaratır. Vergiler tarh edilmeden önce, askıda kalmış pasif, tarh edildikten sonrada ödenecek kısa vadeli pasif olarak bilançoda yer alır (Kaval, 2009, s.20).

Vergi işletmenin karı üzerinden hesaplanarak tahsil edildiğinden dolayı işletmenin tüm faaliyetlerine ilişkin plan ve programların finansmanı ödenecek vergi miktarı kadar kısıtlanmış olur. İşletmelerin ödeyecekleri vergiler şahıs ve sermaye şirketi olması açısından farklılıklar gösterir. Vergiler işletmelerin çalışma sermayelerini artırıcı nitelik taşırlar. Vergi ödeme dönemi geldiğinde işletmenin nakit ihtiyacı ortaya çıkacaktır. Vergi ödemesi yapılıncı işletme kârının bir kısmı firmadan dışarı çıkar ve kârın işletme sermayesini finanse eden kısmı azalır. Ödeme zamanı geldiğinde, gerekli

olan nakit, varlıklardan sağlanamadığında yabancı kaynaklara başvurma zorunluluğu doğacaktır (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.100).

Vergi uygulamaları içinde dikkat edilmesi gereken başka bir faktör de, işletmelerin çalışanların ücretlerinden kesilen gelir vergisi stopajları ve sosyal sigortalar kurumu primlerinin kesintinin yapılmasından belirli bir süre sonra kuruma ödemek zorunda olmasıdır. Kesintinin yapılması ile ödeme arasındaki sürelerde işletme bu kaynakları kullanma imkânına sahiptir. Katma değer vergisi de aynı şekilde ödeme zamanına kadar işletmede kullanılabilir. Gecikme faiz ve cezalarının az olması durumlarında işletmeler bu ceza ve faize katlanarak daha uzun süre fonları kullanmaktadır (Alagöz, 1993, s.44).

2.4.2.3. Teknolojik Değişmeler

Teknolojideki her gelişme çalışma sermayesini etkilemektedir. Teknolojik gelişmeler doğrultusunda işletmeler zaman içerisinde emek yoğun teknolojiyi bırakıp, sermaye yoğun teknolojiye geçiş yapmaya başlamışlardır. Genellikle emek yoğun teknoloji kullanan işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı, sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerden fazladır (Akgüç, 1995, s.263). Çünkü dönen varlık yatırımları sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerde daha az, duran varlık yatırımları daha fazladır (Kiracı, 2000, s.28). Teknolojik gelişmenin avantajının yanında dezavantajı da vardır. Örneğin, bu teknolojinin elde edilmesi sırasında yeni yatırımların yapılması veya kiralanması gerekmektedir. Bu da çalışma sermayesini artırıcı rol oynamaktadır (Kaval, 2009, s.21).

Büker (1997) bildirdiğine göre, teknolojinin getirdiği yeni üretim araçları, ham madde üretim ve elde etme maliyetini düşürürken, daha az miktarda ham madde kullanımına imkan sağlamaktadır. Maliyetleri ve iş gücünü azaltıcı etki, ucuz ham madde ve malzemenin kullanımı ile mümkündür. Bu teknolojik üretim araçları sayesinde daha kaliteli mamul imal edilebilecek, sonuç olarak da satış vadeleri kısalmaktadır. Ayrıca, işletmenin karlılığının artması çalışma sermayesi ihtiyacının karlarla finansmanına imkan sağlayacaktır.

2.4.2.4. Konjonktür Hareketleri Ve Mevsimlik Dalgalanmalar

Bazı işletmeler Konjonktür dalgalanmanın etkisini daha fazla hissetmektedirler. Konjonktür hareketleri ve mevsimlik dalgalanmalarda, stoklar, satışlar, tahsilatlar, kredi

durumları zaman zaman değiştiğinden, bunlara bağlı olarak çalışma sermayesi ihtiyaı da değişmektedir. Bu ihtiyaç, iş hacmine bağlı olarak daha fazla veya daha az olacaktır. Konjonktür hareketleri ve mevsimlik dalgalanmalara tabi olan işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaı daha fazladır (GholizadehKhajeh, 2014, s.21).

Taşlıca (1994) alışmasında, piyasanın yükseldiği dönemlerde işletmeler stok maliyetlerini düşürebilmek için büyük alımlara yönelerek varlıklara daha çok fon bağlarken, piyasanın daraldığı dönemlerde ise alacakların tahsilinde karşılaşılan güçlüklerle rağmen alacakların devir hızını düşürdüğünden çalışma sermayesi ihtiyaçlarının arttığını belirtmiştir.

2.4.2.5. Enflasyon

İşletmelerin alışma sermayesi düzeyini önemli ölçüde etkileyen unsurlardan birisi de enflasyondur. Enflasyon dönemlerinde işletmeler daha fazla çalışma sermayesi ihtiyaı duymaktadırlar. Enflasyon fiyatlar genel düzeyindeki sürekli ve hissedilir artış eğilimidir.

Genel fiyat düzeyinin yüksek olması veya bir defalık yükselme enflasyon değildir. Enflasyon fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve hissedilir ölçüde yükselmesi şeklinde ifade edildiği gibi, para değerinin düşmesi veya paranın değer kaybetmesi olarak ta tanımlanabilir (Kaval, 2009, s.22). Enflasyon işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaını önemli ölçüde etkilemektedir. İşletmeler enflasyonist ortamlarda daha yoğun bir çalışma sermayesi kullanma veya yetersiz ise temin etme sorunlarıyla karşı karşıya kalmaktadır (Özdemir, 1999,s.146).

Enflasyon dönemlerinde firmaların çalışma sermayeleri yetersiz kalacağından, çalışma sermayesi ihtiyaı artacaktır. Enflasyon dönemlerinde firmalar günlük ihtiyaçlarını yürütebilmek için daha fazla paraya ihtiyaç duyacaklar. Diğer taraftan, reel olsun veya olmasın, enflasyon etkisiyle artan satışlar da alacakların büyük boyutlara ulaşmasına neden olur. Enflasyon dönemlerinde firmaların stok tutarlarında da hem parasal, hem de miktar olarak artışlar görülür.Fiyat artış beklentileri, geleceğin belirsizliği, tedarik imkânlarının azalacağı kuşkusu firmaları stoklara daha fazla yatırım yapmaya iter (Türko, 1994, s.210).

Enflasyonun söz konusu etkisi, özellikle duran varlık yatırımı veri alınınca önem kazanmaktadır. Başka bir ifade ile duran varlık yatırımı yapıp, belirli bir üretim ve

satış kapasitesini elde eden işletme, aynı işi çevirebilmek için ağır bir çalışma sermayesi sorunu ile karşı karşıya kalmaktadır (Gönenli, 1988, s.408).

Bu durum aşağıdaki gibi örneklendirilebilir: X işletmesi A malından yılda 10.000 ton üretmektedir. 2006 yılında A malının birim fiyatı 30TL/kg üzerinden 300 milyon TL satış yapmakta ve bu satış hacmi ile çalışma sermayesi ihtiyacını 100 milyon TL'de tutmaktadır. X işletmesinin satışları üzerinden %10 kar yapmaktadır. 2007 yılında %50 enflasyon olduğunu varsayarsak, satışlar aynı üretim ve satış üzerinden 450 milyon TL'sine yükselmekte, işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı da aynı oranda artmakta yani 150 milyon TL'ye çıkmaktadır. İşletme 450 milyon TL satış üzerinden 45 milyon TL kar edince, yapılan kar çalışma sermayesi ihtiyacını bile karşılamamaktadır. Elde edilen kar üzerinden vergi ödeneceği ve ortakların da kar payı beklentileri düşünülürse, işletmenin bu enflasyon döneminde ek fon bulmak için finansal kurumlara başvurması kaçınılmaz olacaktır. Aşırı olmayan enflasyon dönemlerinde, firmalar alış satış politikalarını değiştirerek, stok devir hızını artırarak ve peşin satışlara ağırlık vererek artan çalışma sermayesi ihtiyacını kısmen de olsa karşılayabilmektedir. Buna karşılık, ekonomik durgunluk içerisinde fiyat artışlarının (stagflasyon) yaşandığı hatta ekonomik gerileyiş ile birlikte sürekli fiyat yükselişlerinin yaşandığı (slumpflasyon) dönemlerde işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri aşırı şekilde artmaktadır. Satış güçlüklerinin doğurduğu, ekonomik durgunluğun müşterilerin ödeme güçleri üzerinde yaptığı olumsuz etkiler sonucu şüpheli alacakların artması da, işletmelerde çalışma sermayesi gereksinimini daha şiddetli hale getirmektedir (Yükçü, 1999, s.599).

2.5. Çalışma Sermayesi Finansman Stratejileri

Çalışma sermayesinin düzeyi risk ve kârlılık analizi yapılarak, cari borçların miktarlarının belirlenmesi, likidite ile borçların vadelerine ilişkin kararların verilmesi gerekir. İşletme riskinin değerlendirilmesi için iki boyutlu likidite analizi yapılmalıdır. Birincisi varlığın paraya dönüşmesi için gereken süre, ikincisi varlığın nakde dönüştüğündeki değeridir.

Örneğin duran varlıklara yapılan yatırım genelde pazarlanabilir senetlere yapılan yatırımdan daha az likittir. Çünkü bir makinenin satışı pazarlanabilir senetlerin satışından daha uzun sürede gerçekleştirilebilecektir. Ayrıca makinenin satış değerinin belirlenmesi de pazarlanabilir menkul kıymetlerin satış değerinin belirlenmesinden çok daha zordur (Aydın, 2010,s.195-209).

İşletmelerin sahip oldukları varlıklar ne kadar kısa sürede ve değerinden fazla bir sapma göstermeden paraya dönüştürülebiliyorsa o oranda likittir. Dolayısıyla hazır değerler, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar duran varlıklara göre daha likittir. Dönen varlık kalemlerinin de likidite derecesi her işletmede farklılık gösterirken en likit dönen varlık kalemleri nakit ve menkul kıymetlerdir. Bilançoda varlık kalemleri likidite derecelerine göre sıralanmıştır. Dönen varlıklardan duran varlıklara doğru likidite azalmakta, buna karşın kârlılık artmaktadır. Sermaye yapısında ise kısa süreli kaynakların kârlılığı (kısa vadeli borç faiz oranının uzun vadeli borca göre daha düşük olduğunda) yüksek olup, uzun vadeli kaynaklara göre finansal riski daha fazladır.

Dolayısıyla dönen varlıklar içinde likit varlıkların oranı arttıkça işletmenin hem riski hem de kârlılığı azalmaktadır (Aydın, 2010,s.195-209). Çalışma sermayesi finansman stratejileri, işletmelerin çalışma sermayesine yapılan yatırımların nasıl finanse edilmesi gerektiğini ve çalışma sermayesine yapılan yatırımın ne kadar olması gerektiğini araştırmaktadır. Finansal yönetim yazınında çalışma sermayesinin finansmanında kullanılan üç temel strateji vardır. Bunlar; ihtiyatlı çalışma sermayesi stratejisi, atılğan çalışma sermayesi stratejisi ve dengeli çalışma sermayesi stratejisidir.

2.5.1. İhtiyatlı Finanslama Stratejisi

Bu stratejide finans yöneticileri işletmenin sahip olduğu dönen ve duran varlıkların tümünü diğer stratejilere göre daha fazla uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmektedirler. İşletmeler borçlarını geri ödemek için yeterli süreye sahip olmak istediklerinde uzun vadeli yabancı kaynak kullanırlar. Bu da ödeyememe riskini en aza indirirken, risk ile doğru orantılı olan kârlılığında en az seviyeye indirmektedir.İşletmelerin çoğunlukla uzun vadeli yabancı kaynak ya da öz kaynak ile çalışmaları, aynı zamanda likit seviyesi yüksek bir yönetim şekli seçmeleri anlamına gelmektedir(Erdinç, 2008, s.227-228).

Çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ile kârlılık arasındaki ilişkiyi araştıran birçok çalışmada atılğan çalışma sermayesi stratejileri kârlılığı pozitif yönde etkilediği görülmektedir (Deloof, 2003, s.573-587; Afza ve Nazir, 2009, s.275-296). Fakat ihtiyatlı çalışma sermayesi stratejilerinin kârlılığa olumlu etkisi olduğu yönünde bulgulara sahip çalışmalar da görülmektedir (Mathuva, 2010, s. 1-11.;Blinder ve Maccini, 1991, s.291-328). Mathuva (2010), stok dönüşüm süresiyle kârlılık arasındaki etkiyi araştırmış ve iki değişken arasında pozitif yönlü bir etki olduğunu ortaya

koymuştur. Bu sonuç ihtiyatlı çalışma sermayesi stratejisinin karlılığı olumlu yönde etkileyebileceği şeklinde yorumlanabilir. Stok seviyesinin yüksek olması üretimin gerçekleşmesinde ortaya çıkabilecek aksaklıkları ortadan kaldırmaktadır. Aynı zamanda stokların yüksek olması firmaların aşırı fiyat yükselmelerine karşı korunmasını sağlayabilmektedir (Blinder ve Maccini, 1991, s.291-328).

2.5.2. Atılğan Finanslama Stratejisi

Bu yöntemin atılğanlığı, işletmelerin sabit varlıklar ve sabit çalışma sermayesinin finansmanında ne ölçüde kısa vadeli yabancı kaynak kullandıklarına bağlıdır. İhtiyatlı finanslama stratejisinin tam tersi olarak düşünülebilir. Dolayısıyla daha yüksek risk daha yüksek getiri demektir. Bu stratejiyi benimseyen yöneticiler kısa vadeli kaynak kullandıkları için çok maliyetli bir strateji değildir. Duran varlıkları ve sabit çalışma sermayesinin bir kısmını uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse ederken, sabit çalışma sermayesinin kalan kısmıyla değişken çalışma sermayesini kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmektedir(Erdinç, 2008, s.228).

2.5.3. Dengeli Finanslama Stratejisi

Dengeli finanslama stratejisi izlendiği takdirde ise kar ve risk atılğan finanslama stratejisine göre düşük, ihtiyatlı finanslama stratejisine göre ise yüksektir. Bu stratejide işletmelerin duran varlıkları ve çalışma sermayesinin devamlılık gösteren kısmı yani sabit çalışma sermayesi uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilirken, çalışma sermayesinin dalgalanma gösteren kısmı yani değişken çalışma sermayesi kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Finansmanda fon kaynaklarının ödeme süresi ile bu kaynakların kullanıldığı varlıkların paraya çevrilme süresinin uyumlu olması kuralı, bu stratejide gerçekleştirilmektedir. İşletmeler bu yöntemde, çalışma sermayesi kalemlerinin tutarında dalgalanma olmadığı sürece kısa vadeli yabancı kaynak kullanma yolunu tercih etmemektedir (Erdinç, 2008, s.228).

Dengeli finanslama stratejisinde likidite riski ve kârlılık düşük seviyelerdedir. Çünkü uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı daha maliyetlidir ve dolayısıyla kaynak maliyeti kârlılığı düşürmektedir. Bu strateji atılğan finanslama stratejisiyle kıyaslandığında, daha az risklidir ve maliyetler daha yüksektir. Bu yüzden kârlılık daha düşüktür. Ancak bu strateji ihtiyatlı finanslama stratejisiyle kıyaslandığında daha risklidir ve maliyetler daha düşüktür. Bunun sonucunda kârlılık daha yüksektir. Kısaca

dengeli finanslama stratejisi, ihtiyatlı ve atılgan finanslama stratejisinin tam ortasında yer almaktadır (Mekonnen, 2011, s.33).

2.6. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Analizi

Paramasivan ve Subramanian'a göre (2009, s.154), bir işletme etkin bir mali yönetimi geliştirebilmek için sağlam işletme sermayesi pozisyonunu korumalıdır. İşletmelerin, faaliyetlerini sürdürmek için işletme sermayesi düzeylerini dikkate almaları gerekmektedir. Çünkü firmalar yeterli miktarda işletme sermayesi olmadan sorunsuz çalışabilmektedir. Bu nedenle; işletme sermayesinin yeterliliği, firmalar için kesintiye uğramadan faaliyet göstermesi, risk seviyesini yükseltmeden karlılığı artırması ve yükümlülüklerin zamanında karşılanması açısından çok önemlidir.

Çalışma sermayesini ölçen birçok değişken vardır. Firmalar faaliyete geçmeden önce bu değişkenleri kullanarak çalışma sermayesini kesin olarak belirlemeye çalışırlar. Çalışma sermayesi belirlerken belirli yöntemler olsa da firma kuruluşu esnasında belirsizlikler sonucu kesin sonuç vermesi çok zordur (Bektöre, 1970,s.13).

Çalışma sermayesinin yeterliliği ile ilgili karşılaşılabilecek üç durum: yeterli olması, yetersiz olması ve gereğinden fazla olması durumları aşağıda analiz edilmeye çalışılmıştır.

2.6.1. Çalışma Sermayesinin Yeterli Olması

Çalışma sermayesi, herhangi bir ticari işletmenin hayat kanı ve sinir merkezidir. Bir şirketin sorunsuz çalışması için yeterli miktarda işletme sermayesi bulundurmamak çok önemlidir. Yani yeterli düzeyde işletme sermayesi, satın alınan hizmet veya malların daha iyi seviyede olması, kabul edilen nakit indirimi, uygun faiz oranları vb. ile daha düşük maliyetler nedeniyle bir işletme teşebbüsünün kredi durumunu artırmaya yardımcı olur (Makaron, 2015, s.33).

Rao'nun (2006, s.356) yeterli düzeyde işletme sermayesinin avantajları aşağıda belirtilmiştir:

- İşletmenin yeterli işletme sermayesi miktarı, işletmeye yeterli likidite sağlayarak ödeme gücü sağlar.
- Firmanın ham madde tedarikçilerine ve diğer alacaklılarına hızlı ödeme yapılarak işletmenin itibarına ve itibarına katkıda bulunur.

- Yeterli işletme sermayesi, bir firmanın nakit indirimini kullanmasına yardımcı olur ve işlerinin kazancına katkıda bulunur.
- Bankalar ve diğer kısa vadeli borç verenler kararlarını işletme sermayesinin yeterliliğine dayandırır, dolayısıyla bu tür analizler borçlanma kuruluşunun yeterli kapasite ve likidite durumunu gösterir.
- Uygun işletme sermayesi, elverişsiz koşullar durumunda fonların kullanılabilirliğini sağlar.
- Daha fazla kar elde etmek, firmaların nakit temettü ödemelerini mümkün kılmak için yeterli bir teminat değildir, ancak yeterli miktarda işletme sermayesi, temettülerin hızlı ve düzenli olarak ödenmesini mümkün kılar.
- Yeterli işletme sermayesi sağlayan bir işletme, kesintisiz üretim akışı sağlayan ham madde ve diğer aksesuarların satın alınmasını ve gerektiğinde satın alınmasını sağlayabilir. Bu nedenle; Yeterli işletme sermayesi, işletmenin kaynaklarının daha fazla kullanılmasına katkıda bulunur.
- Yeterli işletme sermayesi sağlayan bir işletme, mamul mal stokunu elinde tutabilir ve daha iyi pazarlama fırsatları bekleyebilir.

2.6.2. Çalışma Sermayesinin Yetersiz Olması

Yetersiz işletme sermayesi düzeyi, genellikle işletme sermayesi için işletme sermayesi sıkıntısı olarak tanımlanmaktadır. Bu durum, işletmenin hedefe ulaşmak için yeterli fonlara sahip olmaması anlamına gelmektedir. Çünkü işletme sermayesi eksikliği, faaliyetlerin sürdürülmesinde başarısızlığa yol açmaktadır. Kârlılıktaki düşüşe, hissedarlara temettü indirilmesine, tedarikçilere ödeme yapamamaya, finansal sıkıntıya, hatta firmanın iflası gibi yükümlülüklerin zamanında karşılanmasına neden olmaktadır. Yetersiz işletme sermayesinin dezavantajları aşağıda Bhat ve Rau tarafından gösterilmiştir (2008, s.142-143).

- İtibar Kaybı: Yetersiz işletme sermayesine sahip firmalar endişelidir. Çünkü kısa vadeli borçlarını zamanında ödeyemediği için itibarını yitirebilir.
- Daha düşük kredi güvenilirliği: Firmalar kredilerini zamanında ödeyemez ve kredibilitelerini kaybederse daha iyi kredi imkanları elde edemeyecektir.
- Nakit İndirimleri: Firmalar, yetersiz işletme sermayesi nedeniyle ihtiyaçlarını toplu olarak satın alamaz ve indirimlerden faydalanamaz.

- Olumlu Piyasa Koşullarını Yararlanmada Zorluk: Yeterli işletme sermayesi bulunmaması nedeniyle, elverişli piyasa koşullarından yararlanma ve kârlı projeler üstlenmek firmalar için zorlaşmaktadır.
- Günden Güne Giderlerin Tahsisinde Usulsüzlük: Firma faaliyetlerinin günlük giderlerini ödeyememekte, böylece düzensizlik ve verimsizlik yaratmakta, maliyetlerin artmasına ve iş kârlılığının azalmasına neden olmaktadır.
- Düşük Getiri Oranı: Çalışma sermayesinin azalması nedeniyle yatırım getirisi düşmektedir.
- Duran Varlıkların Etkin Kullanımı: Yetersiz likit fonlar nedeniyle sabit kıymetlerin verimli bir şekilde kullanılması zorlaşmaktadır.

2.6.3. Çalışma Sermayesinin Gereğinden Fazla Olması

İşletme sermayesinin gereğinden fazla olması, işletme için kar elde etmeyen boş fon olarak tanımlanmaktadır. Bu durum işletme faaliyetinde bazı sorunlara yol açmaktadır. Çünkü firmanın karlılığını azaltabilecek kötü borçlar yaratmaktadır. Bu nedenle, herhangi bir işletme girişimi için aşırı ve yetersiz işletme sermayesi seviyelerinin negatif olduğu belirtilmektedir. Bhat ve Rau'ya göre (2008,s.143), çalışma sermayesinin gereğinden fazla olmasının dezavantajları aşağıda açıklanmıştır:

- Kullanılmayan Fonlar: Gereğinden fazla işletme sermayesi, işletme için hiçbir kar elde etmeyen boş fonlar anlamına gelir. Dolayısıyla yapılan işler, boştaki fonlar nedeniyle yatırımlarında uygun bir getiri elde edemez.
- Temettülerde Azalış: Temettü tutarının yanı sıra, hisselerin bedeli, yatırımların geri dönüş oranının düşmesi nedeniyle azalabilir.
- Stokların Gereksiz Olarak Satın Alınması: İşletme sermayesinin gereğinden fazla olması, daha fazla zarara neden olan stokların gereksiz şekilde satın alınmasına ve birikmesine yol açabilir.
- Arızalı Kredi Politikası: İşletme sermayesinin gereğinden fazla olması aynı zamanda yüksek borçların ve hatalı borç politikasının daha yüksek oranda görülmesine neden olabilecek kusurlu kredi politikasına işaret etmektedir.
- Spekülatif İşlem: Fazla işletme sermayesi spekülatif işlemlere yol açar.

2.7. Çalışma Sermayesi Yönetimi İle Firma Kârlılığı Arasındaki İlişki

İşletmeler, kârlılık ve risk faktörlerini dikkate alarak dönen varlık kalemlerine yatırım yapmak zorundadırlar. Zira tespit edilecek çalışma sermayesi miktarı, işletmelerin kullandığı borçların vadesine ve sahip olduğu varlıkların likidite derecesine bağlıdır. Bu nedenle çalışma sermayesi ile ilgili kararlar kârlılık ve risk arasındaki değişimin etkisi altındadır. Yöneticiler, işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminde alınacak kararlarda dikkatli olmalıdır. Çünkü işletmelerin kârlılıkları üzerine doğrudan etki ederler.

Dönen varlıkların gereğinden az ya da fazla olması riskli kabul edilmektedir. Dönen varlıkların toplam varlıklar içerisinde fazla yer tutması, işletmelerin kârlılığı üzerinde olumsuz etki oluşturmakta ve kârlılığı azaltmaktadır. Zira işletmelerin elinde olan fazla nakdin bir maliyeti bulunmaktadır. Buna karşılık risk düşmektedir. Çünkü işletmeler, ellerinde fazla nakit bulundurmalarından dolayı kısa vadeli borçlarını ödemede bir sıkıntı yaşamamaktadır. Dönen varlıkların gereğinden az olması durumunda ise kârlılık artmaktadır. Çünkü işletmeler ellerindeki nakdi değerlendirmekte ve daha az nakitle çalışmaktadır. Ancak bu durum borçların ödenememesi riskini artırmaktadır (Mekonnen, 2011s.36). Bu durum aşağıdaki şekilde açıkça görülmektedir;

ORANLAR	ORANLARDAKİ DEĞİŞİM	KÂRLILIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	RİSK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
<u>DÖNEN VARLIKLAR</u> AKTİF TOPLAMI	YÜKSELİRSE	KÂRLILIK AZALIR	RİSK AZALIR
<u>DÖNEN VARLIKLAR</u> AKTİF TOPLAMI	DÜŞERSE	KÂRLILIK ARTAR	RİSK ARTAR
<u>KISA VADELİ BORÇLAR</u> AKTİF TOPLAMI	YÜKSELİRSE	KÂRLILIK ARTAR	RİSK ARTAR
<u>KISA VADELİ BORÇLAR</u> AKTİF TOPLAMI	DÜŞERSE	KÂRLILIK AZALIR	RİSK AZALIR

Şekil 6. Çalışma Sermayesinde Kârlılık Ve Risk İlişkisi

Kaynak: Kiracı, (2000,ss 32)

Şekil 2.6.'da görüldüğü üzere işletmelerde, kısa vadeli yabancı kaynakların aktif toplamına oranı artarsa kârlılık da artmaktadır. Çünkü kısa vadeli yabancı kaynakların uzun vadeli yabancı kaynaklara göre maliyeti düşüktür. Ancak vadelerinin kısa olmasından dolayı işletmelerde borç ödeme gücü azalmakta ve risk yükselmektedir (Mekonnen, 2011is.36). Bunun tam tersi durumunda ise kârlılık azalmakta ve bundan dolayı risk de azalmaktadır. İşletmelerde dönen varlıkların fazla olması halinde, eğer bu varlıklar yabancı kaynaklarla finanse ediliyorsa, finansman giderleri artmaktadır. Bu durumda işletmeler öz kaynağın sağlayacağı alternatif kullanımdan yararlanamayacaktır. Öte yandan yeterli çalışma sermayesinin olmamasının da işletmelere bir maliyeti bulunmaktadır. Çalışma sermayesi yetersizliği, pek çok işletmenin tam kapasite ile çalışamamasına, üretimin kesintiye uğramasına, maliyetlerin yükselmesine, müşteri taleplerinin zamanında karşılanamamasına sebep olmaktadır (Akgüç, 1994,s.205-206). Çalışma sermayesi yönetiminde kârlılık ve risk faktörlerinin etkisine ilerleyen bölümlerde ayrıntısıyla değinilecektir.

BÖLÜM III

3. YÖNTEM

Bu çalışmada 2010-2017 yılları arasında BİST’de kesintisiz olarak yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren 32 adet işletmenin tamamının mali tablolarına ulaşılmış, elde edilen 245 veri üzerine panel veri analizi uygulanmıştır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı, BİST’de imalat sektöründe yer alan 32 adet işletmenin çalışma sermayesi yönetimi ile işletmenin kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmaktır. Bu araştırma 2010-2017 yılları arasında BİST’de kesintisiz olarak yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren 32 adet işletmenin yıllık verilerinden oluşan toplamda 243 veri üzerine uygulanmıştır.

3.2. Araştırmanın Modeli

Araştırmada kullanılacak başlıca regresyon modelleri aşağıdaki gibidir:

Model 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 KO_{it} + \beta_2 VLOG_{it} + \beta_3 NDS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 2:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 KO_{it} + \beta_2 VLOG_{it} + \beta_3 SDH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Burada,

- β_0 : Sabit değeri,
- $\beta_1 \beta_2 \beta_3$: Tahminlenecek katsayıları,
- ε : Hata değerini,
- i : Firma grubunu,
- t : Zamanı ifade etmektedir.

3.3. Araştırmanın Evren ve Örneklemi

Bu tez çalışmasının evreni Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören eksiksiz verilere sahip olan metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü firmalarından oluşmaktadır. Örneklem ise 2010-2017 yılları arasında yer alan 32 firmanın verileri ve 243 gözlem sayısı ile sınırlıdır. Çalışma kapsamında yer alan işletmelere ait bilanço ve gelir tablolarına Kamu Aydınlatma (KAP) sitesinden ulaşılmış ve analize uygun şekilde düzenlenmiştir.

3.4. Araştırmanın Yapılışı (Prosedür)

Bu çalışmada yer alan 32 metal eşya, makine ve gereç yapım firmalarının 2010-2017 yılları arasında 8 yıllık verilerine Kamu Aydınlatma Platformundan (KAP) ulaşıp, gelir tabloları ve bilançolarından gerekli olan veriler excel üzerinde düzenlenmiştir. Çalışmanın modeli için gerekli olan veriler excelde hesaplanmıştır. Gerekli veriler STATA 14.2 programına aktarılıp, analiz edilmiştir. Yapılan analizlerin tabloları tez çalışmasının gerekli sayfalarında mevcuttur.

BÖLÜM IV

4. BULGULAR

4.1. Panel Veri Analizi

Araştırmanın veri seti imalat sanayinin alt dalı olan metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren 32 firmanın 2010-2017 yılları arasındaki verileri ele alınarak bir panel veri seti oluşturulmuştur.

Kullanımı gittikçe yaygınlaşan panel veri analizi bir çok avantaja sahiptir. Araştırmalarda kullanılmak üzere birçok zaman serisi ve yatay kesitten veri gelir. Panel veri analizi karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak verir. Panel veri modellerindeki gözlem sayısının zaman ve kesit serilerine göre daha çok olması parametre tahminlerinin de daha güvenilir sonuç vermesini sağlamaktadır. Araştırma da veri sayısının artmasıyla birlikte çoklu doğrusallık sorunu azaldığı için panel veri analizinde çalışmada iktisadi tahminlerin güvenilirliği sağlanabilir. Panel veri analizinde yatay kesit verilerinin hem birimler hem de bir birimin kendi içerisindeki farklılıklar incelenebilir. Bu avantajların yanı sıra panel veri analizi yapabilmek için modeller ve ölçümlerin kesit ve zaman serisine göre daha karmaşık, daha maliyetli daha çok zaman alan bir çalışma olması ve daha çok bilgi gerektirmesi gibi dezavantajları da bulunmaktadır (Baltagi, 2005, s.7-8-). Fakat genel olarak dezavantaj ve avantajlarına bakıldığında panel veri analizi daha üstün analiz imkanları sunduğu açıkça görülmektedir.

4.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler Ve Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ve bu değişkenlerin analizlerde kullanılan kısaltmaları Tablo 1.'de gösterilmiştir:

Tablo 1.

Araştırmada kullanılan bağımlı bağımsız değişkenler

BAĞIMLI DEĞİŞKENLER	
Özsermaye Karlılığı	ROE
Aktif Karlılık	ROA
BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	
Nakit Dönüşüm Süresi	NDS
Alacak Devir Hızı	ADH
Stok Devir Hızı	SDH
Borç Ödeme Hızı	BÖH
Kaldıraç Oranı	KO
Varlıklar Logaritması	VLOG

Tablo 1.'de gösterilen değişkenlerin tanımları şu şekildedir:

- Aktif kârlılık (ROA), bir şirketin toplam varlıklarına göre ne kadar kârlı olduğunu gösterir. Başka bir deyişle, firmanın net kârının toplam varlıklara oranı olarak hesaplanan ve toplam varlıklar üzerinden firmanın kârlılığını gösteren oranlardan biridir.
- Özsermaye karlılığı (ROE), yönetim performansı göstergesi olan bu değer işletme ortaklarının koydukları sermaye karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini, yani her bir birim sermaye karşılığında kaç birim kar yaratıldığını gösterir.
- Stok devir hızı firmanın stoklarının ne kadar zamanda nakde dönüştüğü, yılda kaç kez dönüşüme uğradığını (satıldığını) gösterir.
- Alacak devir hızı firmanın yapmış olduğu satışlardan alacaklarının ne kadar süre içerisinde tahsil edildiğini gösterir.
- Borç ödeme hızı firmanın bir dönem içerisinde ticari borçların kaç defa ödendiğini gösterir.
- Nakit dönüşüm süresi hammadde alımları için ödemenin yapılması ile satışlardan doğan alacakların tahsil edilmesi süresini gösterir. $SDH + ADH - BÖH$ olarak hesaplanır.

- Toplam aktifler (varlıklar) şirketin parasal değerini gösterir. Logaritmasını alarak firma büyüklüğünü elde ediyoruz.
- Kaldıraç oranı ise toplam borç / toplam varlık olarak hesaplanır. Toplam borçların, toplam varlıklara bölünmesiyle birlikte bir şirketteki varlıkların ne kadarının borçlar ile finanse edildiği saptanmış olunur. Finansal Kaldıraç Oranı ile şirket varlıklarının yüzde kaçının yabancı kaynaklar ile karşılandığı belirlenir.

Çalışmada kullanılan değişkenleri Tablo 1.'de belirtmiştik. Tablo 2.'de ise bu değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri bulunmaktadır.

Tablo 2.

Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
ROE	243	.0696183	.8428271	-10.96171	2.874349
ROA	243	.065753	.1473276	-.3060601	1.51259
KO	243	.527572	.4945943	-4.589702	1.707454
VLOG	243	8.092687	.7755861	5.986279	10.07961
SDH	243	7.107616	10.27361	.4070257	143.6553
ADH	243	4.861379	3.627085	.6987245	41.78101
BÖH	243	95.13468	81.04063	6.801764	766.4938
NDS	243	4273.549	4212.156	307.8703	54754.51

Tablo 2.'deki tanımlayıcı istatistikler, veri setindeki 32 firma için 2010-2017 yılları arasını kapsamıştır. Tabloda toplam gözlem sayısı, aritmetik ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerler gibi bilgiler yer almaktadır. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenlerden birisi olan ROE değeri -10.96171 ile 2.874349 arasında, diğer değişken olan ROA değeri ise -.3060601 ile 1.51259 arasında değişmektedir.

Bağımsız değişkenlerden stok devir hızı, satılan malın maliyetinin stoklara oranı ile; alacak devir hızı, satışların ticari alacaklara oranı ile; borç ödeme hızı, 360/ticari borç devir hızı ile; kaldıraç oranı, toplam borçların aktif toplamına oranı ile; nakit dönüşüm süresi, alacak devir hızı ve stok devir hızı toplamından borç ödeme hızının

çıkartılması işlemi ile; ROE, net karın özsermayeye oranı ile; ROA, net karın toplam aktiflere oranı ile hesaplanmıştır.

Tablo 3.

Değişkenler için kullanılan oranlar

DEĞİŞKENLER	
Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Özsermaye
Aktif Karlılık	Net Kar/Toplam Aktifler
Nakit Dönüşüm Süresi	ADH + SDH - BÖH
Alacak Devir Hızı	Satışlar/Ticari Alacaklar
Stok Devir Hızı	Satılan Malın Maliyeti/Stoklar
Borç Ödeme Hızı	360/Ticari Borç Devir Hızı
Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler
Varlıklar Logaritması	Ln(Toplam Aktifler)

Yukarıdaki tablolarda açıklanan değişkenler Stata 14.2 programında değişik kombinasyonlu modeller ile denenmiş olup, anlamlı sonuç veren kombinasyonların modelleri ve sonuçları çalışmanın bulgular kısmında gösterilmektedir.

4.3. Hausman Testi

Panel veri analizi içerisinde hausman testi ile ayırt edilebilen sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli mevcuttur. Sabit etkiler modeli sıklıkla kullanılan, her bir yatay kesit birim için farklı sabit katsayıların elde edilmesine imkân tanıyan ve istatistiksel özellikleri açısından istenilen özelliklere sahip olan bir modeldir. Tesadüfi etkiler modeli ise birimler arasındaki sabit katsayıların farklılaşmadığını öngörmektedir. Ancak tesadüfi etkiler modeli sabit etkiler modeline göre daha iyi sonuçlar verirse, tesadüfi etkiler modeli kullanılmalıdır. Dolayısıyla her ikisi de tutarlı olan fakat etkinliği farklı olan iki modeldir. Aralarında daha etkin olanı tespit etmek gerekmektedir. Literatürde bu etkinlik testi, diğer bir ifadeyle sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli arasında seçim için k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uyan Hausman testi kullanılmaktadır (Baltagi, 2001: 20). Hausman testinde, tesadüfi etkiler modelinden elde edilen katsayılar ile sabit etkiler modelinden elde edilen katsayıların aynı olduğunu gösteren boş hipotezin reddedilmesi, sabit etkiler modelinin

reddedilememesi ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar verdiğini göstermektedir (Bayraktutan, Demirtaş, 2011, s.9). Çalışmada hangi modelin kullanılacağını belirlemek için Hausman testi yapılmıştır. Test sonuçlarına göre panel veri modelleri arasından sabit etkiler modelinin daha uygun olduğu tespit edilmiş ve sabit etkiler modeli kullanılmıştır.

Çalışmada, firmaların başarısının birer ölçütü olan kârlılık, bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Ancak kârlılık değişkeni üzerine düşünülecek olursa, işletmelerde birden fazla kârlılık göstergesi bulunmaktadır. Bu nedenle çalışmada bağımsız değişken olarak toplam aktifler logaritması (VLOG) değişkeni ele alınmıştır. Çalışmada kullanılan hausman test sonuçları Tablo 4’de verilmiştir.

Tablo 4.

Hausman Test Sonuçları

Modeller	Ki-Kare İstatistiği	Pi Olasılık Değeri	Model Seçimi
Model 1	15.12	0.0003	Sabit Etkiler
Model 2	6.55	0.0878	Tesadüfi Etkiler

Tablo 4’de görüldüğü üzere, yapılan hausman testindeki istatistiklere göre model1 olasılık değeri 0.05’ten küçük çıkmıştır ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,00 < 0,05$). Hausman test sonuçlarına göre model1’de sabit etkiler modeli kullanılması daha etkin sonuç vereceğini göstermektedir. Model 2 için uygulanan hausman test sonuçlarına bakıldığında tesadüfi etkiler modelinin baz alınmasının uygun olacağı görülmektedir ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,08 > 0,05$).

4.4. Korelasyon Matrisi ve VIF Değeri

Korelasyon matrisi iki değişkenin birbirine ne kadar benzerlikte hareket ettiğini gösterir. Korelasyon katsayısı 1 ve -1 arasında bir değer alır. Eğer korelasyon katsayısı 1’e eşitse değişkenler arasında tam pozitif ilişki ya da doğrusal bağ, -1’e eşitse tam negatif ilişki vardır. Tablo 5 ve Tablo 6’de model1 ve model2’nin korelasyon matrisleri yer almaktadır.

Tablo 5.

Korelasyon Matrisi Model1

ROA	1.0000			
KO	-0.3827	1.0000		
VLOG	0.1194	-0.0318	1.0000	
NDS	0.6448	-0.1205	0.0337	1.0000

Tablo 6.

Korelasyon Matrisi Model2

ROA	1.0000			
KO	-0.3827	1.0000		
VLOG	0.1194	-0.0318	1.0000	
SDH	0.6710	-0.0963	0.0376	1.0000

Tablo 5 incelendiğinde, bağımlı değişken olan aktif karlılık kaldıraç oranı ile negatif, varlıklar logaritması ve nakit dönüşüm süresi ile pozitif korelasyonludur. Yani, kaldıraç oranı ile aktif karlılık ters orantılı, varlıklar logaritması, nakit dönüşüm süresi ile aktif karlılık doğru orantılıdır. Tablo 6 incelendiğinde ise aktif karlılığın kaldıraç oranı ile negatif, varlıklar logaritması ve stok devir hızı ile ise pozitif korelasyonlu olduğu görülmektedir.

Tablo 7.

VIF Değeri Model1

Değişkenler	VIF Test Değeri	1/VIF Değeri
NDS	1.02	0.984601
KO	1.02	0.984721
VLOG	1.00	0.998091
Ortalama VIF	1.01	

Tablo 8.

VIF Değeri Model2

Değişkenler	VIF Test Değeri	1/VIF Değeri
SDH	1.01	0.989484
KO	1.01	0.989939
VLOG	1.00	0.997738
Ortalama VIF	1.01	

Korelasyon ardından, bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığı VIF (Varyans Enflasyon Faktörü) ile test edilmiştir. Model 1 ve Model 2'nin VIF testi tablosu incelendiğinde, VIF değerinin 10'dan az olması bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun mevcut olmadığını göstermektedir.

4.5. Panel Regresyon Analizi

Tablo 9.

Regresyon Analizi Model 1

ROA	Katsayılar	t-istatistiği	Olasılık
KO	-.2400364	-2.98	0.005
VLOG	.1438135	3.56	0.001
NDS	.0000258	6.26	0.000

Prob>F : 0.0000

R² : 0.4207

F(3,31) : 17.26

Model 1 için uygulanan Tablo 9'daki regresyon analizinde sabit etkiler modeli uygulanmıştır. EK-4'de ayrıntılı stata tablosu mevcuttur. Gözlem Sayısı 243 olan modelde daha iyi sonuçlar alabilmek için uç değerlere sahip olan kaldırıcı oranına, Stata 14.2 programında 'missing' işlemi yapılmıştır. Dolayısıyla, gözlem sayısı 227 olmuştur. Bağımlı değişkeni aktif karlılık (ROA) olan bu model de F değeri verilen (3,31) değerleri arasından 17.26 olduğu için geçerli görülmektedir. Overall R² : 0.4207 değeri ise açıklayıcı değişimlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %47'sini

açıklayabileceğini göstermektedir. Prob>F değeri sıfıra sabit olması modelimizin anlamlılık derecesini güçlendirmektedir. Bir bütün olarak modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Bağımsız değişken olan kaldıraç oranı (KO)'nın %1 artması ile, bağımlı değişken ROA ters orantılı olduğu için %0.24 azalmaktadır. Diğer iki bağımsız değişkenler, Varlıklar logaritması (VLOG) ve nakit dönüşüm süresi (NDS) ise bağımlı değişken ile doğru orantılıdır. VLOG %1 arttıkça ROA %0.14, NDS %1 arttıkça ROA %0.0 artmaktadır.

Tablo 10.

Regresyon Analizi Model 2

ROA	Katsayılar	z-istatistiği	Olasılık
KO	-.2170135	-4.38	0.000
VLOG	.0361652	2.49	0.013
SDH	.009604	9.33	0.000
Prob>chi2 : 0.0000			
R² : 0.6296			
Wlad chi2(3) : 180.35			

Model 2 için uygulanan Tablo 10'daki regresyon analizinde tesadüfi etkiler modeli uygulanmıştır. EK-5'de ayrıntılı stata tablosu mevcuttur. Overall R² : 0.6296 değeri ise açıklayıcı değişimlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %62'sini açıklayabileceğini göstermektedir. Prob>chi2 değeri sıfıra sabit olması araştırmanın modelinin anlamlılık derecesini güçlendirmektedir. Bir bütün olarak modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. ROA ile KO ters, VLOG ve SDH doğru orantılıdır. KO %1 arttıkça ROA %0.21 azalmaktadır. VLOG %1 arttıkça, ROA %0.03 artmaktadır. SDH %1 arttıkça, ROA %0.009 artmaktadır.

BÖLÜM V

5. TARTIŞMA VE YORUM

5.1. Tartışma

Çalışma sermayesi yönetimi, yıllardır çokça tartışılan ve üzerinde çokça çalışmalar yapılan finans literatüründeki önemli konulardan bir tanesidir. Bu çalışmalarda firmaların çalışma sermayesi yönetiminin firma performansını ve firma karlılığını ne yönde etkilediği çeşitli işletme alanlarında araştırılmıştır. Bu bölümde, çalışma sermayesi ile ilgili Dünya’da ve Türkiye’de yapılmış çalışmalar hakkında özet bilgilere yer verilmiştir.

5.1.1. Dünya’da Çalışma Sermayesi Yönetimi İle İlgili Yapılmış Çalışmalar

Deloof (2003), Belçika’da 1992-1996 yılları arasında faaliyetleri süreklilik gösteren 1009 adet firma üzerinde yaptığı çalışmada çalışma sermayesi yönetimiyle kârlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kârlılığın ölçütü olarak brüt faaliyet kârı kullanılmıştır. Brüt faaliyet kârlılığı ile firma büyüklüğü (satışların logaritması), satışlardaki büyüme ve sabit finansal varlıklar arasında pozitif bir ilişki bulunurken finansal borçlar ile negatif yönlü bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır. Yapılan regresyon analizinde de alacakların tahsilât süresi, stokların dönüşüm süresi ve borçları ödeme süresi ile brüt faaliyet kârı arasında negatif bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006), Atina Borsasında işlem gören 131 firmanın 2001-2004 yılları arasındaki dört yıllık finansal verilerini kullanarak yaptıkları incelemede, çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan araştırmalar ve analizler sonucunda nakit dönüşüm süresi ile faaliyet karlılığı arasında negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır. Sonuç olarak işletmelerin kârlılıklarını arttırmak için çalışma sermayesi unsurlarını optimum seviyede tutarak nakit dönüşüm süresini çok iyi yönetmeleri gerektiği kanısına varmışlardır.

Raheman ve Nasr (2007), İslamabad Borsasında işlem gören 94 Pakistan firmasını 1999-2004 yılları arasındaki beş yıllık periyotta çalışma sermayesinin yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini incelenmiştir. Bu çalışmada, çalışma sermayesi değişkenleri olarak ortalama alacak tahsilat süresi, stok dönüşüm süresi ve nakit

dönüşüm süresini kullanmıştır. Buna ek olarak karlılık ölçütü olarak da net faaliyet karı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi yönetiminin değişkenlerinin oranları ile firma karlılığı arasında güçlü bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır. Çalışmada ayrıca nakit dönüşüm süresini optimal bir seviyeye düşürerek hissedarlar için pozitif bir değer yaratabileceğini belirtmiştir.

Ganesan 2007'de ABD'deki firmalar üzerinde (Securities and Exchange Commission) SEC'in sınıflandırdığı (Standard Industry Classification) SIC kodlarına göre iletişim sektöründe yer alan 349 firmaya 2001-2007 dönemi için altı yıllık finansal tablolardan yararlanarak bir araştırma yapmıştır. Yapılan bu çalışmada nakit döngüsü ile firma karlılığı arasında negatif bir ilişki olduğu, ancak bu ilişkinin istatistik olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Afza ve Nazir (2007), agresif çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerine etkisini incelemiştir. Agresif çalışma sermayesinin değerlendirilmesinde varlık karlılığı ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Bunun yanı sıra kontrol değişkeni olarak da firma büyüklüğü (\ln total assets), satışlardaki büyüme ($\frac{\text{satışlar } t - \text{satışlar } t-1}{\text{satışlar } t-1}$) ve finansal kaldıraç oranı (borç/özsermaye) kullanılmıştır. Çalışmada Karachi Borsasına (KSE) kayıtlı 17 farklı sektörden 204 finansal sektör dışı firmanın 1998-2005 yılları arasındaki yedi yıllık verilerden yararlanılmıştır. Yapılan panel veri regresyon analizi sonuçlarında agresif çalışma sermayesi yönetimiyle karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır. Bu sonuçlara göre daha az dönen varlıkla çalışan firmaların karlılıklarının da düşük olduğu söylenebilir. Karlılığı düşük olan firmaların yeterince nakde sahip olmamalarından dolayı daha düşük stok ve alacak düzeyleriyle çalışmak zorunda olabilecekleri söylenebilir. Düşük stoklarla çalışmak ölçek ekonomisinden yeterince yararlanılamamasının sonucu olabileceğinden stok bulundurmama maliyetlerini arttırabilmektedir. Kredili satışlarda ise müşterilere daha uzun vade tanınmaması da daha düşük alacak düzeyinin nedeni olabilmektedir. Ayrıca kredili satışlarda yeterince esnek olamamak firma karlılığını olumsuz yönde etkileyebileceği sonucuna varılmıştır.

Ramachandran ve Janakiraman (2009), yaptıkları çalışmada çalışma sermayesi yönetiminin faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK) üzerindeki etkisi 1997-1998 ile 2005-2006 dönemi arasında Hindistan'daki kâğıt endüstrisinde faaliyet gösteren firmalar için bir araştırma yapılmıştır. Bu çalışmada, çalışma sermayesi yönetiminin unsurları olarak nakit dönüşüm süresi, borç ödeme süresi, alacak tahsilat süresi ve stok dönüşüm süresi kullanılmıştır. Bunun yanında kontrol değişkenleri olarak da sabit finansal varlık oranı,

borç oranı ve firma büyüklüğü (satışların logaritması) kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına bakıldığında, borç ödeme süresiyle Faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK) arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Yani borçlarını ödeme süresini uzatan firmaların karlılıklarının daha az olduğu kanısına varılmıştır.

Falope ve Ajilore (2009), Nijerya'da faaliyet gösteren 50 imalat firması için çalışma sermayesi yönetimiyle karlılık arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmada korelasyon ve regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda nakit dönüşüm süresiyle karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır.

Mathuva (2010), Nairobi Borsasında (NSE) işlem gören 30 firmanın 1993-2008 yılları arasındaki 18 yıllık dönemde çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerine etkisini incelemiştir. Çalışma sermayesi unsurları olarak alacak tahsilat süresi, stok dönüşüm süresi, borç ödeme süresi ve nakit dönüşüm süresi kullanılmıştır. Ayrıca çalışmanın modelinde kontrol değişkenler olarak firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, sabit finansal varlık oranı, brüt faaliyet karındaki büyüme ve son olarak da firmanın yaşı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak da net faaliyet karı oranı kullanılmıştır. Araştırmada yapılan analizlere göre alacak tahsilat süresi ile karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Böylece alacak tahsilat süresinin kısaltmasıyla firmalar karlılıklarını arttırabileceği sonucunu elde etmişlerdir. Ayrıca firmaların stok düzeyini belirli seviyede arttırarak, hissedarları için değer yaratabileceği belirtilmiştir. Firmaların, yine borç ödeme sürelerini, ilişkilerini bozmayacak şekilde uzatabileceklerini vurgulanmıştır. Çalışmanın bir başka sonucu ise firmaların dikkatli bir şekilde nakit dönüşüm süresini kısaltarak kendilerine rekabetçi bir avantaj yaratabilecekleri ve böylece karlılıklarını arttırabilecekleri yönündedir.

Gill, Biger ve Mathur, (2010), Lazaridis ve Tryfonidis'in çalışma sermayesi yönetimi ile Amerikan firmalarının karlılığı arasındaki ilişki hakkında, 2005'ten itibaren 3 yıl süreyle New York Borsası'nda listelenen 88 Amerikan firmasının örneklemini genişletmiştir. Nakit kongre döngüsü işletme sermayesinin bir ölçüsü olarak kullanılmıştır. Çalışmada, kârlılık ölçüsü olarak brüt işletme karı kullanılmıştır. Nakit dönüş döngüsü ve karlılık arasında anlamlı bir ilişki olduğu bulunmuştur. Araştırmacılar, yöneticilerin nakit dönüşüm döngüsünü doğru bir şekilde ele alarak ve alacakları en uygun seviyede alacaklarını tutarak şirketlerine kâr sağlayabildiği kanısına varmışlardır.

Sharma ve Kumar (2011), çalışmalarında Hindistan'da Bombay Borsa'sında ilk 500 firma içerisinde seçilmiş farklı sektörlerde faaliyet gösteren 263 firmanın 2000–2008 yılları arasındaki sekiz yıllık verileri kullanarak çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu çalışmada analiz sonucunda Hindistan şirketlerinde çalışma sermayesi yönetimi ve karlılık arasında pozitif ilişkinin olduğu bulunmuştur. Fakat stok devir süresinin ve alacakların ortalama tahsil süresinin firma karlılığı ile negatif ilişkili, alacakların ortalama tahsil süresi ve nakit dönüş süresinin ise firma karlılığı ile pozitif ilişkili olduğu kanısına varılmıştır.

Uremadu ve Enyi (2012), Nijerya Borsasında hisseleri işlem gören 25 imalat firmasının çalışma sermayesi yönetimiyle firma karlılığı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada regresyon analizi yöntemi kullanılmışlardır. Çalışma sermayesi yönetiminin ölçütü olarak da alacak tahsilat süresi, stok dönüşüm süresi, borç ödeme süresi ve nakit dönüşüm süresi kullanılmıştır. Firma karlılığının ölçütü olarak ise varlık karlılığı kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda stok dönüşüm süresi ve borç ödeme süresiyle varlık karlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Ek olarak, nakit dönüşüm süresi ile varlık karlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır.

İftikhar (2013), Pakistan Borsasında hisseleri işlem gören 9 imalat firması için çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğini belirleyen unsurları araştırmıştır. Çalışmada regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda alacak tahsilat süresiyle karlılık arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Bunun yanında kurumsal kaynak planlaması (ERP = Entrepreneur Resource Process) kullanan firmaların finansal maliyetleri düşürdüğü, firma satışlarını arttırdığı, stoklarını daha etkin kullandığı ve firma karlılıklarını arttırdığı kanısına varılmıştır.

Ukaegbu (2014), Afrika'da özellikle Mısır, Kenya, Nijerya ve Kuzey Afrika'da faaliyet gösteren üretim firmalarının 2005–2009 yıllarına ait dört yıllık mali tabloları kullanılarak elde edilen verilerle firma karlılığı ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi inceleyen bir araştırma yapmıştır. Araştırma sonucunda, net faaliyet karı ve nakit dönüş süresi ile karlılık arasında güçlü bir negatif ilişkinin olduğunu ve nakit dönüş süresi arttığında firma karlılığında düşüşün meydana geldiği kanısına varılmıştır.

Agha (2014), Pakistan'da Karachi Borsa'sında faaliyet gösteren Glaxo Smith Kline ilaç şirketine ait 1996-2011 yıllarına ait veriler kullanarak çalışma sermayesinin karlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu çalışmada karlılığı ölçmek amacıyla aktif

karlılığı, alacak devir hızı, borç devir hızı, stok devir hızı ve cari oran kriter olarak belirlenmiştir ve çalışma sermayesinin karlılık üzerinde önemli etkisi olduğu belirlenmiştir. Buna bağlı olarak, eğer firma stok devir hızını, alacak devir hızını minimize eder ve borç devir hızını düşürürse, karlılıkta bir değişim olabileceğini ancak cari oranın artmasının veya azalmasının karlılık üzerinde önemli bir etkisi olmadığını kanısına varılmıştır.

Ademola (2014), Nijerya Borsa'sında kayıtlı gıda üretim alanında faaliyet gösteren 120 şirketin 2002-2012 yılları arasındaki on yıllık mali tablolarını kullanarak elde ettiği veriler yardımı ile çalışma sermayesi yönetimi ve karlılık arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi yönetimi ve net faaliyet karı arasında güçlü pozitif bir ilişki, net faaliyet karı ve nakit dönüş süresi arasında anlamsız bir ilişki, net faaliyet karı ile alacakların tahsilat süresi arasında negatif bir ilişki ve net faaliyet karı, borç ödeme süresi ve stok devir süresi arasında anlamsız ilişkinin olduğu kanısına varılmıştır.

Ayub (2015), Pakistan'da Karachi Borsa'sında faaliyet gösteren tekstil firmalarının 1999– 2007 yıllarına ait sekiz yıllık veriler kullanılarak çalışma sermayesinin karlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu çalışmanın değişkenleri, alacakların ortalama tahsil süresi, stok devir süresi, ortalama borç ödeme süresi, nakit dönüş süresi, cari oran, borç oranı ve net faaliyet karı olarak belirlenmiştir. Ayub (2015), çalışma sermayesi ve karlılık arasındaki ilişkiyi açıklamak için regresyon analiz yöntemini kullanmış ve sonuç olarak Pakistan'da faaliyet gösteren tekstil sektöründeki işletmelerde, çalışma sermayesi ve karlılık arasında çok zayıf bir ilişkinin olduğu kanısına varmıştır.

5.1.2. Türkiye'de Çalışma Sermayesi Yönetimi İle İlgili Yapılmış Çalışmalar

Arslan (2003), Ankara ilinde KOBİ'lerin çalışma sermayesi ve finansal yönetim uygulamalarını ortaya koymak amacıyla faaliyet gösteren 111 firma üzerinde bir araştırma yapmıştır. Farklı sonuçların gözlemlendiği bu araştırma sonuçlarına göre; KOBİ'lerin yatırım projelerini değerlendirirken geri ödeme süresini daha çok kullandığını, yatırımların finansmanı açısından tercihlerinde banka kredileri öz kaynakların önüne geçtiğini, çalışma sermayesi yönetiminde nakit bütçesi ve ödenmeyen borçların izlenmesine önem vermekte olduklarını saptamıştır.

Aşıkoğlu ve Ögel (2006), İMKB’de 7 sektörde işlem gören 72 imalat işletmesinin 2001 Krizinin finansal yapısı üzerindeki etkilerini 1997-2003 yılları arasındaki altı yıllık finansal oranlarını incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuca göre; işletmelerin nakit oranı hariç tüm likidite oranlarında 2001 yılında kötüleşme olmuştur. Varlıkların finansmanında yabancı kaynak miktarının arttığı, yabancı kaynak içinde de kısa vadeli kaynakların yoğun olarak kullanıldığı saptanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, işletmelerin stok ve alacak devir hızları arttığı görülmüştür. Satışların artmasının yanı sıra, öz sermayedeki kayıplardan dolayı özsermaye devir hızı da artmıştır. Özsermaye kârlılığı % -6,7’ye düşmüş, toplam varlık kârlılığı da % -11 olarak gerçekleşmiştir.

Öz ve Güngör (2007), İMKB imalat sektöründe işlem gören 68 firmanın 1992-2005 yılları arasındaki 13 yıllık süreçte, çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasında ki ilişkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak brüt satış kârı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, alacakların devir süresi, stok devir süresi, ticari borç devir süresi ve net ticaret süresidir. Kontrol değişkenleri, satışlarda büyüme ve mali duran varlıkların aktiflere oranıdır. Sonuç olarak satışlardaki büyüme ve mali duran varlıkların aktiflere oranı ile firma kârlılığı arasında pozitif yönlü ilişki, mali borçlar ile kârlılık arasında ise negatif ilişki olduğu görülmüştür. Net ticaret süresi ile firma kârlılığı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Erdinç (2008), yaptığı çalışmada konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetimi analiz edilmiştir. Bu amaçla Antalya’da yer alan 5 yıldızlı konaklama işletmeleri incelenmiştir. Araştırma sonucunda konaklama işletmelerinin ihtiyatlı davrandıkları bu nedenle çalışma sermayesi finansmanında korumacı yaklaşımı tercih ettikleri gözlenmiştir. Araştırmada ayrıca konaklama işletmelerinde etkin bir nakit yönetimi sürecinin olmadığı ve geleceği tahmin etmenin zorluğundan kaynaklı çalışma sermayesi ihtiyacının doğru belirlenemediği görülmüştür.

Albayrak ve Akbulut (2008), İMKB sanayi ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmalardan tabakalı örnekleme yöntemiyle seçilen 55 adet firmanın 2004-2006 yılları arasında kârlılık düzeyinin; likidite, varlık kullanım etkinliği, sermaye yapısı, pazar değeri ve işletme büyüklüğü gibi farklı finansal alanlardan seçilen 18 farklı göstergeden hangisi ile anlamlılık gösterdiğini ve bu göstergelerle kârlılık göstergeleri arasındaki ilişkilerin yönünü araştırmaktır. Bu çalışmanın analizinde çoklu regresyon analiz yöntemi uygulanmıştır. Sonuç olarak, işletmelerin aktif kârlılık göstergelerinin iyileştirilmesi için toplam kaynaklar içinde yabancı kaynaklarını ve likidite oranlarını

göreceli olarak azaltmaları; işletme büyüklüklerini, stok devir hızlarını ve piyasa değerlerini arttırmaları gerektiği kanısına varılmıştır. Genel anlamda işletmelerde finansal yapının kârlılık üzerinde etkili olan en önemli faktörlerden biri olduğu tespit edilmiştir. Bu iki değişken arasındaki negatif ilişki finansman hiyerarşisi teorisini desteklemektedir.

Şen ve Oruç (2009), Nakit dönüşüm süresi ve bileşenleri ile karlılık arasındaki ilişkiyi hem genel örneklem hem de her bir sektör için ayrı bir model oluşturarak incelemiş ve nakit devir süresi, alacak devir süresi ve stok devir süresi ile karlılık arasında negatif yönlü, ticari borçların devir süresi ile karlılık arasında ise tekstil sektörü hariç diğer sektörlerde pozitif yönlü bir ilişki elde etmiştir.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010), çalışmasında İMKB imalat sanayi endeksinde faaliyet gösteren 154 firmanın 2005-2009 yılları arasındaki dört yıllık süreçte, çalışma sermayesi gereksinimlerini etkileyen değişkenlerin kriz öncesi ve kriz dönemlerinde neler olduğunu tespit etmeyi amaçlamıştır. Yapılan araştırmada, 2005-2007 yılları kriz öncesi dönem ve 2008-2009 yılları kriz dönemi olarak iki ayrı şekilde ele alınmıştır. Şirket verileri üçer aylık dönemler halinde incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre; kaldıraç oranı ve duran varlık oranındaki artış hem kriz öncesi hem de kriz dönemlerinde çalışma sermayesi gereksinimini azalttığı görülmüştür. Stok devir hızı ve Tobin Q değeri kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi gereksiniminin üzerinde herhangi bir etki göstermez iken kriz dönemlerinde çalışma sermayesi gereksinimini azalttığı kanısına varılmıştır.

Coşkun ve Kök (2011), araştırmalarında 1991-2005 yılları arasındaki çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini İMKB’de kayıtlı 74 firmanın 14 yıllık finansal verilerini kullanarak analiz etmişlerdir. Bu çalışmada, çalışma sermayesi yönetiminin ölçülmesinde en çok kullanılan değişkenin nakit dönüşüm süresi olduğu vurgulanmaktadır. Çalışma sonuçlarının diğer çalışmalarla karşılaştırılmasının kolaylaştırılması için aktif karlılığın (ROA) kullanıldığı belirtilmiştir. Fakat karlılığın ölçütü olarak brüt faaliyet karlılığının kullanılmasının daha doğru olduğu bazı çalışmalarda vurgulanmıştır (Deloof, 2003, s.573-584). Çalışmanın sonucunda nakit dönüşüm süresi ile karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır. Ayrıca karlılığın bir önceki yılın karlılığından bağımsız olmadığı araştırma sonuçları arasındadır.

Akbulut (2011), araştırmasında İMKB’de kayıtlı 127 imalat firması üzerine yaptığı araştırmada, çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerine etkisini incelemiştir.

Çalışmada bağımlı değişken olarak aktif karlılık kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise alacakların tahsil süresi, stokların dönüşüm süresi ve nakit döngüsüdür. Kontrol değişken olarak ise aktif büyüklüğü, büyüme oranı ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre çalışma sermayesi yönetimiyle karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Fakat bu negatif yönlü ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı düzeyde olmadığı belirtilmiştir. Araştırma sonucunda, firmanın aktif büyüklüğü, kaldıraç oranı ve net satışların büyüme oranıyla karlılık arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır.

Şahin (2011), İMKB’de kayıtlı olan sanayi endeksinde 140 adet firmanın 2005-2010 yılları arasında çalışma sermayesi politikaları ile performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 2005-2007 yılları kriz öncesi dönem, 2008-2010 yılları ise kriz sonrası dönem olarak iki ayrı şekilde incelenmiştir. Çalışmada firmanın aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve Tobin Q bağımlı değişkenleri kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise, dönen varlığın toplam aktife oranı ve kısa vadeli borçların toplam aktife oranıdır. Türkiye’deki imalat şirketlerinin performanslarını arttırabilmek için hem kriz dönemlerinde, hem de krizin yaşanmadığı dönemlerde koruyucu çalışma sermayesi yatırımı ve finansmanı politikalarını benimsemeleri daha faydalı olacağı kanısına varılmıştır.

Dursun ve Ayrıçay (2012), işletme sermayesi ile brüt kâr arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla İMKB’de kayıtlı 120 adet üretim ve ticaret işletmesinin yıllık verilerinden oluşan ve 1200 gözlem panel veri seti ile incelenmiştir. Çalışmada oluşturulan modellerde, İMKB’ye kayıtlı işletmelerde farklı değişkenlerle farklı düzeylerde ifade edilen işletme sermayesinin, brüt kârlılık oranları ile ilişkilerinin teorik beklentiyle uyumlu olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca kurgulanan modellerde, işletme sermayesi değişkenleri ile brüt kârlılık arasında negatif ilişki olduğu görülmektedir.

Poyraz (2012), çalışmasında işletme sermayesi yönetiminde finanslama stratejilerinin karlılık üzerindeki etkilerini ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu doğrultuda Akbank’ın finansal tablolarından elde edilen oranlar yardımıyla finanslama stratejisi ve karlılığı arasındaki ilişkinin düzeyi belirlenmeye çalışılmıştır. Korelasyon ve çoklu regresyon analiz yöntemleri uygulanmıştır. Özellikle cari oran değişimlerinin karlılık oranları üzerinde (ters yönlü olmak üzere) önemli bir etkiye sahip olduğu sonucunu ortaya koymuştur.

Çakır ve Küçük Kaplan (2012), İMKB’de işlem gören 122 üretim firması üzerine yaptıkları araştırmada çalışma sermayesi unsurlarının firma değeri ve karlılığı ne

şekilde etkilediğini araştırmışlardır. Çalışmada, firma karlılığının ölçüsü olarak aktif karlılığı (ROA) ve Özsermaye karlılığı (ROE) , firma değeri olarak da Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranları kullanılmıştır. Çalışmada bağımsız değişkenler olarak cari oran, asit-test oranı, nakit oranı, stok devir hızı ve alacak devir hızı kullanılmıştır. Kontrol değişken olarak aktif devir hızı ve kısa vadeli borç oranı kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda çalışma sermayesi unsurlarıyla özsermaye karlılığı arasında herhangi bir ilişki bulunmadığı belirtilmiştir. Diğer taraftan aktif karlılığı çalışma sermayesi unsurlarından etkilendiği görülmüştür. Bu araştırmada, stok devir hızı ile aktif karlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Ek olarak, kısa vadeli borçların toplam kaynaklar içindeki oranının aktif karlılığı negatif yönde güçlü bir şekilde etkilediği sonucuna varılmıştır. Çalışmada karlılığı etkileyen en önemli unsur olarak kısa süreli borçların toplam kaynaklar içerisindeki oranı olduğu kanısına varılmıştır.

Doğan ve Elitaş (2014), Borsa İstanbul'da (BIST) gıda sektöründe faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi gereksinimlerini belirleyen faktörleri tespit etmek amacıyla 2006– 2012 yılları arasını kapsayan 15 firma üzerinde yapmış oldukları araştırma sonucunda, firmaların nakit dönüşüm süresi, nakit akışı ve varlık karlılığı ile çalışma sermayesi oranı arasında pozitif ilişkinin olduğunu ancak kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü ile çalışma sermayesi oranı arasında negatif ilişkinin olduğunu ortaya koymuşlardır.

5.2. Yorum

Alan yazın taraması yapıldığında tartışma bölümünde değindiğim gibi firma karlılığı ile ilgili yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Yapılan çalışmalarda görüldüğü üzere değişken olarak nakit devir süresi, stok devir süresi, alacak tahsilat süresi, borç ödeme süresi kullanılmış ve çoğunlukla negatif yönlü ilişki söz konusudur. BIST'te işlem gören metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü üzerine yapmış olduğum araştırmada ise karlılık ölçütü olarak stok devir hızı, nakit dönüşüm süresi, varlıklar logaritması ve kaldıraç oranı değişkenleri kullanılmış ve yine negatif yönlü ilişki söz konusudur.

BÖLÜM VI

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Sonuç

Bu araştırmada, BİST’de imalat sektöründe yer alan 32 adet işletmenin çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu araştırma 2010-2017 yılları arasında BİST’de kesintisiz olarak yer alan metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren 32 tane işletmenin yıllık verilerinden oluşan toplamda 243 veri üzerine uygulanmıştır.

Bu araştırmanın veri analizinde tanımlayıcı analiz, korelasyon analizi, VIF, hausman ve çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Bunun için STATA 14.2 programı kullanılmıştır. Çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için araştırmada bağımlı değişken olarak aktif kârlılığı (ROA) ele alınmıştır. Analizde kullanılan bağımsız değişkenler çalışma sermayesi yönetimi değişkenlerinden kaldıraç oranı (KO), stok devir hızı (SDH) ve nakit dönüşüm süresi (NDS) olarak analize dahil edilmiştir. Firma büyüklüğü ise $\ln(\text{toplam aktifler})$ (VLOG) olarak araştırmaya dahil edilmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre stok devir hızı, nakit dönüşme süresi ve $\ln(\text{toplam aktifler})$ bağımsız değişkenleri ile istatistiksel olarak aktif kârlılığı (ROA) arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yani işletmenin aktif kârlılığı arttıkça aynı anda işletmenin stok devir hızı, işletmenin net ticari nakit dönüşme süresi ve firma büyüklüğü artmaktadır. İşletmenin aktif karlılığı arttıkça, negatif yönlü anlamlı bir ilişkiye sahip olan kaldıraç oranı da azalmaktadır. Ayrıca firma büyüklüğü değişkeninin aktif kârlılığı üzerinde pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Değişkenler arasındaki ilişki oranları ise çalışmanın bulgular kısmında gösterilmiştir.

Son olarak çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerindeki etkisini araştıran bu çalışmadaki metal eşya, makine ve gereç yapım firmalarının bilanço ve gelir tablolarından alınarak analiz sonucu elde edilen bulgularına dayanarak, analizde incelenen işletme yöneticilerinin firma kârlılığını artırmak amacıyla Firma büyüklüğünü artırma, stok devir hızını ve nakit dönüşme sürelerini arttırılma, kaldıraç oranının yani firma değer varlıkların borçlar ile finanse edilmesi olayını azaltma yönünde bir politika geliştirmesi düşünülebilir.

6.2. Öneriler

Çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığı imalat sektörünün alt dalı olan metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü alanında incelenen bu çalışmada firma büyüklüğü kontrol değişkeni olarak toplam aktifler logaritması alınmıştır. Kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğünü gösteren satışlar logaritması ve özsermaye logaritmasında yeni araştırma modelleri ile sınıanabilir. Ayrıca, örneklem genişletilerek imalat sanayi sektörünün diğer alt dalları üzerinde de bu çalışma yürütülebilir.



7. KAYNAKÇA

- Ademola, O. J. (2014). Working Capital Management And Profitability Of Selected Quoted Food And Beverages Manufacturing Firms İn Nigeria. *European Journal Of Accounting Auditing And Finance Research*, 2, 3.
- Agha H. (2014). Impact Of Workingcapital Management On Profitability. *European Scientific Journal*.
- Afza T., Ve Nazir, M.S. (2007). Is It Better to Be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital. *Paper presented At Singapore Economic Review Conference (SERC)*, Singapore, S.275-296.
- Akbulut, R. (2011). İMKB’de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma, *Istanbul University Journal Of The School Of Business Administration*, 195-206.
- Akgüç, Ö. (1995). Mali Tablolar Analizi, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Eğitim Ve Araştırma Vakfı Yayını, No:16.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, (7. Baskı) İstanbul: Avcıol Yayıncılık.
- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim*, (8. Baskı) İstanbul: Avcıol Basım Yayıncılık.
- Aksoy, A. ve Yalçın, K. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*, (4. Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.
- Alagöz, A. (1993). Sanayi İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi Ve Bir Uygulama, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Albayrak, A.S. ve Akbulut, R. (2008). “Kârlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi Ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Ss. 55-83.
- Arslan, Ö., (2003). ‘Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi Ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları,’ *Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi*.
- Aşıkoğlu, R. ve Ögel, S. (2006). “2001 Krizinin İMKB’de Hisse Senetleri İşlem Gören İmalat İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri”, Afyon: *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Ss. 1-18.
- Atioğlu, E. (2009). İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Üzerindeki Etkisi Ve Migros Türk T.A.Ş. Uygulaması, Muğla: Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Aytekin, S. (2006). Hastane İşletmelerinde Finansal Açından Stok Yönetiminin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

- Baltagi, B. (2001). *Econometric Analysis Of Panel Data*, 2nd Ed., UK: John Wiley & Sons Ltd.
- Baltagi, B.H., Bratberg, E. & Holmas, T.H. (2005). A Panel Data Study of Physicians' labor Supply: Tha Case of Norway. *Health Economics*, s. 1035-1045.
- Bayraktutan Y. Ve Demirtaş I. (2011), Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (22) 2011 / 2: 1-28
- Bhat, M.S. And RAU, A.V. (2008). "Managerial Economics And Financial Analysis", BS Publications.
- Bektöre, S. (1970). İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi, Ankara: Sevinç Matbaası.
- Blinder, Alan S & Louis J. Maccini (1991). *The Resurgence Of Inventory Research: What We Have Learned?* J. Ocansurvey, S.291-328.
- Berk, N. (2000). 'Finansal Yönetim', Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Brigham, E.F. And Houston, J. F., (2003). "Fundamentals Of Financial Management", 10th Edition. Mcgrawhill.
- Brealy, R, A., Myers S.C. ve Andmarcus A. J.,(1999). *İşletme Finansının Temelleri*, (2. Baskı), Çevirenler, Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. Ve Sevil, G. (1997). *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2. Baskı.
- Büyükkşalvarcı, A. ve Abdioğlu, H., 2010. Kriz Öncesi Ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama, *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*.
- Canbaş, S. Ve Vural, G. (2012). 'Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler Ve Problemler' Adana Karahan Kitabevi, 2. Baskı, Ekim 2012, S.103-113.
- Coşkun, E. Ve Kök, D. (2011). Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, S.75-85.
- Çakır, M. Ve Küçük Kaplan, İ. , (2012). İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri Ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000 – 2009 Dönemi İçin Analizi. *Muhasebe Finansman Dergisi*, Ocak 2012. S.69-86.
- Çubuk, Â. Ve Lazol İ. (2005). *Mali Tablolar Analizi*, (1.Baskı), Nobel Yayın Evi, Ankara.

- Deloof, M, (2003). Does working capital Management Affect Profitability Of Belgian Firms, *Journal Of Business Finance And Accounting*, S.573-587.
- Doğan M. ve Elitaş B. L. (2014). Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: Borsa İstanbul Gıda Sektörü Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe Bilim Dünyası*, 16, 2.
- Dursun, A. ve Ayriçay, Y., (2012), ‘Çalışma Sermayesi Kârlılık İlişkisinin İMKB Örneğinde 1996-2005 Dönemi Analizi,’ *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*.
- Erdoğan, Muammer. 1990, *İşletme Finansmanı*, Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Diyarbakır, Meslek Yüksek Okulu Yayınları.
- Erdoğan, Saliha Başak. 2008, "Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi Yönetiminin İncelenmesi", Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi, *İ.İ.B.F. Dergisi*, Ss. 223-236.
- Fabozzi, F. J., And Peterson, P. P., (2003). “*Financial Management And Analysis*”, 2nd Edition, John Wileyandsons, Inc., Publisher, New Jersey Canadas.
- Falope, O.I. Andajilore, O.T. (2009). Working Capital Management And Corporate Profitability: Evidence From Panel Data Analysis Of Selected Quoted Companies In Nigeria. *Research Journal Of Business Management*, S.73-84.
- Gholizadeh Khajeh, Sajjad (2014), Deri Sektöründeki Firmalarda Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Gönenli, A. (1988). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (6. Baskı), İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, İstanbul.
- Ganesan, V. (2007). ‘An Analysis Of Working Capital Management Efficiency In Telecommunication Equipment Industry’, *Rivier Academic Journal*.
- Gill, A., Biger N. & Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business And Economics Journal*.
- Irmak, Fazlı. (2016), Küresel Finansal Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sanayi Endeksinde Bir Çalışma, Denizli; Hitit Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi.
- İftikharmohammad (2013). Determinants Of Working Capital Management Efficiency: Case Study Of Pakistani Auto Motive And Engineering Firms Listed in Karachistock Exchange, *Research Journal Of Finance And Accounting*.

- Kaval, S. (2009). ‘Çalışma Sermayesi Yönetimi Ve Kayseri İmalat Sanayi Uygulaması’, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Kıracı, M. (2000). İşletmelerin Finansal Başarısızlığında Çalışma Sermayesi Yönetiminin Rolünün Oranlar Yardımı İle Tespiti Ve Ampirik Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Lorenzo, A. Preve - Virginia, Sarria-Allende ; 2010, ‘*Working Capital Management*’, Oxford University Press,2010.
- Lazaridis, L., Tryfonidis, D. (2006), “Relationship Between Working Capital Management And Profitability Of Listed Companies In Athensstock Exchange”, *Journal Of Financial Management And Analysis*, Ss.26-35.
- Makaran, M. M. (2015). The Relationship Between Working Capital Management And Corporate Performance: Evidence From Turkey. Sakarya University Institute Of Social Sciences, Sakarya.
- Mekonnen, M. (2011). The impacts Of Working Capital Management Of Firms Profitability. Addisababa university, Addisababa.
- Mathuva, D.M. (2010).The Influence Of Working Capital Management Components On Corporate profitability: A Survey On Kenyan listed firms. *Research journal Of Business Management*, S. 1-11.
- Özpeynirci, R. (2001). Yatırım Projeleri Kapsamında Mali Etüde Üzerine Bir Çalışma, *Sbe Dergisi Bahar*, Sayı:5, Muğla.
- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim* (2.Baskı), Türkmen Kitap Evi, İstanbul.
- Öz, Yaşar – Güngör, Bener (2007). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S 70.
- Paramasivan, C., Subramanian, T., (2009). ‘*Financial Management, 10th Edition*’, New Age International (P) Ltd., New Delhi.
- Poyraz, E., (2012), ‘İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Oranları Üzerindeki Etkisi (Akbankt.A.Ş. Uygulaması),’ *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, Ss.47-56.
- RAO, M. E. T., (2006). “Accounting And Financial Management For BCA And MCA”, New Age International (P) Ltd., New Delhi.
- Raheman, A.,Nasr, M., (2007).Working capital Management And profitability- Case Of Pakistani firms. *International Review Of Business Research papers*, S.275-296.

- Salawu, R.O. (2006). Industry practice and aggressive conservative working capital policies in nigeria. *European journal OF Scientific research*.
- Salur, M.N., 2010. *Kobilerde Çalışma Sermayesi Yönetimi Ve Bir Uygulama*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe - Finansman Bilim Dalı, Konya.
- Sharma, A. K. & Kumar S. (2011). Effect Of Working Capital Management On Firm Profitability: Empirical Evidence From India. *Global Business Review*, s.12.
- Sarıaslan, H Ve C. Erol, (2008), *Finansal Yönetim Kavramlar Kurumlar Ve İlkeler*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Smith, V. Keith. 1979, "*Guide To Working Capital Management*", New York: Mcgrawhill Book Company.
- Sevilengül, O. (2005), *Genel Muhasebe* (12. Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.
- Şahin, O. (2011), "İMKB"ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları Ve Firma Performansı İlişkileri", Eskişehir: *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Ss. 123-141.
- Şen, M., Ve Oruç, E. (2009). Behavioral Dimension Of Cross-Sectoral Capital Structure Decisions: ISE (Istanbul Stock Exchange) Application, *International Research Journal Of Finance And Economics*, s.33-41.
- Türko, M. (1994). *Finansal Yönetim*, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:765, İktisadi İdari Bilimler Yayınları, Erzurum.
- Taşlıca, A. O. (1994). *İşletmelerde Nakit Yönetimi*, Türk Dünya Araştırma Vakfı Yayınları, Eskişehir.
- Ukaegbu B. (2014). The Significance Of Working Capital Management In Determining Firm Profitability: Evidence From Developing Economies In Africa. *Research in International Business And Finance*, s.31.
- Usta Ö. (2002), *İşletme Finansı Ve Finansal Yönetim*, Anadolu Matbaası, İzmir.
- Uremadu, S.O., Egbide, B.C. Andenyi, P.E. (2012). Working Capital Management, Liquidity And Corporate Profitability Among Quoted Firms in Nigeria: Evidence From The Productive Sector, S.80-97
- Yükçü, S. Vd, (1999). *Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, İzmir.

Ek 2: Metal, Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Firmalar Listesi

1	ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
4	AYES	AYES ÇELİK HASIR VE ÇİT SANAYİ A.Ş.
5	BALAT	BALATACILAR BALATACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
6	BNTAS	BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş.
7	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8	DITAS	DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.
9	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
10	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.
11	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.
13	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
14	FORMT	FORMET ÇELİK KAPI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
16	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
17	JANTS	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
18	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
19	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
20	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	MAKTK	MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.
22	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
23	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.
24	SAFKR	SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK KLİMA SOĞUK HAVA TESİSLERİ İHRACAT İTHALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
25	SILVR	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
26	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
27	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
28	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
29	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
30	ULUSE	ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
31	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
32	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Ek 3: Hausman Testi Model 1

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
KALDIRAÇOR~I	-.2400364	-.1914794	-.048557	.0386651
varliklarlog	.1438135	.0460533	.0977602	.0253284
NAKİTDÖNÜŞÜM	.0000258	.000024	1.81e-06	5.36e-07

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 15.12
 Prob>chi2 = 0.0005

Ek 4: Hausman Testi Model 2

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
KALDIRAÇOR~I	-.2568651	-.2170135	-.0398516	.0355532
varliklarlog	.0934384	.0361652	.0572732	.0227973
STOKDEVİRH~I	.0098513	.009604	.0002473	.0001427

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 6.55
 Prob>chi2 = 0.0878

Ek 5: Regresyon Analizi Model 1

```
. xtreg roal KALDIRAÇORANI varliklarlog NAKİTDÖNÜŞÜM, fe vce (robust)
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      227
Group variable: id                    Number of groups =      32

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.6709                    min =          1
    between = 0.3708                   avg =         7.1
    overall = 0.4207                   max =          8

                                F(3,31)      =      17.26
corr(u_i, Xb) = -0.6939              Prob > F      =      0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 32 clusters in id)

roal	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KALDIRAÇORANI	-.2400364	.0804183	-2.98	0.005	-.4040505	-.0760223
varliklarlog	.1438135	.0404531	3.56	0.001	.0613088	.2263182
NAKİTDÖNÜŞÜM	.0000258	4.12e-06	6.26	0.000	.0000174	.0000342
_cons	-1.074291	.310267	-3.46	0.002	-1.707084	-.4414969
sigma_u	.11999876					
sigma_e	.06363916					
rho	.78048666	(fraction of variance due to u_i)				

Ek 6: Regresyon Analizi Model 2

```
. xtreg roal KALDIRAÇORANI varliklarlog STOKDEVİRHIZI , re vce (robust)
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       227
Group variable: id                     Number of groups =        32

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.6923                      min =           1
    between = 0.5641                     avg =           7.1
    overall = 0.6296                      max =           8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(3)    =    180.35
                                           Prob > chi2     =     0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 32 clusters in id)

roal	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
KALDIRAÇORANI	-.2170135	.0495812	-4.38	0.000	-.3141909	-.1198361
varliklarlog	.0361652	.0145327	2.49	0.013	.0076816	.0646488
STOKDEVİRHIZI	.009604	.0010297	9.33	0.000	.0075857	.0116222
_cons	-.1732944	.0956668	-1.81	0.070	-.3607978	.014209
sigma_u	.06388918					
sigma_e	.06081374					
rho	.52464716	(fraction of variance due to u_i)				

9. ÖZGEÇMİŞ

Özge Nur ÇERÇEL

Kişisel Bilgiler

E-mail : ozgenur.sahin@gmail.com Telefon: 0532 526 88 91

Adres: Şambayadı mah. 90056 sok. Saklıkent sitesi no:39 Çukurova/ADANA

Doğum Tarihi: 23.04.1991

Doğum Yeri: MERSİN

Medeni Durum: EVLİ

Ehliyet: B sınıfı/ aktif

Eğitim Bilgileri

2016-2018 **Çağ Üniversitesi, Tarsus, Mersin**

İşletme Yönetimi (TEZLİ)

2010-2015 **Çağ Üniversitesi, Tarsus, Mersin**

Uluslararası Ticaret Burslu (Öğretim dili İngilizce)

2013-2014 **Radom Academy of Economics, Polonya**

Uluslararası Ticaret (Erasmus Programı)

02/05 – 2015 **UASC Gemi Acenteliği AŞ – Mersin Pazarlama Departmanı Stajeri**

Rakip ve Pazar Analizi Raporlaması,Aylık ihracat raporlarının düzenlenmesi

16/17-05-2014 **Liderliğin ve Girişimciliğin Altın Kodları, Sertifikalı**

(Düşünme hataları ve Doğru Karar Verme Teknikleri, Kriz Ortamında Stres Yönetimi,Duygusal ve Düşünsel Denge Liderlik ve Etik,Liderlikte Öğrenme ve Değişime Açıklık)

7- 9/2012 **Rochester Institute Of Technology University (RIT) United States**

(İngilizce Eğitimi)

12/2012 **European Business Development Programs Semineri Management**

Techniques and Strategic Planning, organised by EDUCON

12/2010 **European Business Development Programs Semineri** Management
Techniques and Strategic Planning, organised by EDUCON

Yabancı Diller

İngilizce (yazma-okuma-konuşma) : iyi seviye (Üniversite zorunlu eğitim ve USA)

Rusça (yazma-okuma-konuşma) : başlangıç seviyesi (Üniversite seçmeli ders)

