

**ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**BİST YILDIZ ENDEKSİNDE İŞLEM GÖREN
FİRMALARIN KÂRLİLİKLERİNE ETKİ EDEN
ÇALIŞMA SERMAYESİ FAKTÖRLERİ**

Türker İlker Deniz

Zonguldak 2020

**ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**BİST YILDIZ ENDEKSİNDE İŞLEM GÖREN
FİRMALARIN KÂRLİLİKLERİNE ETKİ EDEN
ÇALIŞMA SERMAYESİ FAKTÖRLERİ**

**Hazırlayan
Türker İlker Deniz**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğretim Üyesi Berk Yıldız**

Zonguldak 2020

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

... / ... / 2020

Türker İlker Deniz

ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalında 175282101007 numaralı Türker İlker DENİZ' in hazırladığı “**BİST Yıldız Endeksinde İşlem Gören Firmaların Kârlılıklarına Etki Eden Çalışma Sermayesi Faktörleri**” konulu ~~DOKTORA~~/YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 22/07/2020 Çarşamba günü saat 11:00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin onayına ~~OYBİRLİĞİYLE/OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

Başkan _____

Dr. Öğretim Üyesi Hakan VARGÜN

Üye _____

Dr. Öğretim Üyesi Ersin AÇIKGÖZ

Üye _____

Dr. Öğretim Üyesi Berk YILDIZ (Danışman)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

...../...../2020

Doç. Dr. Ertuğrul YILDIRIM
Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurum	: ZBEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı
Tez Başlığı	: BİST Yıldız Endeksinde İşlem Gören Firmaların Kârlılıklarına Etki Eden Çalışma Sermayesi Faktörleri
Tez Yazarı	: Türker İlker Deniz
Tez Danışmanı	: Dr. Öğretim Üyesi Berk Yıldız
Tez Türü, Yılı	: Yüksek Lisans Tezi, 2020
Sayfa Adedi	: 83

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul (BİST) Yıldız Endeksinde işlem gören firmaların kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin tespit edilmesidir. Dolayısıyla, 2010-2018 dönemindeki yıllık verilerini kapsayan bir veri seti oluşturulmuş ve söz konusu dönemde BİST Yıldız Endeksine kota olmuş firmaların kârlılıklarını etkileyebilecek çeşitli çalışma sermayesi faktörleri panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre BİST Yıldız Endeksi işletmelerin hem varlık hem de öz sermaye kârlılıkları üzerinde varlık devir hızı, stok devir hızı, cari varlıkların toplam varlıklara oranı ve firma büyüklüğü değişkenlerinin pozitif, finansal kaldıraç oranının ise negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.

Anahtar Kelimeler: Çalışma Sermayesi, Kârlılık, BİST Yıldız Endeksi.

ABSTRACT

Institution : ZBEU Institute of Social Sciences, Department of Management
Title : Working Capital Factors Affecting the Profitability of Firms Traded in BIST Stars Index
Author : Türker İlker Deniz
Adviser : Assist. Prof. Berk Yıldız
Type of Thesis, Year : MSc. Thesis, 2020
Total Number of Pages : 83

The purpose of this study is to determine the working capital factors affecting the profitability of firms traded in the Borsa İstanbul (BIST) Stars Index. Therefore, a data set covering the period of 2010-2018 was created and various working capital factors that could affect the profitability of the firms that were quota to the BIST Stars Index were analyzed using the panel data method.

The findings showed that asset turnover ratio, inventory turnover ratio, current assets to total assets ratio and firm size have a positive effect on the profitability of firms that have traded in BIST Stars Index contrary to financial leverage.

Keywords: Working Capital, Profitability, BIST Stars Index.

ÖN SÖZ

Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans programı kapsamında yapılan bu çalışmada, Borsa İstanbul'da yer alan BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin karlılığına etki eden çalışma sermayesi unsurları incelenmiştir. Bu amaçla kurulan model panel veri yöntemi ile sonuçlandırılmıştır.

Bu çalışma süresi boyunca her anında desteklerini esirgemeyen ve finans konusunda ufkumu açan değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Dr. Öğretim Üyesi Berk Yıldız'a, hayatımın her anında yanımda olan ve desteklerini her zaman hissettiren canım annem Sevdiye Deniz'e, ablalarım Zehra ve Zuhâl Deniz'e ve sevgili dostlarıma teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
ÖN SÖZ	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
TABLolar LİSTESİ	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1
1.ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI, ÖZELLİKLERİ VE ÇEŞİTLERİ ..4	
1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı	4
1.2. Çalışma Sermayesinin Önemi	5
1.2.1. Çalışma Sermayesi Yönetimine Ayrılan Süre	7
1.2.2 Çalışma Sermayesine Yatırılan Tutarların Büyüklüğü.....	7
1.2.3. İş Hacmi ile Çalışma Sermayesi Arasındaki ilişki	8
1.2.4. Çalışma Sermayesi ile Karlılık Arasındaki İlişki	9
1.2.5. Küçük İşletmeler Açısından Çalışma Sermayesinin Önemi	9
1.3.Çalışma Sermayesi Özellikleri.....	10
1.3.1.Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olması.....	10
1.3.2. Çalışma Sermayesi Unsurları Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olması	11
1.3.3.Çalışma Sermayesi Unsurlarındaki Değişmeler Birden Gerçekleşmez ve Birlikte Meydana Gelmezler	12
1.4. Çalışma Sermayesi Çeşitleri	12
1.4.1.Brüt ve Net Çalışma Sermayesi.....	12
2.YAZIN TARAMASI.....	16
2.1. Gelişmiş Ülkelerde Çalışma Sermayesi Yönetimi Hakkında Yapılmış Çalışmalar	16
2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışma Sermayesi Yönetimi Hakkında Yapılmış Çalışmalar	22
2.3.Türkiye de Çalışma Sermayesi Yönetimi Hakkında Yapılmış Çalışmalar ..27	

3. İŞLETMELERİN ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER	33
3.1 Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler.....	34
3.1.1. İşletmenin Tipi, Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü.....	34
3.1.2. Cari Aktif ve Pasif Kalemlerin Devir Hızı	36
3.1.3. Tedarik ve Satış Şartları	37
3.1.4. İşletmenin Likidite Durumu	38
3.1.5. Stok Değerleme Metodları	39
3.1.6. İşletmenin Kapasitesi ve Kullanma Derecesi	40
3.1.7. Üretim Süresi.....	40
3.1.8. İşletmelerin Temettü ve Büyüme Politikaları.....	41
3.1.9. İşletme Gelirlerinin Dalgalanma Dereceleri.....	42
3.1.10. Satıcı Kredilerinden Yararlanma Derecesi	42
3.1.11. Sermaye Maliyeti.....	43
3.1.12. Amortisman Politikaları	43
3.1.13. İşletme Yöneticilerinin Risk Karşısındaki Tutumları.....	44
3.2. Çalışma sermayesi İhtiyacını Etkileyen Dış Faktörler	45
3.2.1. Vergi Uygulamaları	45
3.2.2. Enflasyon, Konjoktürdeki Değişmeler ve Dönemsel Dalgalanmalar...	46
3.2.3. Teknolojik Değişmeler	47
3.2.4. Yatırım Teşvikleri Tedbirleri	48
3.2.5. Finans Kurumlarının ve Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi.....	49
3.3. Finansal Oran Analizi İle Çalışma Sermayesi Unsurları Arasındaki İlişki.	50
3.3.1. Likidite Oranları	51
3.3.3. Karlılık Oranları	55
3.3.4. Finansal Yapı Oranları	57
4. METODOLOJİ.....	59
4.1. Model ve Veriler	59
4.2. Panel Veri Yöntemi Seçimi.....	61
5.1. Çoklu Doğrusal Bağlantı (Multi-Collinearity).....	63
5.2. Otokorelasyon Testi	66
5.3. Değişen Varyanslılık (Heteroskedasite) Testi.....	66
SONUÇ	72
KAYNAKÇA.....	74
ÖZ GEÇMİŞ	83

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1: Çalışma Sermayesi Dönüşümü.....11



TABLULAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 4.1. Değişkenlere İlişkin Açıklamalar	60
Tablo 5.1. Değişkenlere İlişkin VIF Değerleri	63
Tablo 5.2. F-Testi Sonuçları	64
Tablo 5.3. Breusch & Pagan LM Testi Sonuçları.....	65
Tablo 5.4. Hausman Testi Sonuçları.....	65
Tablo 5.5. Otokorelasyon Testi Sonuçları	66
Tablo 5.6. Değişen Varyans Testi Sonuçları	66
Tablo 5.7. Modellere İlişkin Panel Regresyon Sonuçları	67



KISALTMALAR LİSTESİ

BİST	: Borsa İstanbul
CEO	: Chief Executive Officer
EVA	: Ekonomik Katma Değer
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KAP	: Kamuoyunu Aydınlatma Platformu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
ROA	: Return on Assets
ROE	: Return on Equity
TDK	: Türk Dil Kurumu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VIF	: Variance Inflation Factor
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

İşletmelerin rekabet edebilme güçleri her geçen gün daha zorlu sınavlar ile test edilmektedir. Zira hızla gelişen teknoloji, işletmelerin uluslararası piyasalarda faaliyet gösterebilme yeteneklerini oldukça artırmaktadır. Üstelik yoğun rekabet ortamı firmaları yeni talep kaynaklarına ulaşma, daha kârlı piyasalarda faaliyet gösterme, ölçek ekonomilerinden daha iyi faydalanma veya uluslararası çeşitlendirme ile riski dağıtarak, istikrarlı nakit akışı sağlayacak faaliyetleri planlama ve yürütmeye sevk etmektedir. Ancak tüm bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için işletmelerin kaynaklarını artırmaları gerekmektedir. Çünkü işletmelerin hem rekabet güçlerini hem de kârlılıklarını artırabilmeleri satışların artmasıyla olanaklıdır. Bununla beraber, satışların artırılabilmesi için stoklara, alacaklara ve nakit ve nakit benzeri varlıklara gereksinim vardır ki, tüm bu varlıklar çalışma sermayesinin temel bileşenlerini oluşturmaktadır.

Öte yandan, işletmelerin mal veya hizmetlerin üretimine başlanıp, bu ürün ve hizmetlerden gelir elde edilmesine kadar geçen süreçte üretim unsurlarına bağlanan fonlara çalışma sermayesi denilmektedir ve çalışma sermayesi yönetimi en düşük maliyetle en yüksek verimi sağlayacak finansmanı içerir. Başka bir deyişle, çalışma sermayesi, firma faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kullanılan ve kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklardır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 5). Bununla birlikte, işletmelerin faaliyetlerini başarılı bir şekilde yürütebilmeleri, varlık yatırımlarını etkin ve verimli bir şekilde yönetebilmelerine bağlıdır. Sözü edilen varlıklar ise ya borçlanma ya da öz kaynaklarla finanse edilmektedir. Diğer yandan, bir firmanın toplam varlıklarının ne kadarının borç ne kadarının öz kaynaklarla finanse edildiğini ölçmekte kullanılan oranlardan biri öz kaynak çarpanıdır. Esasen bu oran varlıkların finansmanında yüklenilen riskin bir göstergesidir. Bununla birlikte, düşük öz kaynak çarpanı olan firmalarda varlıklar çoğunlukla hissedarlar tarafından finanse edilmektedir. Ancak bilindiği üzere borçlanma yoluyla finansmanın maliyeti öz kaynak yoluyla finansman sağlama maliyetinden daha düşüktür. Fakat yüksek borç oranı ile faaliyetlerini yürüten firmalar, satışlarda meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı aşırı duyarlıdırlar. Zira özsermaye çarpanının artması toplam varlıkları içerisindeki borç düzeyinin de arttığını gösterir. Bu da işletmeler için daha fazla finansal kaldıraç anlamına gelir ki, yüksek borç yükünü ifade eden bu finansman yöntemi işletmelerin optimum

çalışma koşullarını sürdürebilmek için daha fazla ve istikrarlı bir nakit akışı yaratmak zorunda kalacaklarını göstermektedir.

Akademik çalışmalar açısından çalışma sermayesi yönetimi konusu her zaman önemli ve güncelliğini koruyan bir konudur. Zira işletmelerin sürekliliklerini etkin ve verimli bir şekilde devam ettirebilmeleri cari faaliyetlerini yürütmeleri ile doğru orantılıdır. Bu konuda yapılan çalışmaların büyük bir kısmı imalat sektörünü kapsar. BİST Yıldız Endeksi üzerine bir çalışmaya yapılan literatür çalışmasına karşılaşılmamıştır. Literatürdeki bu yetersizliğin giderilmesi adına konu ayrıntılı incelenerek çalışma sermayesi yönetimin firma karlılığına üzerindeki etkisi araştırılmaktadır.

Dolayısıyla bu çalışmanın amacı, pay senetleri Borsa İstanbul (BİST) Yıldız Endeksinde veya diğer bir ifadeyle Yıldız Pazar'da işlem gören işletmelerin finansal yönetim performanslarına ilişkin bir değerlendirme yaparak, işletmelerin kârlılıklarını etkileyen çalışma sermayesi faktörlerini tespit etmektir. Ancak bu pazarda bir firmanın işlem görebilmesi için bazı kıstaslar bulunmaktadır. Bu kıstaslardan ilki *halka arz edilen payların değerinin* asgari 150.000.000-TL olmasıdır. İkinci kıstas ise Yıldız Pazar Endeksinde işlem görecekt işletmelerin son 2 yıl içerisinde *bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı* elde etmiş olmaları gerektiğidir. Ayrıca bu işletmelerin yine *bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki Özsermaye / Sermaye Oranları*'nın da 1'den büyük olması gerekmektedir (BİST, 2019). Bilindiği üzere firmanın belirli bir tarihte varlıklarından bütün borçlarını ödedikten sonra geriye kalan varlıkları firmanın özsermayesinin karşılığıdır ve sermaye kavramıyla özsermaye kavramı birbirinden farklıdır. Zira sermaye firmaya ortaklar tarafından tahsis edilen miktarken özsermaye varlıklardan borçların çıkarılması sonucu elde edilen miktardır. Dolayısıyla, özsermaye kapsamına; kâr, zarar, sermaye yedekleri, kâr yedekleri olmak üzere her şey dâhildir. Başka bir ifadeyle, firma faaliyetleri kârla sonuçlanıyorsa özsermaye > sermaye; firma faaliyetleri zararlı sonuçlanıyorsa sermaye > özsermaye olur. Dolayısıyla, bu çalışmada *bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki Özsermaye / Sermaye Oranı* 1'den büyük, başka bir deyişle yüksek özsermaye oranına sahip kârlı işletmelerin çalışma sermayesi faktörleri ile kârlılıkları arasındaki ilişki analiz edilmektedir.

Bununla birlikte, çalışma altı bölümden oluşmakta olup, giriş kısmında çalışma sermayesi kavramı ve yönetimi ile BİST Yıldız Endeksi işletmelerine ilişkin genel bilgilere yer verilmiştir. İkinci bölümde firmaların kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörleri üzerine Türkiye’de ve dünyada yapılmış çalışmalara kronolojik olarak değinilen bir yazın taraması yapılmış, üçüncü bölümde işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacına etki eden faktörler hakkında genel bilgilere yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise sırasıyla, çalışmaya konu olan işletmelere ait veri setine, değişkenlere, modellere, uygulanan yöntemlere yer verilmiştir. Beşinci bölümde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise, elde edilen sonuçlar analiz edilerek, BİST Yıldız Endeksi işletmelerin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörleri hakkında genel bir değerlendirme yapılmıştır.



1. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI, ÖZELLİKLERİ VE ÇEŞİTLERİ

Çalışmanın bu bölümünde çalışma sermayesi kavramının açıklanması, çalışma sermayesinin özellikleri ve son olarak çalışma sermayesinin çeşitleri konularına yer verilmiştir.

1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı

Çalışma sermayesi işletmenin cari varlıklarını ifade etmek için geliştirilmiş bir terimdir. İlk önceleri, tarıma dayalı sanayi işletmelerinin hasat mevsimi ile başlayan ve bir sonraki hasat mevsimine kadar devam eden para gereksinimini ifade etmek amacıyla kullanılmaya başlamıştır. Sanayinin tarıma dayalı olma özelliği zaman içinde değişip tarım dışı sanayi kolları ortaya çıktığında sabit varlık yatırımı dışında işin sürdürülebilmesi için bir miktar paranın benzer kalemlere bağlanması gereği devam edince çalışma sermayesi finans literatüründeki yerini almıştır (Gönenli, 1988: 401). Çalışma sermayesi, kısa bir süre içerisinde nakit paraya dönüştürülebilir varlıklar, cari aktifler, dönen varlıklar, mütedavil kıymetler olup işletmelerin borçlarını karşılayabilme gücü olarak da adlandırılmaktadır. Çalışma sermayesini, üretime yalnızca bir defa girip, üretim sırasında tükenerek veya şekil değiştirerek, mamul madde durumuna gelen ve mamullerin satılması ile de firmaya para olarak geri dönen varlıklar şeklinde tanımlamak da mümkündür (Atioğlu, 2009: 4). Bir başka tanımda ise, bir işletmenin nakit, elden çıkarılabilir menkul varlıklar, alacaklar ve stoklara yaptığı toplam yatırımdır ve işletmenin kısa vadeli aktif yatırımlarından kısa vadeli borçların çıkarılması ile elde edilen tutar ise net çalışma sermayesi olarak denilmektedir. (Türko, 1999: 231).

Akgüç' ün (2010), çalışma sermayesi tanımlaması ise;

“Çalışma sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretime kesintisiz devam edebilmesi iş hacmini genişletebilmesi, likidite riskini azaltılması, kredi değerliliğinin artırılması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmemesi ve faaliyetlerini karlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açılarından büyük önem taşımaktadır” (Akgüç, 2010: 204).

Dünden bugüne işletmelerin kurulmalarındaki amaç ulaşabilecekleri en yüksek seviyedeki karlılıktır. Bu karlılığa ulaşabilmek için işletmelerin elinde bulundurdukları varlıkları verimli bir şekilde kullanmaları gerekmektedir. Varlıkların verimli bir şekilde kullanılması için ise, teknolojik gelişmelerin takip

edilmesi ve ekonomik koşullarında incelenerek bu teknolojik gelişmeleri etkin yatırım ve finansman politikaları uygulanmasında kullanılması gerekmektedir. Bundan dolayı, yatırım ve finansman politikalarının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için yeni sermaye ihtiyacı ortaya çıkmakta olup bu ihtiyacı karşılayabilmekte, işletmelerin günlük faaliyetlerini devam ettirebilmeleri açısından oldukça önemlidir. İşletmelerin üretimden satışa kadar olan süreçte ortaya çıkan yeni sermaye ihtiyacını karşılayabilmek için ise, kısa bir zaman içerisinde paraya dönüşebilme özelliğine sahip varlıkları kapsayan çalışma sermayesi unsurlarını kullanmaktadırlar.

Çalışma sermayesi finans yöneticilerinin, iş hayatlarındaki zamanlarının çoğunu günlük faaliyetlere ayırdığı düşünüldüğünde işletmelerin uzun dönemlerde başarılı olmaları için gerekli olan kısa dönemli planların başarılı bir şekilde yerine getirilmesi gerekir.

Çalışma sermayesinin unsurları bulunmaktadır. Bu unsurlar çalışma sermayesi varlık unsurları ve kaynak unsurları olarak iki bölümde incelenmektedirler. Çalışma sermayesi varlık unsurları hazır değerler, menkul kıymetler, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, diğer dönen varlıklar gibi kalemler oluşturmaktadır. Çalışma sermayesi kaynak unsurlarını ise mali borçlar, ticari borçlar, diğer borçlar, alınan avanslar, yıllara yaygın inşaat ve onarım hak edişler, borç gider karşılıklar, gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları ve diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar gibi kalemler çalışma sermayesinin kaynak unsurlarıdır. Çalışma sermayesi, işletmelerin bilançolarında tek bir kalem olarak görülmemektedir. Çalışma sermayesini oluşturan unsurlar para, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar, krediler ve diğer dönen varlıklar bilançolarda dönen varlıklar, cari aktifler ve döner değerler gibi isimlendirilen bilanço başlıkları altında yer almaktadır.

1.2. Çalışma Sermayesinin Önemi

Çalışma sermayesi üzerine yapılan çalışmalara ilişkin literatürde çalışma sermayesinin önemi beş ana nokta altında incelenmektedir. Bunlar çalışma sermayesine ayrılan süre, yatırılan tutarların büyüklüğü, iş hacminin büyüklüğü, karlılık arasındaki ilişki ve küçük işletmeler açısından önemini vurgulamaktadır.

İşletmelerinin amaçlarının elde edilmesin çalışma sermayesi yönetimi çok önemli bir işlevi bulunmaktadır. Çalışma sermayesi işletmenin, üretimin sürekliliği, tam kapasite ile çalışabilmesi, geniş iş hacmi yakalanabilmesi, işletme yükümlülüklerinin yerine getirilebilmesi, kredibilitesinin arttırılabilmesi ve olağanüstü durumlarda finansal açıdan zarar görmemesi için büyük önem taşımaktadır (Kolb, 1983: 152).

Ayrıca, toplam varlıklar içinde duran varlıkların fazla olduğu üretim işletmelerinde sermaye bütçelemesi kararları büyük önem taşımaktadır. Yeterli düzeyde çalışma sermayesinin gerçekleşmemesi durumunda işletme iflas riski ile karşı karşıya kalabilmekte ve işletmenin yapmış olduğu yatırımlar tehlikeye girmektedir. Bu durum çalışma sermayesi yönetiminin işletmeler açısından nedenli önemli olduğunu göstermektedir (Çakır ve Küçükkaplan, 2012: 70).

Yukarıda değinilen noktalar göz önüne alındığında, işletmelerin temel amacının kar elde etmek olduğu ve küreselleşen dünyada pazarların artmasıyla beraber rekabetinde uluslararası boyuta taşındığı anlaşılmaktadır. Bundan dolayı işletmeler faaliyetlerini geliştirmek için yatırımlar yapma gereksinimi ortaya çıkmakta ve bu yatırımların gerçekleştirilmesi için yeni bir sermaye ihtiyacı söz konusu olmaktadır. Bu sermaye ihtiyacını finanse edilmek için işletmeler iki ana yola başvurumaktadırlar. Bu yollar, kendi öz sermayelerinden ve yabancı kaynaklardan (Borçlanma) finanse etmektir. Bu nokta çalışma sermayesi yönetiminin önemi ortaya çıkmaktadır. Çünkü aşırı veya eksik çalışma sermayesi düzeyi işletmenin karlılığı ve verimliliği üzerinde negatif sonuçlar doğurmaktadır. İşletmeler gereğinden fazla borçlanma yaptıysa bu durum fazladan finansman maliyetine yol açmaktadır. Buradan hareketle işletmeler etkin bir çalışma sermayesi yönetimi politikası izlemelidirler. Yeterli bir çalışma sermayesi miktarı yoksa işletmeler kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememekle beraber iflas noktasına kadar gelebilmektedirler.

Genel anlamda işletmeler açısından çalışma sermayesinin önemini belirtirken; işletmelerin dinamik yapısının ve para döngüsünün devamlı değişmesinden ötürü finans yöneticilerin büyük bir zamanını aldığını, iş hacminin çalışma sermayesi miktarıyla doğru orantılı olduğunu, dönen varlıkların miktarının duran varlıkları geçtiği işletmelerde çalışma sermayesi yönetiminin daha önemli

olduğunu, karlılık arasında güçlü bir ilişkinin varlığını ve küçük işletmeler varlıklarını devam ettirebilmek için çalışma sermayesi yönetimine daha çok önem vermesi gerektiğini belirtebiliriz.

1.2.1. Çalışma Sermayesi Yönetimine Ayrılan Süre

Çalışma sermayesi yönetimi zaman almaktadır. Bunun nedeni ise işletmeler için oldukça önemli olduğundan dolayı aşırı dikkat gerektirmesidir. Finans yöneticilerinin günlük işlerinde zamanlarını en çok çalışma sermayesi yönetimi işlemlerine ayırmaktadırlar.

Çalışma sermayesi yönetimine ayrılan zaman çok önemlidir. Finans yöneticisi, ayrılacak zamanı çok iyi ayarlamalıdır. Çünkü gereğinden az zaman ayırmak faaliyet kesintilerine bu da maliyetin artmasına neden olacaktır. Çalışma sermayesi işletmenin kredibilitesi açısından bu çok önemlidir. Kredi talebinden bulunan işletmelerin çalışma sermayesi durumu inceleme altına alınmaktadır. İyi bir çalışma sermayesi yönetimi işletme dışına güven vermektedir. Özellikle öz kaynakları yetersiz olan ve ticari ve banka kredilerine başvuran küçük ölçekli işletmeler için bu durum çok önemlidir.

1.2.2 Çalışma Sermayesine Yatırılan Tutarların Büyüklüğü

İşletmelerin çalışma sermayelerine yaptıkları yatırımının miktarı birbirlerinden farklılık göstermektedir. Buldukları sektör, ekonomik şartlar, faiz oranları işletmenin satış hacmi gibi içsel ve dışsal faktör bu farklılığa neden olarak sayılabilmektedir.

İşletmelerin temel amaçları kar elde etmektir. Bu amaç doğrultusunda işletmeler kar elde etmek için mal veya hizmet üretmektedir. İşletmeler mal ve hizmet üretmek için çeşitli kaynaklardan fonlar elde ederek çeşitli carlıklara yatırım yapmaktadırlar. İşletmelerin faaliyetlerinin devamlılığı için üretimi sağlayabilecek demirbaşlara ve uzun süreli kullanılacak sabit varlıklara ihtiyaç duymaktadırlar. Yalnız işletmelerin üretim faaliyetlerinin devamlılığını sağlayabilmesi için sadece sabit varlıkların olması yeterli olmamaktadır. Sabit varlıkların yanında ayrıca hammadde, işçiliğe, stoklara, elektrik, su, doğal gaz vb. günlük giderlerini karşılayabilmesi için nakit değerlere ve müşterileri finanse edebilmek için

alacaklara kaynak ayırmasına ihtiyaç duymaktadırlar (Aksöyek ve Yalçiner, 2011: 197).

Çalışma sermayesine yapılacak yatırımların miktarının belirlenmesi işletme açısından büyük önem arz etmektedir. İşletmeler yanlış tahmin ve hesaplamalar ile çalışma sermayesi ayırırlarsa işletmenin başlangıçta elinde bulundurduğu nakit değer kaybeder ve bu durum işletmelerin değerlerini olumsuz etkiler. Bu çerçevede iyi finans yöneticisi işletmesinin finans politikalarını göz önünde bulundurarak içsel ve dışsal faktörleri işletmenin çalışma sermayesi yönetimi yatırımlarının miktarının optimal seviyede belirlemelidir. Örnek vermek gerekirse; çalışma sermayesi yönetimine ayrılan tutarın gereğinden az ya da çok olması, eğer yabancı kaynaklarla sağlanıyorsa finansman giderlerinin artmasına, öz kaynaklarla sağlanıyorsa öz kaynağından elde edilecek gelirlerin azalması gibi sorunlara yol açmaktadır. Optimum nokta yakalanmaz ise firma karlılığı düşmektedir.

1.2.3. İş Hacmi ile Çalışma Sermayesi Arasındaki ilişki

İşletmelerdeki iş hacmindeki değişikliklere çalışma sermayesi yönetimi oldukça duyarlıdır. Çünkü iş hacmi, çalışma sermayesi ve aynı zamanda çalışma sermayesine etki eden faktörlerinde hesaplamalarında kullanılan ana faktördür. Bu durumda iş hacmini arttırabilmek için üretime yatırım yapmak zorunda olan işletmeler aynı zamanda sabit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla iş hacmindeki bir artışın veya azalışın oluşması durumu direkt olarak işletmenin stok, alacak ve nakit düzeylerinde değişikliklere yol açtığından iş hacmindeki değişikliklere çalışma sermayesi oldukça duyarlıdır.

Ancak daha etkin ve verimli kullanılan çalışma sermayesi ile işletmelerin satışlarındaki artış ve çalışma sermayesine olan ihtiyaç aynı oranda olmayacaktır. Stok devir hızının arttırılması, vadeli satışlardaki vadenin kısaltılması yolu ile alacak devir hızı arttırılabilir aynı çalışma sermayesi düzeyinde daha fazla verim alınabilir ama optimal seviyeden sonra işletme çalışma sermayesinde artışa gerek duyacaktır. Dolayısıyla, çalışma sermayesini daha etkin ve verimli bir şekilde yönetilmesinin işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacının aynı düzeyde olmayacağını da göz ardı edilmemesi gerekmektedir. (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 11).

1.2.4. Çalışma Sermayesi ile Karlılık Arasındaki İlişki

İşletmelerin gerçekleştirdiği işlemlerin gerçekleşme tarihleri ve tutarlarının önceden bilinmemesi nakit giriş ve çıkışları arasında dengesizliğe yol açması, çalışma sermayesinin ortaya çıkmasındaki ana nedeni oluşturmaktadır. İşletmenin likidite sıkıntısı çekmemesi için çalışma sermayesi bulundurması gerekmektedir. İşletmenin risk düzeyi ve karı üzerinde etkisi bulunmaktadır. Çalışma sermayesini miktarını az ayırmak likidite sıkıntısı ve borçlanma maliyetini arttırmakta, fazla bulundurmak ise işletmenin potansiyel gelirlerini elde edememesine sebep olmaktadır. Bu yüzden işletmenin bulundurması gereken çalışma sermayesi düzeyini belirlemesi büyük önem taşımaktadır.

“Eğer bir işletmenin dönen varlıklarının toplam varlıklarına oranı artarsa işletmenin karlılığı azalır dolayısıyla riski de azalır. Çünkü dönen varlıkların karlılığı duran varlıklardan daha azdır. Ancak dönen varlıkların toplam varlıklara oranında azalış olması durumunda işletmenin karlılığı ve riski artar. Eğer bir işletmede kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranında artış olursa uzun vadeli borçlara göre maliyeti daha düşük olacağı için karlılık artar ancak kısa sürede anapara ve faiz çıkışına neden olduğu için borç ödeme yeterliliği azalır yani riski artar. Aksi durumda kısa vadeli borçlarının toplam varlıklara oranı azalırsa karlılık ve dolayısıyla risk azalır” (Kiracı, 2000: 33).

İşletme dönen varlıklarının değer kaybetmeden nakde çevrilme kolaylığı kavramı olan likiditenin yüksek olması işletmeler açısından çok önemlidir. Kriz ve olağanüstü durumlarda işletmeler likiditenin yüksek olmasından dolayı nakit güçlüğü çekmeyerek devamlılıklarını sağlamaktadırlar. Burada bahsedilmesi gereken husus işletmelerin likidite miktarının ne düzeyce olacağıdır. Çünkü işletmelerin ellerinde fazla nakit bulundurması işletmelerin yapabileceği yatırımların gelirinden mahrum kalmasına ve işletmelerin karlılıklarının azalmasına yol açmaktadır. Burada bir optimum noktası yakalanmaya çalışılmaktadır.

1.2.5. Küçük İşletmeler Açısından Çalışma Sermayesinin Önemi

İşletmelerin toplam varlıklarının büyük bir kısmını kapsayan çalışma sermayesi boyutu ve sektörü ne olursa olsun işletmeler açısından oldukça önemlidir. (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 15). Ancak küçük işletmeler açısından daha önemlidir. Çünkü küçük işletmeler kendileri için gerekli maddi duran varlıkları sahip olmaktan ziyade kiralama yoluyla temin ederek sabit varlıklara yapacakları

yatırımı sınırlandırır. Bu durumda küçük işletmelere kredi kuruluşlarına kullanmak istedikleri krediler için teminat gösterememesine yol açmakta, kredibilitisini düşürmekte ve büyük işletmelere oranla kredi kuruluşlarından borç alması zorlaşmaktadır.

1.3.Çalışma Sermayesi Özellikleri

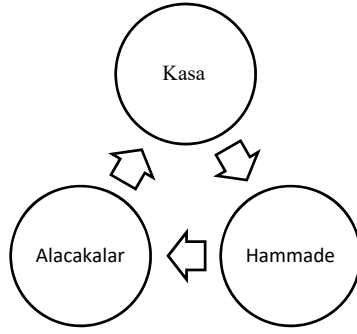
Piyasalarda çalışma sermayesine bakış açıları piyasa aktörlerince farklılık göstermektedir. Örnekleme gerekirse, bir işletmeye yatırım yapmayı isteyen yatırımcı ile bir işletmeye kredi verecek olanların bir işletmenin çalışma sermayesinin varlıklarının farklı noktalarıyla ilgilenirler. Kısa vadeli yatırım yapanlar ve kredi verenler işletmelerin likidite derecesi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Alınan borcun ödenebilmesi şirketin likiditesi ile ilgilidir. Likiditede çalışma sermayesinin en önemli noktasından biri olduğundan dolayı borç veren ve alan yöneticiler likidite üzerine yoğunlaşırlar. Çalışma sermayesinin unsurlarını dönen varlıklar oluşturmaktadır ve bu unsurların özelliklerine çalışma sermayesinin özellikleri olarak saymamız mümkün olmaktadır.

1.3.1.Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olması

Çalışma sermayesi unsurları bir yıl içerisinde paraya çevirmektedir. Satın alınan hammadde işlenerek mamule, mamuller satılarak nakit veya vadeli satış yoluyla alacaklara dönüşmektedir. Bu dönüşüm yılda bir kez gerçekleşebileceği gibi birçok defa da gerçekleşebilmektedir. Örneğin günlük gazeteleri hazırlayan işletmelerde ve ekmek hazırlayan işletmelerde bu dönüşüm her gün gerçekleşmektedir.

İşletmelerin bu döngüyü tamamlamasının uzun zaman alması nakit durumunu ve performansını olumsuz etkilemektedir. Ancak bazı sektörlerde büyük projelerin gerçekleştirilmesi bu projelerin yapısından dolayı bir yılı geçmektedirler. Örneğin, inşaat, baraj, köprü ve gemi yapımı gibi projelerin yapımını üstlenen işletmelerin, stokları ve alacakları gibi çalışma sermayesi unsurları bir yıldan daha uzun bir sürede paraya çevrilmiş olsalar bile çalışma sermayesi kapsamında yer almaktadırlar (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 17).

Şekil 1.1: Çalışma Sermayesi Dönüşümü



Kaynak: Ahmet Aksoy ve Kürşat Yalçınar (2013); *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, s.7.

Şekil 1.1’ den de görüldüğü üzere döngü nakit ile başlamış ve nakit ile bitmektedir. İşletme elindeki sermaye ile üretim gerçekleştirmek için hammadde almakta ve bu hammadde işlenerek mamul elde edilmekte ve peşin veya vadeli satış ile elden çıkarılmaktadır. İşletme peşin olarak sattığı üründen sağladığı nakdi kasa hesabına koymakta, vadeli bir satış gerçekleşmiş ise önce alacak hesabı borçlanmakta tahsilatın gerçekleştiği an itibariyle alacak hesabındaki tutar kasa hesabına aktarılıp döngü tamamlanmaktadır.

1.3.2. Çalışma Sermayesi Unsurları Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olması

Çalışma sermayesi unsurları kısa vadelidir ve yıl içinde birçok kez değişiklik göstermektedirler. Örneğin, işletmenin elinde bulundurduğu nakit ile stoklara yatırım yapması durumunda nakit miktarı azalmakta, stoklar artmaktadır. Stokların kredili satışı ve tekrar tahsil edilmesi durumunda ise nakit miktarı yeniden artış göstermekte, kredili satış nedeniyle artan alacaklar tekrar azalmaktadır (Poyraz, 2013: 245).

Çalışma sermayesi unsurları kısa vadede hareketlidirler. Bu hareketlilik çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını da göstermektedir. Çalışma sermayesinde bir faktör kendi içlerinde başka bir faktöre dönüşebilmekte ve çalışma sermayesi faktörleri bir bütün olarak düşünülmektedir. Bir işletme üretime geçmek için kasasındaki para ile hammadde alabilir veya kredi kullanarak hammaddeye ulaşır. Bu işlem işletmenin stoklarını etkilemekte diğer yandan satın alınırsa kasadaki miktarın azalmasına, borç alınarak yapılırsa da ticari borçların

artmasına neden olmaktadır. Satışlar yapılırken ise nakit olarak yapılırsa kasadaki miktarın artmasına, kredili satış olarak yapılırsa alacakların artmasına neden olur. Bu işlemler sürecinde çalışma sermayesi faktörleri içerisindeki artış ve azalışlar net çalışma sermayesi miktarını değiştirmektedir. Buna neden olan çalışma sermayesi faktörleri arasındaki içten ilişkidir.

1.3.3. Çalışma Sermayesi Unsurlarındaki Değişmeler Birden Gerçekleşmez ve Birlikte Meydana Gelmezler.

İşletmeler üretmek, ürettiklerini satmak ve sattıkları ürünlerin veya hizmetlerin karşılığını tahsil etmek üzere üç işleve sahiptirler. Çalışma sermayesi döngüsüne dikkat edecek olursa her bir kademe gerçekleşirken bir önceki kademe bitmektedir. Bunun nedeni ise İşletmelerin üretim, satış ve tahsilat fonksiyonlarının aynı anda gerçekleşmemesidir. Eğer aynı anda gerçekleşse işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı ortadan kalkacaktır.

İşletmeler ürettiği ürünü daha önceden sipariş edilmiş bir şekilde müşteriye satabiliyorsa stok tutma gereği de olmayacaktır. Eğer böyle bir sipariş veya antlaşma yok ise stok bulundurup müşterilerinden gelecek talepleri bekler.

1.4. Çalışma Sermayesi Çeşitleri

Çalışma sermayesi tanımlanırken görmüş olduğumuz üzere birçok tanım kullanılmaktadır. Bundan dolayı eğer cari varlıklar, mütedavil kıymetler, çalışma sermayesi terimleri belirtildiğinde brüt çalışma sermayesi anlatılmak istenendir.

Bu durumun sebebi çalışma sermayesi kalemlerinin birbirlerinden farklı özellikler taşımalarıdır.

1.4.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

Brüt çalışma sermayesi ve net çalışma sermayesi, çalışma sermayesi çeşitleri arasında en çok kullanılan çalışma sermayesi çeşitleridir. Brüt çalışma sermayesi, işletmelerin toplam dönen varlıkları ifade etmektedir. Çalışma sermayesi yönetimi için brüt çalışma sermayesi oldukça önemlidir. Çünkü brüt çalışma sermayesi, işletmelerin çalışma sermayesi konularının ve sorumluluklarının sınırını çizmektedir. Brüt çalışma sermayesi unsurları likit değerler olmakla beraber,

likidite derecelerine göre işletmelerin bilançolarının aktif tarafında yer almaktadırlar. Böylece çalışma sermayesi yönetimi, cari aktiflerin yönetimi anlamına gelmektedir (Usta, 2011: 2).

Net çalışma sermayesi toplam dönen varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynakların çıkarılmasıyla oluşan değerdir. Bu işlem sonucu eğer toplam dönen varlıklar pozitif bir değerde ise fazlalık kısmın uzun vadeli fonlarla finanse ettiğini, eşit ise dönen varlıklarını kısa vadeli fonlarla finanse ettiğine ve negatif ise işletmenin sabit yatırımlarını da kısa vadeli fonlarla karşıladığını göstermektedir

Net çalışma sermayesi işletmelerin borç ödeme gücünü hesaplamada en önemli göstergedir ve kredi veren kurumlarında en çok dikkat edip göz önünde bulundurduğu bir konu olmaktadır. Bu durumda işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılama gücünü göstermektedir. (Akdoğan ve Tenker, 2010: 344).

Ayrıca, net çalışma sermayesi temel net çalışma sermayesi ve geçici net çalışma sermayesi olarak iki bölüme ayrılmaktadır. (Aksoy ve Yalçın, 2013: 20). İşletme faaliyetleri için dönen varlıkların gerekli düzeyleriyle, kısa vadeli borçların uygun kabul edilebilecek düzeyleri arasındaki farktan oluşan ve işletmelerin iş hacimlerinde bir azalmanın olmadığı çalışma sermayesi türüne temel net çalışma sermayesi denilmektedir. Bununla birlikte, cari varlık ve kısa vadeli borçların işletme için uygun ve gerekli olmayan düzeyleri ile uzun vadeli aktif ve pasif unsurların bir yıl içinde işleme tabii tutulacak varlıklara dönüşen bölümlerinden oluşan çalışma sermayesine geçici net çalışma sermayesi denilmektedir.

1.4.2. Sürekli İşletme Sermayesi

Eğer işletmeler mallarını ürettikleri anda peşin bir bedel ile satabilseler çalışma sermayesine ihtiyaç ortadan kalkardı. Bu zamanlamanın ayarlanması günümüzde çok zordur. Bundan dolayı işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için gerekli olan bu sermayeye sürekli çalışma sermayesi miktarıdır. Bu sermayenin miktarı işletmenin faaliyet boyutuna göre değişmekle birlikte işletme faaliyetlerinin başlangıçtan sona ermesine kadar ihtiyaç duyulur.

Sürekli çalışma sermayesini oluşturan unsurlar ise nakit, alacak hesapları, kısa vadeli menkul kıymetler ve stoklar hesaplarıdır. Sürekli çalışma sermayesi,

dağıtılmayan karlardan hisse senedi veya tahvil ihracından ve diğer yatırım kazançlarından temin edilmektedir.

1.4.3. Değişken İşletme Sermayesi

İş hacmi ve faaliyet alanlarını genişleten işletmelerin çalışma sermayesi yatırımları artmaktadır. Dolayısıyla çalışma sermayesi miktarını etkileyen unsurlardaki değişimler nedeniyle çalışma sermayesi seviyesi de değişmektedir. İşletmeler devresel dalgalanmaların etkiyle çalışma sermayeleri attırabilir bunun yanında başarılı bir dönem sonunda iş hacimlerini genişletmek içinde arttırabilirler (Türko, 1999: 228).

Değişken çalışma sermayesini etkileyen en önemli unsur faaliyet hacmindeki değişimlerdir. Genişleyen faaliyet hacmi işletmelerde hammadde miktarını, stokların miktarını ve satışların artmasını sağlamak ve bundan dolayı işletme için gerekli olan çalışma sermayesi miktarında değişimlere neden olmaktadır.

1.4.3.1. Mevsimsel Çalışma Sermayesi

Diğer bir adı dalgalanan çalışma sermayesi olan mevsimlik çalışma sermayesi, iş hacmi ve faaliyetleri mevsimlik dönemlerde değişen işletmelerin çalışma sermayesini açıklamakta kullanılmaktadır. İş hacminin arttığı mevsimlik talepleri karşılamak amacıyla işletmenin sürekli olarak ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesine ek olarak oluşturulan çalışma sermayesi mevsimlik çalışma sermayesidir (Gönenli,1988: 402).

Mevsimlik çalışma sermayesinde ölü mevsim dönemlerinde işletmeler nakit sorunuyla karşılaşmazlar. Ölü mevsimlerde satışlar yavaşlar ve işletmeler stok bulundurma ihtiyacı azalmış ve alacaklarının büyük bir kısmını tahsil etmiş olurlar. İşletmelerin bu işlemler sonucu nakit miktarında artış sağlaması, onları kısa vadeli borçlarını ödemeye yöneltmekte ve bunun sonucunda işletmelerin faiz yükleri hafiflemektedir. Ayrıca işletmeler kısa vadeli borçları ödemeyip bu nakdi elinde bulundurursa bir sonraki ölü mevsime kadar ki ihtiyaçlarını karşılamak için bu nakdi kullanabilir. Son olarak işletmeler bu nakitleri elinde boşa tutmaktansa kısa sürede nakde çevrilebilen menkul kıymetlere yatırabilir ve iş hacminin yükseldiği

dönemlerde bu menkulleri nakde çevirerek işletme için kaynak oluşturabilirler. (Aksoy ve Yalçın, 2013: 21).

1.4.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi

İnsanlar gibi işletmeler de beklenmedik olaylarla karşılaşabilirler. Örneğin, doğal afetler, grevler, savaşlar vb. durumlar ortaya çıkabilir. İşte bu gibi durumlarda ihtiyaç duyulan çalışma sermayesine olağanüstü çalışma sermayesi denilmektedir. Bu gibi durumlarda pazarda fiyatlar yükselmekte ve normal dönemlerde ayrılan çalışma sermayesi miktarı yeterli gelmemekte işletmelerin çalışma sermayesine talepleri artmaktadır. Bu gibi durumlar önceden tahmin edilemez ama işletmeler bu gibi durumlar için karların fazla olduğu dönemlerde bir kısım karlarını benzeri durumlar için ayırırlar. Özellikle belirli bir istikrar düzeyi yakalayamamış ülkelerdeki işletmelerin olağanüstü çalışma sermayesi ayırması daha önemli olmakla beraber, bu işletmelerin geleceğe daha güvenle bakmasını sağlamaktadır.

Olağanüstü durumlar genellikle işletmelerin faaliyetlerini yavaşlatmaktadır ve faaliyetleri yavaşlayan işletmeler olağanüstü çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadır. Olağanüstü durumlar işletmelerde kullanılan varlıkları ortaya çıkarmakta ve atıl çalışma sermayesi yarabilmektedir. (Aydın, 2004: 114).

2. YAZIN TARAMASI

Bu bölümde çalışma sermayesi üzerine yapılmış olan çalışmalara yer verilmiş olup, söz konusu çalışmalar üç ayrı başlık altında özetlenmiştir. Türkiye dışında yapılan çalışmalar kullanımı çok yaygınlaşmış ve önemli referans endeksler arasında kabul edilen ABD dışındaki piyasalar için izlenen birincil endeksler arasında yer alan MSCI' in (Morgan Stanley Capital International) açıklamış olduğu listeye göre gelişmişlik düzeyine göre yapılan sıralamadan yararlanılmıştır. Ülkeleri gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler olarak iki ayrı başlık altında incelenmiştir. Daha sonra Türkiye'deki çalışma sermayesi üzerine yapılan çalışmalar incelenmiştir.

2.1. Gelişmiş Ülkelerde Çalışma Sermayesi Yönetimi Hakkında Yapılmış Çalışmalar

Çalışmanın bu kısmında; ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Finlandiya, Belçika, İspanya, İsveç, Kanada, Avusturya, Portekiz, Singapur ve Norveç gibi gelişmiş ülkelerde işletmelerin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin belirlenmesine yönelik yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

Deloof (2003), çalışma sermayesi yönetimi ile işletme kârlılığı arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında, Belçika'da faaliyet gösteren mali sektör harici 1009 işletmeye ilişkin 1992-1996 dönemini kapsayan 5 yıllık verileri kullanmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni brüt satış karlılığıdır. Bağımsız değişkenler ise alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi, stok devir süresi, finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü satışlardaki büyüme oranı ve nakit dönüşüm süresi kullanılmıştır. Elde ettiği göre işletmeler etkin bir ticari alacak ve stok yönetimi ile kârlılıklarını artırabilme olanağını yakalayabilmektedirler. Ancak işletmelerin bu kârlılık artışını gerçekleştirebilmeleri özellikle alacakların ortalama tahsil vadelerini kısa düşürme ve stok devir hızlarını artırmalarına bağlıdır.

Kieschick vd (2006) çalışmalarında, Amerika'daki işletmelerin çalışma sermayesi yönetimine etki eden unsurları incelemek amacıyla 1990-2004 döneminde faaliyet gösteren finansal olmayan işletmelerden oluşan veri seti kullanmışlardır. Bağımlı değişken nakit dönüşüm süredir. Bağımsız değişkenler ise çalışma sermayesi unsurlarındaki diğer oranlardır. Çalışma analizleri regresyon

modeli yardımıyla yapılmıştır. Kieschick ve arkadaşları yapmış oldukları çalışmalarında endüstri uygulamalarının, firma büyüklüğünün, gelecekteki firma satışlarının büyümesinin, işletmedeki yabancı yöneticilerin oranının, icra tazminatının (mevcut kısım) ve CEO hisse sahipliğinin işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğini önemli ölçüde etkilediğini görülmektedir. Çalışma sermayesi yönetimi verimsizliği işletmelerin büyüklükleriyle doğru orantılı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ganesan (2007), çalışmasında çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında ABD’de yer alan 349 adet halka açık telekomünikasyon işletmesinin 2001-2007 yıllarını kapsayan veri seti kullanmıştır. Çalışmada kolerasyon, regresyon ve ANOVA analizleri uygulanmıştır. Çalışmasından elde ettiği bulgulara göre, çalışma sermayesi ile telekomünikasyon işletmelerinin karlılıkları arasında çok düşük düzeyde negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2007) çalışmalarında, İspanya’da bulunan küçük ve orta ölçekli işletmelerin çalışma sermayesi yönetimlerinin bu işletmelerin karlılıklarına etkisini analiz etmişlerdir. Çalışma kapsamında 1996-2002 döneminde yer alan 8872 adet İspanyol işletmenin verilerinden yararlanarak panel veri analizi yöntemi uygulamışlardır. Çalışmalarının bağımlı değişkeni aktif karlılık olup, bağımsız değişkenleri ise nakit dönüşüm süresi, stok devir süresi, borç ödeme süresi ve alacak tahsil süresidir. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak işletme büyüklüğü, satışlardaki büyüme, finansal kaldıraç ve gayri safi büyümedir. Çalışmalarının sonucunda işletme yöneticilerinin işletmelerinin alacak ve stoklarını hesaplarını azaltarak değer yaratabileceğini gözlemlemişlerdir. Aynı şekilde, nakit dönüştürme döngüsünü kısaltmanın, firmanın karlılığını da arttırdığını ileri sürmüşlerdir.

Abel (2008) çalışmasında çalışma sermayesi yönetiminin İsveç'teki küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin nakit kaynakları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma veri seti 13287 İsveç imalat işletmesini içermektedir. Çalışma sonucunda nakit dönüşüm döngüsü ile ölçülen çalışma sermayesi yönetiminin verimliliği işletmelerin nakit seviyesiyle pozitif ilişkili olduğu vurgulanmıştır. Bir işletmenin

hedef nakit seviyesine ulaşması için verimli bir çalışma sermayesi yönetimi uygulaması gerekliliği vurgulanmıştır.

Gill vd (2010) çalışmalarında, 2005- 2007 yılları arasında New York Borsası'nda işlem gören 88 Amerikan işletmesinden oluşan bir veri setini kullanmışlar ve çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bağımsız değişken olarak işletmenin net karı, bağımsız değişkenler devir hızları kontrol değişkeni olarak büyüklük oranları ve kaldıraç oranı kullanmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, çalışma sermayesi yönetimi ve karlılık arasından istatistiki anlamı bir ilişki tespit etmiş ve işletme yöneticilerinin, şirketleri için nakit dönüşüm döngüsünü doğru bir şekilde ele alarak ve alacaklarını optimal seviyede tutarken kar elde edebileceğini göstermiştir.

Gill (2011), Kanada'da işletmelerin çalışma sermayesini etkileyen faktörleri incelemek amacıyla 166 adet Toronto Borsasında faaliyet gösteren Kanada işletmesinin 2008-2010 dönemi içerisinde yer alan verilerinden oluşan örneklem kullanılmıştır. Çalışmasında bağımlı değişken olarak çalışma sermayesi gereksinimi bağımsız değişken ise faaliyet döngüsü, aktif karlılık, Tobin (Q), kaldıraç oranı, işletme büyüklüğü, satışların büyümesi gibi çalışma sermayesi unsurları kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirilerek sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışma sonucunda çalışma sermayesine etkiden aktif karlılık, kaldıraç oranı, globalleşme ve işletme döngüsü ile pozitif ve satışların büyümesi tobin ve işletme büyüklüğü arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Mansoori ve Muhammad (2012) Çalışmalarının amacı Singapur'daki işletmelerin çalışma sermayesi yönetimlerinin karlılıklarına etkisini incelemektir. Panel veri analizi kullanarak OLS ve Sabit Efekt tahmini aracılığıyla 2004-2011 dönemine ait 92 imalat işletmesinin verileri analiz edilmiştir. Şirketler kendi aralarında sektör bazlı kategorize edilmiştir. Çalışma bulguları yöneticilerin verimli çalışma sermayesi politikaları ile karlılığı arttırabileceğini ortaya koymuştur. İşletme yöneticiler alacak dönüşüm süresini ve stok dönüşüm süresini kısaltarak işletmelerin karlılığını arttırabildiği gözlemlenmiştir.

Uchenna vd (2012) çalışmalarında dünya üzerindeki 5 büyük içecek işletmesinin çalışma sermayesi ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir.

Çalışma kapsamında Belçika, İngiltere, Hollanda, Danimarka ve Çin'deki büyük beş içecek işletmesinin 2010-2011 yıllarına ait veri seti kullanılmışlardır. Çoklu regresyon analizleri ile yapılan hesaplamalar sonucunda nakit dönüşüm döngüsü büyüme ve alacak tahsil süresi faktörlerinin işletmelerin karlılık oranları üzerinde etkin unsurlar olduklarını tespit etmişlerdir.

Kieschnick, vd (2013), 1990 – 2006 yıllarında Birleşik Devletler' deki anonim şirketler üzerinde yaptıkları araştırmada, anonim şirketlerdeki işletme sermayesi yönetimi ile hissedarların serveti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Örnekleme yılda ortalama 3786 şirketten oluşmaktadır. Çalışmada yatırım değerlendirme etkilerini incelenmektedirler bunu yaparken temel değerlendirme modeli oluşturulmaktadır ve Faulkender and wang 2006 çalışmasındaki yöntemleri takip etmektedirler. Çalışmalarında sonuç olarak net işletme sermayesindeki dolar yatırımındaki artışın işletmenin değerini birçok açıdan önemli bir şekilde etkilediğini tespit etmişlerdir. Bu etkilenmenin firmanın gelecekteki beklenen satışları, borç yükü, finansal kısıtlar ve iflas etme riski üzerine olduğu saptanmıştır.

Molay ve Autukaite (2014) çalışmalarında, nakit tutarının ve işletme çalışma sermayesi politikasının arasındaki ilişki analiz etmektedirler. Çalışmalarında Fransa'da 267 kayıtlı firmanın 2003-2009 yıllarına ait veri oluşturmuşlar ve panel veri regresyon yöntemi uygulamışlardır. Panel veri regresyonlarını çalıştırarak elde edilen bulgular, hissedarların nakit varlıklarını ve net işletme sermayesini düşürdüğünü desteklemektedir. Yöneticileri çalışma sermayesi yönetiminin önemini hafife almamak konusunda uyarılmışlar ve yatırımcıların yatırım getirilerini en üst düzeye çıkarmak için bir şirketin bu alandaki eylemlerini takip ve teşvik etmesini önermişlerdir.

Enqvist vd. (2014) Çalışmanın amacı farklı sektörlerde Finlandiya Borsası'nda 1990- 2018 döneminde faaliyet gösteren 1136 firma işletmeden oluşan veri setini kullanmışlar ve regresyon analizi yapılarak çalışma sermayesinin firma karlılığına etkisi araştırmışlardır. Çalışmalarında bağımlı değişkenleri aktif karlılık ve özsermaye karlılığı kullanmışlar ve bağımsız değişkenler, satışlardaki büyüme, nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi, stok devir süresi, borç ödeme süresi, cari oran ile kaldıraç oranlarıdır. Sonuç olarak çalışma sermayesi unsurlarının karlılıkta

etkili olduğu ve işletmelerin finansal planlamalarına dahil edilmesi gerektiği vurgulanmışlardır.

Caballero vd. (2014), çalışmalarında çalışma sermayesi yönetiminin işletme performansına etkisini incelemek amacıyla İngiltere’de bulunan 2001-2007 döneminde faaliyet gösteren 258 finansal olmayan şirketlerden oluşan bir örneklem oluşturmuşlardır. Bağımlı değişken işletme performansı (Özkaynak Piyasa Değeri + Borçların Defter Değeri * Varlıkların Defter Değeri) formülü ile oluşturmuşlardır. Bağımsız değişkenler ise nakit dönüşüm döngüsü, işletme büyüklüğü, kaldıraç oranı aktif karlılık oranı ve büyüme olanaklarıdır. Elde edilen veriler panel veri analizi yardımıyla analiz etmişlerdir. Çalışmalarında işletme performansı ile çalışma sermayesi arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Çalışma sermayesi yönetimine yapılacak olan yatırımların optimum düzeye kadar işletme performansını arttıracak ve optimum seviyedeki çalışma sermayesi yatırımlarının piyasadaki mali kısıtlarının olumsuz etkisini de düşürecekleri vurgulanmışlardır.

Pais ve Gama (2015) Portekiz’de yer alan küçük ve orta ölçekli işletmelerin çalışma sermayesi ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmiş oldukları çalışmalarında b, 6063 Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelere (KOBİ) ait verilerden yararlanmışlardır. Elde ettikleri sonuçlar, Portekiz’de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli işletmelerin alacak tahsil sürelerini kısa tutan saldırgan bir çalışma sermayesi yönetimi benimsediklerinde kârlılıklarını arttırdıklarını göstermektedir.

Lyngstadas ve Berg (2016) Çalışma, çalışma sermayesi yönetiminin Norveçli küçük ve orta ölçekli işletmelerinin karlılıklarına etkisini araştırmak amacıyla yapılmıştır. Çalışmada 2010-2013 dönemine ait 21075 işletmeye ait 84300 gözlem yer almaktadır. Panel veri analizleri sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Bağımlı değişken aktif karlılıktır ve varlıkların, aktiflerin, yatırım hesaplarını etkisini araştırmak için 4 farklı model kurulmuştur. Çalışmalarında bağımsız değişkenler olarak ise, alacak devir süresi, ortalama katma değer vergisi oranı, stok devir hızı ve borç devir süresidir. Kontrol değişkenleri olarak büyüklük oranları, kaldıraç oranı, cari oran kullanılmıştır. Sonuç olarak çalışmada stokların azaltılmasının,

alacakların ödenme süresinin kısılması ve işletmelerin kendi borçlarının planlı bir şekilde ödemesi karlılığı artıracakları vurgulanmıştır.

Afrifa ve Padachi (2016) İngiltere’de yapılan bu çalışmanın amacı çalışma sermayesi yönetiminin seviyesinin KOBİ karlılığına etkisinin ne olduğu hakkındadır. Çalışma 2005-2010 dönemi içerisinde yer alan 41 Avrupa ülkesinin 330000 KOBİ’ye ait panel veri seti ile gerçekleştirilmiştir. Çalışmalarının, bağımlı değişkeni aktif karlılık oranıdır ve buna ek olarak sağlamlığı test etmek için özsermaye karlılığı ve kullanılan sermayenin getirisi oranları eklenmiştir. Çalışmalarında bağımsız değişkenler olarak nakit döngüsü unsurları olan stokların, alacakların ve ticari borçların dönüşüm sürelerini kullanmışlardır. Çalışma bulguları çalışma sermayesi seviyesinin kobilerin karlılıklarıyla pozitif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu işletmelerin karlılıklarının en üst düzeye çıkarılacağı seviyenin optimum çalışma sermayesi sağlanmasıyla oluşacağı vurgulanmıştır.

Afrifa (2016) çalışmasını net çalışma sermayesinin İngiltere’deki kobilerin performansına etkisini incelemek amacıyla yapmıştır. 2004-2013 dönemine ait 6926 KOBİ’ye ait panel veri regresyon analizleri kullanmıştır. Çalışmada bağımlı değişkenler olarak aktif karlılık ve Tobin Q oranlarını kullanmıştır. Bağımsız değişkenler stokların, alacakların ve ticari borçların dönüşüm süreleri, büyüme, büyüklük duran varlıklar ve kaldıraç oranıdır. Çalışma sonucu yöneticilerin, performanslarını arttırmak için işletme sermayesine yapılacak uygun yatırımları belirlerken işletmelerinin nakit akışını göz önünde bulundurmaları gerektiğini göstermektedir. Çünkü nakit akışının olmadığı zamanlarda çalışma sermayesi ve performans arasındaki ilişki pozitif yönlü, nakit akışı sağlandığında negatif yönlü bir ilişki halini almaktadır.

Gonçalves, vd. (2018) çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmalarında 2006-2014 yılları arasında İngiltere’deki 400 şirket arasında topladıkları veriler ile regresyon analizleri kullanmışlardır. Çalışmada aktif karlılık bağımlı değişken, çalışma sermayesi yönetimi unsurları ise bağımsız değişkenlerdir. Çalışmalarında çalışma sermayesinin değişen ekonomik koşullar altında karlılık ve likidite kısıtlamaları üzerinde çok düzeyli etkileri olduğu gösterilmekte ve çalışma sermayesi yönetiminin genel kurumlar finansal stratejinin bir parçası olarak değerlendirilmesinin önemini vurgulamaktadırlar.

Crespo da Silva (2018) çalışmasında Avrupa'daki farklı ülkelerde çalışma sermayesi yönetimi ve finansal kısıtlamalar incelemiştir ve bu bağlamda çalışma sermayesi yönetiminin borsada işlem görmeyen işletmelerle ilişkisi hakkında bilgi edinilmeye çalışmıştır. 2008-2017 yılları arasında 25 farklı Avrupa ülkesinde yer alan 19814 işletmeden 135005 gözlem elde etmiştir. Regresyon analizleri yöntemi kullanmıştır. Bağımlı değişken özsermaye karlılığı oranı ve aktif karlılık oranıdır. Bağımsız değişkenler büyüme oranı, büyüklük oranı, kaldıraç oranı ve net ticaret döngüsüdür. Bulgular çalışma sermayesi yönetimine optimum seviyeden fazla miktarda ayrılan bütçenin işletme performansını olumsuz etkilediğini vurgulamaktadır.

2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışma Sermayesi Yönetimi Hakkında Yapılmış Çalışmalar

Çalışmanın bu kısmında; Yunanistan, Pakistan, Nijerya, Hindistan, Romanya, Malezya, Çin, Endonezya, Hırvatistan gibi gelişmiş olan ülkelerdeki işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi ve karlılık (işletme performansı) arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmalara yer verilmiştir.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006), çalışmalarında karlılık ile çalışma sermayesi yönetimi arasında ilişki araştırmışlardır. 2001-2004 döneminde Atina Menkul Kıymetler Borsası'nda kayıtlı olan 131 şirketten 524 adet gözlemle veri seti oluşturulmuştur. Regresyon analizi yöntemi kullanmışlardır. Bağımlı değişken brüt işletme karıdır. Bağımsız değişkenler nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi, stok devir süresi, borç ödeme süresi, sabit finansal yatırımlar, finansal borçlar ve satışlardaki büyümedir. Analizler sonucunda nakit dönüşüm süresi ile brüt faaliyet karlılığı arasında negatif anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre nakit dönüşüm süresine yapılacak kısaltmalar işletme karlılığına olumlu etkileri olacaktır.

Raheman vd. (2010) çalışmalarında çalışma sermayesinin firma performansına etkisi incelemek amacıyla, Pakistan'da faaliyet gösteren 17 sektördeki 204 firmanın 10 yıllık (1998-2007) bir panel veri seti kullanılarak bir araştırma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın bağımlı değişkeni net faaliyet karlılığıdır. Bağımsız değişkenler ise ortalama ödeme süresi nakit dönüşüm

döngüsü, net ticaret döngüsü, gündelik ciro, ortalama koleksiyon dönemi, brüt çalışma sermayesi ciro oranı, cari borçlar toplam varlık oranı, finansal borç oranı, işletme büyüklüğü, satış büyüklüğü ve cari orandır. Çalışmada nakit dönüşüm süresi ve stok dönüşüm süresi ile karlılık arasında negatif anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Çalışma sonucunda, nakit dönüşüm süresi ve stok dönüşüm süresi azaltılarak karlılığın arttırılabileceği ortaya çıkarılmıştır.

Mathuva (2010) Nairobi Borsası'nda işlem gören 30 işletmenin 1993- 2008 dönemleri kapsamında yer alan veriler yardımıyla çalışma sermayesi yönetimi unsurlarının işletme karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Elde ettiği bulgulara göre, işletmelerin alacak devir hızları olumsuz bir ilişki tespit etmiş olup borç devir hızı ile stok devir hızlarının karlılık ile olumlu bir olduğunu belirtmiştir. Ayrıca işletmelerin stok seviyelerinin yüksek olduğu işletmelerin bu seviyelerden daha düşük stok bulunduran işletmelere oranla üretim kesintileri ve stok azlığından oluşacak iş maliyetlerini düşürerek fiyat dalgalanmalarına karşı daha dirençli olduklarını belirtmiştir.

Sharma ve Kumar (2010) çalışmalarında, Hindistan'ın Bombay Borsası'nda yer alan 264 kağıt işletmesinin 2000-2008 dönemine ait veriler elde edilerek çoklu regresyon yöntemi yardımıyla, bu işletmelerin çalışma sermayesi ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmalarının bağımlı değişkeni aktif karlılık oranı olup, bağımsız değişkenleri ise alacak tahsil süresi, nakit dönüş süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresidir. Çalışmalarından elde ettikleri bulgulara göre, stok devir süresi ve borç ödeme süreleri ile karlılık arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Alacak tahsil süresi ve nakit dönüş süreleri ile karlılık arasında da pozitif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Ching, vd (2011) Brezilya Borsası'nda işlem gören 16 işletmenin 2005-2009 dönemi arasındaki verilerini kullanarak bu işletmelerin çalışma sermayesiyle karlılıkları arasındaki ilişki analiz etmişlerdir. Çalışmalarında satış karlılığının ve varlık karlılığının işletmeler için önemini vurgulamışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, bu önemi etkileyen iki ana faktör vardır. Bu faktörler sermaye yoğun işletmelerde borç oranı ve çalışma sermayesi devir hızı, emek yoğun işletmelerde ise stok devir hızı ve nakit döngüsü işletme karlılıkları üzerinde belirgin etkiye sahip olmaktadır.

Napompech (2012) çalışmasında, Karachi Borsası'nda yer alan 255 işletmenin çalışma sermayesi yönetimi ve karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Elde ettiği bulgulara göre işletmelerin brüt faaliyet karını, stok devir hızı ve alacak devir hızlarının negatif yönlü etkilediğini tespit etmiştir.

Iftikhar (2013), Karachi Menkul Kıymetler Borsası'nda (Pakistan) işlem gören otomotiv ve mühendislik sektörlerinde yer alan 9 işletmenin çalışma sermayesi yönetimi unsurlarının etkinliğini analiz etmiştir. Çalışmasında 2006-2010 dönemi verilerini kullanarak Pearson's Bivariate kolerasyon analizi ve en küçük kareler yöntemi uygulamıştır. Elde ettiği bulgulara göre, işletmelerin %70'inin yatırımlarının %60'ını dönen varlıklara yatırmış olduklarını ve bunu günlük rutin işlemlerde kullandıklarını tespit etmiştir.

Mwangi vd. (2014) çalışmalarında, çalışma sermayesi yönetiminin mali sektör firmaları dışında faaliyet gösteren şirketler üzerindeki etkisi incelenmek amacıyla Nairobi borsası'ndan Kenya'nın 42 adet mali sektör dışında faaliyet gösteren işletmeleri belirlemişler ve bu işletmelerin 2006-2012 dönemindeki yıllık verilere panel veri modelleri uygulamışlardır. Çalışmada finansal olmayan şirketlerin yöneticilerinin agresif finansman politikaları uygulamalarını benimsemeleri gerektiği görüşü ortaya çıkmaktadır.

Goel ve Sharma (2015) çalışmalarının amacı, Hindistan imalat sektöründe yer alan işletmelerin çalışma sermayelerinin verimliliğini incelemek ve bu verimliliğe etki eden faktörleri analiz etmektir. Çalışmalarında 1074 Hint imalat işletmesinin (2004-2013) dönemini kapsayan bir veri seti kullanmışlardır. Çalışmada çalışma sermayesindeki değişiklikleri ölçmek için ilk defa veri zarflama analizi tabanlı olan Malmquist verimlilik endeksini kullanmışlardır. Çalışmalarının bulgularına göre, ortalama yıllar içerisinde çalışma sermayesi verimliliğinde sürekli bir büyüme olduğu ve satış büyümesi, karlılık, borç oranı ve varlıkların geri dönüşünün çalışma sermayesi verimliliğini etkilediğini vurgulamışlardır.

Kasiran vd. (2016) çalışmalarında, Malezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören küçük orta ölçekli şirketlerden 2010-2013 yılları arasında 24 şirketten oluşan veri tabanı rastgele seçilmiş ve çalışma sermayesi yönetimini başarılı bir

şekilde gerçekleştirip gerçekleştirmediklerini test edilmişlerdir. Sonuç olarak bu şirketlerin çalışma sermayesi yönetiminde etkisiz olduğunu vurgulamışlardır.

Muhammad vd. (2016) Pakistan Tütün Endüstrisinde bulunan işletmelerin karlılıkları ile çalışma sermayesi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada, 2005-2014 dönemi için şirketlerin finansal tablolarından derlenen veriler kullanmışlardır. Veri analizi için hem tanımlayıcı hem de çıkarımsal istatistikler kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkiyi korelasyon, çalışma sermayesi yönetiminin karlılığa etkisini ise regresyon analizleri incelemişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre, Pakistan Tütün Endüstrisinde faaliyet gösteren işletmelerin karlılıkları ile çalışma sermayesi yönetimi arasında güçlü bir negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Bu, nakit dönüşüm döngüsü arttıkça, firma karlılığının azalmasına yol açtığı ve yöneticilerinde eğer nakit dönüşüm döngüsünü optimum düzeyde azaltabilirse hissedarlar için pozitif bir değer yaratabileceğini vurgulamışlardır. Çalışma, yöneticilerin iyi tasarlanmış ve uygulanmış işletme sermayesini yöneterek ve her bir bileşenini en uygun seviyede tutarak, hissedarlar için değer yaratabileceklerini ortaya koymaktadır.

Cristea ve Cristea (2016) çalışmalarında Romanya imalat sektöründeki işletmelerin çalışma sermayesi yönetimlerinin işletme karlılığına etkisini incelemişlerdir. Bükreş Borsası'nda işlem gören 17 imalat işletmesinin verileri yardımıyla korelasyon analizleri kullanmışlardır. Bağımlı değişken aktif karlılık oranıdır. Bağımsız değişkenler ise nakit döngüsü ve onun bileşenleri, cari oran ve borç oranıdır. Çalışma karlılık ile nakit dönüşüm döngüsü arasında negatif bir ilişki olduğu göstermektedir. Elde ettikleri bulgulara göre işletme yöneticileri, şirketlerinin nakit dönüşüm döngüsünü doğru planlayarak ve bileşenlerini optimum seviyede tutarak işletmelerinin karlılıklarını istenilen düzeye çekebileceklerini vurgulamışlardır.

Botoc ve Anton (2017) çalışmalarında, gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin büyüyen işletmelerinin çalışma sermayesi yönetiminin karlılıklarına etkisini araştırmaktır. Bu araştırma için Orta Doğu Avrupa ve Güney Doğu Avrupa'daki gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin yüksek büyüme oranlı 937 işletmenin verileri ile panel veri analizleri kullanmışlar ve incelenmişlerdir. Karlılıklarını en üst seviyeye çıkaran en uygun işletme sermayesi seviyesini bulmaları ve sürdürmeleri

gerektiğini tespit etmişlerdir. İşletme karlılığının artırılmasında kısa vadeli finansal kararların önemini ve akademisyenler ve uygulayıcılar için önemli etkileri olduğunu vurgulamışlardır.

Gao ve Wang (2017), Çalışmalarında çalışma sermayesi yönetimi hakkındaki bilgilerin Çin işletmelerine finansal analizler için yararlı olup olmadığı ve işletme karlılığına etkisini araştırmışlardır. Şangay ve Shenzen Borsalarında işlem gören tüm Çin kamu şirketlerine ilişkin 2004-2014 dönemine ilişkin elde ettikleri 7084 veri kullanılmıştır. Kolerasyon ve regresyon analizleri yöntemleri uygulanarak, elde ettiği sonuçlarda; çalışma sermayesi yönetimi verimliliği ile işletme karlılığı arasında olumlu bir ilişki olduğu ama uzun nakit döngüsü yapılan analiz sayılarında azalma ve analizlerinin doğruluğunun azaldığını vurgulamışlardır.

Kusuma ve Bachtiar (2018) çalışmalarında, Endonezya Borsası'nda 2010-2014 dönemi kapsamında işlem gören 54 işletmenin çalışma sermayesi yönetimi ile karlıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada regresyon analizleri kullanılmış, ayrıca çalışma sermayesi unsurları ile karlılık arasında en güçlü ilişkiyi tespit etmek için ölçüt olarak düzeltilmiş R- Kare değeri kullanılmıştır. Elde ettikleri bulgulara göre, cari oran nakit dönüşüm döngüsü ve ortalama borç ödeme süresi oranları ile karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki, varlık devir hızı ve stok devir hızları ile karlılık arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu vurgulamışlardır.

Anwar (2018) Çalışmasında Endonezya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 23 imalat işletmesinin çalışma sermayesi yönetimi unsurları ile karlılık arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Çalışmada bu 23 imalat işletmesinin 2011-2015 dönemlerine ait veriler kullanılmış ve çoklu regresyon analizi uygulamıştır. Elde ettiği bulgulara göre, işletme karlılığı üzerinde nakit ciro ile olumlu ve önemli düzeyde bir ilişki diğer yandan ortalama tahsil süresi ile olumsuz ve önemli bir ilişki tespit etmiştir.

Korent ve Orsag (2018) Çalışmalarında, Hırvat sermayeli yazılım işletmelerinin karlılığı ile çalışma sermayesi arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın dönemi 2008-2013 olmakla beraber 1 büyük şirket 7 orta ölçekli 91 küçük ölçekli ve 343 micro ölçekli işletmenin finansal verilerini analiz etmişlerdir. Bağımlı değişken aktif karlılık oranıdır. Bağımsız değişkenler net çalışma

sermayesi ve bu değerin karesidir. Kontrol değişkenleri olarak firma yaşı, toplam aktifler, finansal kaldıraç oranı, gayri safi yurtiçi hasıla büyümesi kullanılmıştır. Kolerasyon ve regresyon analizleri kullanılmıştır. Sonuçlar işletmelerin özelliklerini ve piyasa koşullarını kontrol ettikten sonra çalışma sermayesi yönetiminin Hırvat yazılım şirketlerinin karlılıklarına önemli ölçüde etki ettiğini göstermiştir. Net çalışma sermayesi ile varlıkların dönüşleri arasında doğrusal olmayan içbükey bir ilişki ortaya koymuştur.

2.3.Türkiye de Çalışma Sermayesi Yönetimi Hakkında Yapılmış Çalışmalar

Çalışmanın bu kısmında; Ülkemizde işletmelerin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin belirlenmesine yönelik yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

Akbulut (2011) çalışmasında, Borsa İstanbul'da 2000-2008 dönemi kapsamında işlem gören 127 imalat işletmesinin çalışma sermayesi yönetimi ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmasında regresyon analizlerini Spss programından faydalanıp uygulamıştır. Çalışmasının bağımlı değişkeni aktif karlılık oranı olup, bağımsız değişkenleri ise alacak tahsil hızı, stok devir hızı, nakit döngüsü ve kaldıraç oranıdır. Elde ettiği bulgulara göre çalışma sermayesi töneti unsurları ile karlılık arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. İşletmelerin gelirlerini artırmak amacıyla nakit dönüşüm döngüsünü hızlandırması gerekliliğini vurgulamıştır.

Şahin (2011) çalışmasında Borsa İstanbul'da işlem gören 140 imalat işletmelerinin çalışma sermayesi politikalarının işletme karlılığı üzerindeki etkilerini panel veri analizi yöntemi kullanılarak analiz etmiştir. Çalışma kapsamı 2005-2010 dönemi ele alınmış ve bu dönem ise kendi içinde 2005-2007 kriz öncesi dönem ve 2007-2010 kriz sonrası dönem olmak üzere iki döneme ayrılarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri aktif karlılık, öz sermaye karlılığı ve Tobin Q oranıdır. Bağımsız değişkenleri ise dönen varlığın aktife oranı, kısa vadeli borçların aktife oranı, işletme büyüklüğü, büyüme oranı ve kaldıraç oranlarıdır. Çalışma sonucu elde edilen bulgulara göre, işletmelerin kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz dönemi sonrasındaki dönemlerin tümünde çalışma sermayesini koruyucu yatırım ve politikalarına önem vermesi gerekliliği vurgulanmıştır.

Çoşkun ve Kök (2011) Çalışmalarında, işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini incelemektedirler. Çalışma kapsamında 1991-2005 döneminde, Borsa İstanbul'da işlem gören 7 farklı sektörden 74 imalat işletmesinin 1110 gözlemin yer aldığı bir veri seti kullanılmaktadır. Çalışmada panel veri analizi yöntemi ile Sistem GMM tahmin yöntemi uygulanmaktadır. Çalışmalarında, bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı, bağımsız değişkenleri ise nakit dönüşüm döngüsü, alacakların ortalama tahsil süresi ve stokların devir hızı borç ödeme süresileridir. Elde ettikleri bulgulara göre, nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi ile karlılık arasında negatif yönlü, borç ödeme süresi ile pozitif yönlü bir ilişki tespit etmektedirler.

Sökmen (2013) Borsa İstanbul'da işlem gören 94 endüstri firmasına ait 2002-2009 dönemini kapsayan verileri kullanarak yaptığı çalışmasında, çalışma sermayesi yönetiminin firma performansına etkisini incelemiştir. Çalışma bulgularına göre finansal kaldıraç oranı Tobin Q değeri üzerinde pozitif yönlü, firma büyüklüğü değişkeni ise negatif yönlü bir etkiye sahiptir.

Doğan ve Elitaş (2014), çalışmalarında, Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin çalışma sermayelerini etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir. Çalışmalarının kapsamı 2006-2012 döneminde 15 gıda işletmesine ait verileri kullanmışlardır. Çalışmalarında çoklu regresyon ve korelasyon yöntemleri uygulamışlardır. Doğan ve Elitaş çalışma için bağımlı değişken olarak çalışma sermayesi oranı olarak belirlemişlerdir. Bağımsız değişkenleri ise nakit akışı, işletme büyüklüğü, varlık karlılığı, büyüme oranı, faiz oranı ve kaldıraç oranıdır. Çalışmalarında elde ettikleri bulgulara göre, nakit akışı ve varlık karlılığı ile çalışma sermayesi oranı arasında pozitif yönlü, kaldıraç ve işletme büyüklüğü oranı ile ise negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Ayrıca işletmenin büyüme oranı ile çalışma sermayesi oranı arasında pozitif ama anlamlı olmayan bir ilişkiyi vurgulamışlardır.

Demireli, vd. (2014), Borsa İstanbul'da işlem gören 5 ayrı sektör altındaki (Gayrimenkul, Madencilik, Teknoloji, Ticaret ve İmalat) sektörlerinde yer alan işletmelerin sektör bazında ortalamaları karşılaştırılarak çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmalarının bağımlı değişkenleri aktif karlılık oranı, öz sermaye karlılık oranı, cari yıl piyasa değerinin

cari yıl defter değerine oranı ve Tobin Q oranıdır. Bağımsız değişkenleri ise alacak devir hızı, stok devir hızı, likit oran, kaldıraç oranı, dönen varlıkların aktiflere oranı ve cari yıl piyasa değeridir. Panel veri analizi yöntemi kullanmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, cari oran, dönen varlıkların aktiflere oranı değişkenleri ile aktif karlılık oranı ve özsermaye karlılık oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Akın ve Eser (2014), Çalışmalarında, Burdur'un Bucak ilçesinde bulunan 30 mermer işletmesinin çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Anket uygulanması ile veriler toplanmış olup bu veriler Spss programı ile analiz etmişlerdir. Çalışmalarında elde ettikleri bulgulara göre, Burdur'un Buçak ilçesinde yer alan mermer işletmelerin büyük çoğunluğunun finans departmanının olmaması bu işletmeler için çalışma sermayesi yönetiminin önemini vurgulamışlardır.

Yılmaz (2015) Borsa İstanbul'da işlem gören 172 reel sektör işletmesinden elde edilen veriler kullanılarak elde edilen veri seti kullanmaktadır. Çalışma sermayesi yönetiminin başarısı ile farklı karlılık göstergeleri arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir. Çalışmalarından elde ettiği bulgulara göre karlılık göstergelerindeki yükseliş çalışma sermayesi unsurları olan alacak devir hızı, borç devir hızı ve stok devir hızlarını olumlu yönde etkilediğini vurgulamaktadır.

Aytürk ve Yanık (2015) çalışmasında, Bureau Van Dijk şirketinin Orbis isimli veri tabanında bulunan 1123 adet 2009-2013 dönemi içerisinde yer alan işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmasının bağımlı değişkenleri vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı ve brüt satış karının toplam varlıklara oranıdır. Bağımsız değişken olarak ise satışlardaki büyüme, kaldıraç oranı ve nakit döngüsüdür. Elde ettiği bulgulara göre, nakit döngüsü ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Toraman ve Sönmez (2015), Çalışma sermayesi yönetiminin karlılığa etkisini analiz etmek amacıyla Borsa İstanbul'da işlem gören perakende sektöründeki 11 işletmenin 2009-2013 dönemini kapsayan mali tablo raporlarından elde edilen veriler ile panel veri analizi yöntemi uygulamışlardır. Çalışmasında bağımlı değişken olarak brüt satış karı, dört bağımsız değişken ise de alacak, stok, borç

devir hızları ve net ticaret süresi kullanmıştır. Elde ettiği bulgulara göre çalışma sermayesinin karlılığa bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Keskin ve Gökalp (2016) çalışmalarında, Borsa İstanbul'da işlem gören gıda ve içecek işletmelerinin çalışma sermayesi yönetimlerinin karlılıklarına etkisini araştırmışlardır. Çalışma kapsamında 2009-2013 dönemine ait Borsa İstanbul'da gıda ve içecek endeksinde işlem gören işletmelerin mali tablolarından elde ettikleri veri setine panel veri analizi yöntemi uygulamışlardır. Çalışmalarının sonucunda, alacak tahsil süresi ve cari oranın işletme karlılığına negatif ama anlamlı bir etkisinin olduğunu, ayrıca nakit döngüsünün ise karlılığa negatif ama anlamlı olmayan bir etkisinin bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Atmaca (2016) çalışmasında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören kimya, plastik, ve kauçuk sektöründe yer alan 24 işletmenin, finansal oranlar kullanarak çalışma sermayesi yönetiminin işletme karlılığına etkisini analiz etmektedir. Çalışmasının bağımlı değişkenleri aktif ve özsermaye karlılığı oranları olup, bağımsız değişkenleri ise stok devir hızı, borç devir hızı, stok devir hızı ve cari orandır. Çalışma sonucunda bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

Kendirli ve Çankaya (2016) çalışmalarında, Borsa İstanbul' da işlem gören B1st Turizm Endeksinde yer alan 5 işletmenin 2010-2014 dönemi içerisinde elde edilen veriler ile çalışma sermayesi yönetimleri ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi araştırmaktadırlar. Çalışmada çalışma sermayesi ölçütü nakit döngüsü olup işletme karlılığı ölçütü ise aktif karlılık oranıdır. Stok devir hızı, borç devir hızı, borç devir hızı, işletme büyüklüğü, satışlardaki artış oranı, kaldıraç oranı ve alacak devir hızı çalışmanın bağımsız değişkenleridir. Çalışmalarından elde ettikleri bulgulara göre, bağımsız değişkenlerin aktif karlılık üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, ayrıca aktif büyüklükler ve kaldıraç oranlarının ise aktif karlılık üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisini tespit etmektedirler.

İltaş ve Erdoğan (2017), Çalışmalarında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan Metal, Gıda, Kimya ve Tekstil sektörlerindeki işletmelerin çalışma sermayesi yönetimlerinin karlılıklarına etkisini analiz etmektedirler. Çalışma kapsamında bu işletmelerin verilerini 2003-2013 yılları arasındaki çeyrekler

halinde elde etmişlerdir. Çalışmalarında bağımsız değişkenlerini nakit döngüsü, aktif devir, hızı kaldıraç oranı, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve Tüketici Fiyat Endeksi belirlenmiş bununla birlikte, bağımlı değişken ise işlet aktif karlılık oranıdır. Elde ettikleri bulgulara göre bağımsız değişkenlerin işletme aktif karlılığına etkisinin kısa ve uzun dönemlerde farklılaştığını ayrıca, nakit döngüsünün negatif kaldıraç oranı ve gayri safi yurtiçi hasılanın ise aktif karlılık üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmektedir.

Helhel ve Karasakal (2017) Çalışmalarında, konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi unsurlarının bu işletmelerin karlılıklarına etkisini analiz etmişlerdir. Çalışma kapsamında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 5 işletmenin 2005-2015 yıllarına ilişkin verileri kullanmışlardır. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi yöntemini seçmişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre, kaldıraç oranı ve net çalışma sermayesi oranının çalışma kapsamındaki işletmelerin varlık ve öz sermaye karlılıkları üzerinde negatif bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca alacak ve varlık devir hızları oranlarının bu işletmelerin yalnızca varlık karlılığını etkilediğini ve bu etkinin pozitif yönlü olduğunu vurgulamışlardır.

Yıldız (2017) Çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören çimento işletmelerinin çalışma sermayelerinin karlılıklarına etki eden unsurlar incelenmektedir. Veri seti 2008-2016 dönemini kapsamakta ve 15 çimento işletmesinin karlılığına etkide bulunan çalışma sermayesi unsurları mikro panel veri analizi ile incelenmektedir. Çalışmada bağımlı değişken aktif karlılık oranı bağımsız değişkenler ise cari oran, likitide oran, alacak devir hızı, aktif devir hızı, stok devir hızı, büyüklük ve dönen varlıkların toplam aktiflere oranıdır. Çalışma sonucu, çimento sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin aktif kârlılıkları ile alacak devir hızı, büyüme oranı ve dönen varlıkların toplam aktiflere oranı değişkenleri arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmektedir.

Topçuoğlu (2018) çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında, imalatlarını taş ve toprağa dayalı hammaddeler ile yapan 23 firmanın 1998-2016 dönemini kapsayan verilerini kullanmıştır. Analizler sonucunda elde ettiği bulgulara göre borç devir süresi ile varlık kârlılık

oranı arasında negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı, büyüme ve satışlardaki artış oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Kaplanoğlu ve Yükçü (2019) çalışmalarında, çalışma sermayesi unsurlarının Ekonomik Katma Değer (EVA) üzerindeki etkisini araştırmaktadırlar. Borsa İstanbul'da işlem gören 112 işletmenin 2009-2016 dönemleri çalışma kapsamındadır. Analiz yöntemi olarak çoklu regresyon modelleri seçilmişlerdir. Bağımsız değişkenler, net işletme sermayesi, alacak tahsil süresi, stok tutma süresi, borç ödeme süresi ve nakit dönüşüm süresidir. Bağımlı değişken ise EVA'dır. Kontrol değişkenleri olarak firma büyüklüğü, kaldıraç oranı ve cari oran kullanmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, şirket değerinin arttırılması için her bir bileşenin ayrı ayrı yönetilmesi gerektiğini ve ekonominin iyi olduğu dönemlerde alacak tahsil süresi, stok tutma süresi, borç ödeme süresinin kısaltılması, kötü olduğu dönemlerde arttırılması gerek olabileceği vurgulamışlardır.

Korkmaz ve Yaman (2019) çalışmalarında, Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin çalışma sermayesi yönetimi politikaları ile karlılık arasındaki ilişki 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası dönem çerçevesinde ele alınmıştır. Çalışmalarında 2011-2017 dönemindeki 6 turizm işletmesinin altı aylık verilerden yararlanmışlardır. Panel veri analizi kullanılmış olup, çalışmanın bağımlı değişkeni faaliyet karlılık oranı bağımsız değişkenleri ise, nakit dönüşüm döngüsü, alacak tahsil süresi, stok devir hızı, borçların ödenme süresi, cari oran, kaldıraç oranı ve satışlarda büyüme oranıdır. Çalışmada, nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi ve stok devir süresi faktörlerinin turizm işletmelerinin faaliyet karlılıkları üzerinde istatistiki olarak negatif yönlü ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmekte ama borçların ödenme süresinin ise turizm işletmelerinin faaliyet karlılıkları üzerinde pozitif anlamlı etkiye sahip olduklarını tespit edilmişlerdir.

Yıldız (2019) Borsa İstanbul'a kayıtlı metal ana endeksinde yer alan işletmelerin özsermaye kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi unsurlarını araştırdığı çalışmasında 2008-2018 dönemine ait bir veri seti kullanmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, varlık devir hızı ile Toplam Borç/Özsermaye oranı çalışma kapsamındaki işletmelerin özsermaye kârlılıklarını pozitif yönde, cari oran ve satış değişim oranı ise negatif yönde etkilemektedir.

3. İŞLETMELERİN ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Çalışma sermayesi yönetiminin temel noktalarını incelediğimizde her zaman optimal seviyelerin yakalanmasının çok önemli olduğu gerçeğini görmekteyiz. Nitekim Aydoğuş çalışma sermayesini tanımlarken şunu belirtmektedir;

“Çalışma sermayesi ihtiyacı en yalın haliyle, kredili satışlardan doğan alacakları finanse etmek, işletmeye yeterli miktarda stok sağlamak, gün içinde meydana gelen nakit giriş ve çıkışları arasındaki olumsuz farkları gidermek ve işletme için yeterli nakit dengesini sağlamak için gerekli olan miktarı ifade etmektedir” (Aydoğuş, 2014: 12).

Ancak optimal seviyedeki çalışma sermayesi miktarını elde etmemiz için çeşitli faktörlere bağlı kalmamız gerekmektedir. Zira işletmelerin dengeli biçimde kısa vadeli borçlarını ve yükümlülüklerini yerine getirmeleri için çeşitli faktörlere dikkat etmeleri ve bu doğrultuda çalışma sermayesi yönetiminde etkinliğin sağlanarak işletmenin yeterli düzeyde likitide ile verimli olarak faaliyetlerine devam etmeleri gerekmektedir. Yapılan bu çalışmalar sonucunda işletme karlılığını maksimize etmekte ve işletmenin amaçlarına ulaşması kolaylaşmaktadır (Yıldız, 2019: 34). Çalışma sermayesinin önemine değindiğimiz başlıkta vurguladığımız noktalardan iyi bir finans yöneticisinin işletmenin çalışma sermayesi miktarını belirleme görevi işte burada büyük önem taşımaktadır. Finans yöneticileri işletmelerin kar ve verimliliğini en yüksek düzeyde sağlayacak çalışma sermayesi miktarını optimal seviyede belirlemelidirler. İşletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz olarak devam edebilmesi, yükümlülükleri yerine getirememesi riskinin azaltılması kredibilitésinin yükselmesi, iş hacminin genişletilebilmesi gibi konularda da çalışma sermayesi ihtiyacının miktarının belirlenmesi çok önemlidir.

Diğer yandan çalışma sermayesinin yönetiminde çalışma sermayesi miktarına etki eden faktörler incelendiğinde işletmelerin toplumu oluşturan çevre şartları içinde yer aldığı görülmektedir. Üstelik toplumdan topluma değişen bu şartları bir işletmenin veya işletme gruplarının değiştirmesi mümkün olmamakla beraber işletmelerin faaliyet sahalarının ulusal sınırların dışında uluslararası çevre şartlarından da etkilendiği ortaya çıkarılmıştır.

Ayrıca her işletmenin büyüklüğüne, faaliyet konusuna, tipine vb. faktörlere bağlı olarak çalışma sermayesi miktarının belirlenmesinde etki eden faktörler işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2013: 67).

3.1 Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler

İşletmelerin ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi miktarı işletmelerin özelliklerine, içinde bulunduğu çevresel şartlara ve uluslararası düzeyde çalışmalarına bağlıdır. Çalışma sermayesi miktarını belirleyen, işletmelerin kendi özellikleri ile ilgili faktörler aşağıda belirtilmektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2013: 67-96):

- İşletmenin Tipi, Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü
- Cari Aktif ve Pasif Kalemlerin Devir Hızı
- Tedarik ve Satış Şartları
- İşletmenin Likidite Durumu
- Stok Değerleme Metotları
- İşletme Kapasitesi ve Kullanma Derecesi
- Üretim Süresi
- Kâr Dağıtımı, İhtiyat ve Büyüme İle İlgili Politikalar
- İşletme Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi
- Satıcı Kredilerinden Yararlanma Derecesi
- Sermaye Maliyeti
- Amortisman Politikaları
- İşletme Yöneticilerinin Risk Karşısındaki Tutumları

3.1.1. İşletmenin Tipi, Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü

Çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen en önemli faktör işletme büyüklüğüdür. Başka bir deyişle faaliyet hacmini elde etmemize yardımcı olan temel gösterge satış miktarıdır (Smith, 1979: 25-30). Bu nedenle çalışma sermayesi belirlenmesinde kabul gören ana faktör satışlardır. Zira satışların artması işletme hacminin de artmasına ve bu doğrultuda daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacının ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Çalışma sermayesi yönetimi küçük işletmelerde büyük işletmelere oranla daha önemli olmaktadır. Küçük işletmeler sabit değerleri kiralamak suretiyle sabit değerlere yapacakları yatırımları sınırlandırabilir. Bu duruma karşın para mevcudu, alacak ve stoklara yapacakları yatırımlardan bir tasarruf sağlama imkanı yoktur. Sonuç olarak küçük işletmeler bakımından dönen varlıkların planlaması çok önemlidir (Akgüç, 2010: 208).

İşletmelerin tipinin çalışma sermayesine etkisi de önemlidir. Tek mamul üreten bir işletme çeşit ve miktar bakımından çok çeşitli mamul üreten işletmelerden daha az stok bulundururlar. Çok çeşitli mamul üreten işletmelerde bu durum daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu duruma benzer bir örnek daha vermek gerekirse uzun vadeli dayanıklı mal ve hizmet sunan işletmelerde, kısa vadeli mal ve hizmet sunan işletmelere göre daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 69).

Faaliyet konusu bakımından işletmeler imalat işletmeleri, ticaret işletmeleri ve finans işletmeleri olarak sınıflandırılırlar. İşletmelerin sermaye toplamı içerisinde çalışma sermayesi oranının düzeyi işletmenin faaliyet konusuyla ilgilidir. İmalat işletmelerinde daha fazla sabit yatırımlar gerçekleştirildiğinden çalışma sermayesi oranı toplam sermaye içerisinde daha az yer teşkil eder. Ticari ve finans işletmelerinde sabit yatırımlar daha az olduğundan çalışma sermayesinin toplam sermayedeki oranı daha fazladır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 69).

İşletmeleri sınıflandırırken işletme bilimcileri,

- Endüstri İşletmeleri,
- Ticaret İşletmeleri,
- Hizmet İşletmeleri olarak çeşitlendirmektedirler.

Ayrıca, işletme faaliyetlerinin özelliği temelli sınıflandırmada işletmeler

1. Sipariş ve stok için üretim yapan işletmeler
 - Tek mamul üretenler
 - İmalatın bir noktasını yapan işletmeler
 - Çok mamul üreten işletmeler

2. Perakende satış yapan işletmeler
 - Tek çeşit be tek özellikli mal satan işletmeler
 - Tek çeşit ve çok özellikli mal satan işletmeler
 - Çok çeşitli mal ve hizmet satan işletmeler
3. Finanse eden işletmeler
 - Bir yıl ve daha kısa vadeli
 - Orta vadeli
 - Uzun vadeli işletmelerdir.

3.1.2. Cari Aktif ve Pasif Kalemlerin Devir Hızı

İşletmelerin elinde bulundurduğu nakit, banka veya bankalardaki vadesiz mevduatı, kısa bir sürede paraya çevrilebilecek nitelikteki menkul kıymetleri (hazine bonusu, devlet tahvili gibi), alacakları, tahsil edilecek gelirleri, sahip olduğu stokları, peşin ödenmiş giderleri ve önceden verilmiş avansları çalışma sermayesini oluşturmaktadır. Bu unsurların her biri her işletmede bulunmasa da stoklar, alacaklar ve kasa gibi çalışma sermayesinin en önemli unsurları her işletmede bulunmaktadır. (Aksoy ve Yalçın, 2013: 70).

Nitekim çalışma sermayesi yönetiminin temel amaçlarından biri, işletmelerde faaliyet döngüsü sürecini hızlandırmak ve bu sürecin en kısa sürede, en az nakitle tamamlanmasını sağlayarak kârlılığı artırmaktır. Yani nakdin tekrar nakde dönüşümünü hızlandırarak bir dönem içerisinde bu dönüşümün mümkün olduğu kadar çok tekrar etmesini sağlamaktır. Zira bu durum, işletmelerin düşük satış fiyatlarıyla bile kâr elde etmesini sağlayabilmektedir (Erdoğan, 2008: 227).

Ayrıca işletmenin kârlılığı ile çalışma sermayesi yönetimi arasında da sıkı bir etkileşim bulunmaktadır ve iki rakam arasındaki oran anlamına gelen rasyo, devir hızları ve sürelerinin ölçülmesinde aracı olmaktadır. Dönen varlık devir hızı ne kadar artarsa, kar da o kadar artmış ve firmanın çalışma sermayesi ihtiyacı da o kadar azalmış olacaktır. Rasyo oranlarının yardımıyla; işletmelerin aktiflerinin verimliliğini, kârlılığı, yabancı kaynak kullanımını ve borç ödeme gücünü ölçmek bir o kadar kolaylaşmaktadır (Alagöz, 1993: 29).

Öte yandan finans yöneticilerinin hesapladığı bu devir hızları sadece işletme yöneticilerine yol gösterici değil aynı zamanda üçüncü kişilere işletme hakkında bilgi niteliğe sahiptir.

Ancak dönen varlıkların her bir kaleminin tek tek incelemenin yanında toplamında genel olarak incelenmesi gerekmektedir. Çünkü menkul kıymetler, cerilen avanslar, peşin ödenen giderler vb. unsurların ortaya çıkışları ve nakde çevrilmeleri belirli bir zamana bağlı olmamaktadır. Bundan dolayı işletmeler için gerekli olan tüm cari aktif kalemlerinin devir hızlarını incelemek için birtakım hesaplamalara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu hesaplamalar cari aktif, nakit devir, alacak devir, ve stok devir hızları hesaplamalarıdır.

3.1.3. Tedarik ve Satış Şartları

İşletmelerin stoklar bölümüne yatırılacak para miktarını etkileyen en önemli nokta kullandığı stokların yapısıdır. Malların dayanıklılığı, malların tedarikinde kullanılan ulaşım tekniği, alımların küçük küçük veya büyük partiler halinde yapılması ve malların temininde kredili ya da peşin olarak sağlanması işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı düzeyini belirlemektedir.

Malların dayanıksız ve kısa ömürlü olduğu sektörlerde ise daha az stok bulundurma durumu ortaya çıkarken mevsimlik elde edilen ürünlerde ürünün mevsimi iken hammadde ihtiyacı daha ekonomik seviyede sağlandığından stokta daha fazla miktarda hammadde bulundurulmaktadır.

Bununla beraber, üretime geçiş aşaması için gerekli girdi ve malların alımlarını nakit olarak sağlayan işletmeler, bu girdi ve malları kredili olarak sağlayan işletmelere göre daha fazla çalışma sermayesine gereksinim duymaktadır. Bu durumun nedeni kredili alımları yüksek olan işletmelerde peşin alımlardaki kadar işletme kasasından nakit çıkışı olmadığı için kalan tutarlar kadar çalışma sermayesi ihtiyacı azalmaktadır. (Öz ve Güngör, 2007: 320). Başka bir deyişle, işletmeler kredili mal alımlarını artırırlarsa çalışma sermayesi ihtiyaçları o kadar azalmaktadır. Çünkü bu durum işletme kasasından daha az nakit çıkışına sebep olmaktadır.

Öte yandan bu bağlamda çalışma sermayesi ihtiyacına etki eden bir diğer hususta satış şartlarıdır. Satış şartları söz konusu olduğunda ise mantık tam tersine dönmektedir. İşletmeler satışlarını ne kadar peşin yapar ise o kadar çalışma sermayesi ihtiyacı azalmaktadır. Bunun nedeni peşin olarak satılan bir mal işletme kasasına nakit para girişi sağlamaktadır. Kredili satışlarda ise işletmenin ürettiği mal veya hizmetlerin tahsil edilmesine kadar geçen sürede işletmeler kendilerini finanse etmek için tahsil edilecek tutar kadar çalışma sermayesi ihtiyacı duyarlar (Yücel ve Kurt, 2002: 3).

Ayrıca üretim için gerekli olan girdileri ve malları uzun vadede ve büyük partiler olarak temin eden işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı, bu girdi ve mallarının teminini kısa süreler içerisinde küçük partiler halinde sağlayan işletmelere göre daha fazladır. Bu işletmelerde sipariş giderlerin bir tasarruf sağlanırken stokta tutma giderlerinde artış meydana gelmektedir (Erdoğan, 1990: 92).

3.1.4. İşletmenin Likidite Durumu

Çalışma sermayesi yönetimi üzerine yapılan çalışmalarda en önemli noktalardan birisi de işletmenin likidite derecesidir. Çalışma sermayesinin amaçlarından bahsedilen bölümde vurguladığımız gibi dönen varlıklara yapılan yatırımların ve bu yatırımların sonucu oluşan borç kaynaklarının kontrolünün sağlanması gereklidir. Zira mevcut işletmelerin neredeyse tamamı kredili bir sistem üzerinden yürütülmektedir. Bu sistem içerisinde de kredi ödemelerinin aksamaması ve düzenli bir şekilde yerine getirilmesi işletmelerin likidite politikalarına bağlıdır. Likidite varlıkların para dönüşme derecesidir ve işletmenin borçlarını vadesinde yerine getirme gücünü göstermektedir (Aksoy ve Yalçın, 2013: 77).

İşletmeler likiditeyi ölçmede yaygın olarak asit test oranı ve cari oranı kullanılmaktadır. Asit test oranı para ve paraya kolayca çevrilebilen varlıkların, kısa vadeli borçlara bölünmesiyle edilmektedir. Cari oran işletmenin dönen varlıkları toplamının kısa vadeli borçlara bölünmesiyle elde edilmektedir. Cari oran işletmelerin 1 yıl içerisinde ödemesi gereken borç tutarının, bir yıl içerisinde nakde çevrilebilecek olan varlıklarda az ya da çok olduğunu göstermektedir. Likidite oranı ise asit test oranı ise işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamakta problem yaşayıp yaşamayacağını göstermektedir.

Likiditeyi ölçmede kullanılan oranların formülleri:

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Kısa Vadeli Alacaklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

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

3.1.5. Stok Değerleme Metodları

İşletmeler için satış karı, satış tutarı miktarından satılan malın maliyetinin çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Bu noktada satılan malın maliyeti hesaplamasının içinde yer alan stoklar birçok değişik biçimlerde değerlendirme yapılarak maliyetlere aktarılmaktadır. Bu birbirinden farklı biçimde hesaplanan stok değerlendirme yöntemlerine bağlı olarak farklı tutarlarda satış tutarı elde edilmektedir. (Aksoy ve Yalçın: 78).

En sık kullanılan stok değerlendirme yöntemleri (Büyükmirza, 2014: 168);

- İlk giren ilk çıkar FIFO yöntemi,
- Son giren İlk çıkar LIFO yöntemi,
- Ortalama maliyet yöntemi,
- Spesifik maliyet yöntemi,
- Cari değerleri esas alan maliyet yöntemi,
- Bir sonra girecek ilk çıkar yöntemi,
- En yüksek maliyetli ilk çıkar yöntemi,
- Yenileme maliyeti vb.

Bu yöntemlerin arasında en çok tercih edilen stok değerlendirme yöntemleri FIFO, LIFO ve ortalama maliyet yöntemleridir. FIFO yönteminde amaç stoklarda bulunan en eski hammadde ve malzemedan başlanarak tüketildiğinden enflasyon oranının yüksek olduğu zamanlarda ve stok maliyetlerinin arttığı dönemlerde işletmelerde karlılığa sebep olmaktadır. Ama bu durum sanılanın aksine işletme adına yeni vergi matrahlarının ödenmesi için yapılacak nakit çıkışları nedeniyle çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır.

LIFO yönteminde amaç, işletmenin en son edindiği hammadde ve malzemedan başlanarak geriye doğru gitmesinden dolayı enflasyonist bir ortamda stoklardaki fiyat artışını cari (son) fiyatlar üzerine yansıtabilmektedir.

Ortalama maliyet yönteminde ise her yeni yapılan malzeme alımlarında ortalama maliyet tekrar hesaplanır ve tekrar bir alım yapıldıkada stok çıkışları bu ortalama maliyet tutarından hesaplanır. Sonuç olarak kullanılan bu farklı yöntemler sonucunda işletme karlılığı ve dolayısıyla işletmenin çalışma sermayesi ihtiyaçları farklı değerler almaktadır. Stokların fiziki birim olarak aynı durumdayken bilançolarda yöntemlerden dolayı farklı tutarlarda gözükmesi de işletmenin ihtiyacı olan çalışma sermayesi tutarını etkilemektedir (Aksoy ve Yalçın, 2013: 78-85).

3.1.6. İşletmenin Kapasitesi ve Kullanma Derecesi

Kapasite işletmelerin üretim yeteneğinin ölçütüdür. İşletmelerde belli bir dönemde ulaşılabilecek üretim hacmi veya bir işletmede belli bir dönemde kullanılan üretim faktörleri şeklinde tanımlanmaktadır (Bulut, 2004: 1).

İşletmelerin kapasitelerini artırmak için yapılan yatırımlar çalışma sermayesi ihtiyacını da artırmaktadır. Çünkü kapasite arttırmak için sabit varlıklara, daha fazla hammadde ve işçilik giderlerine gereksinim oluşmakta ve bu üretim kapasiteleri yüksek olan işletmelerinin çalışma sermayesine ihtiyaçları da daha fazla olmaktadır. İşletmeler çeşitli nedenlerden dolayı bazen tam kapasite ile çalışamazlar ve kapasitelerinin bir kısmı atıl durumda yer almaktadır. (Kaval, 2009: 20). Bu durumlarda İşletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçları azalmaktadır.

3.1.7. Üretim Süresi

İşletmenin kasasında toplanan para miktarının işletmenin amaçları doğrultusunda kullanılmasından sonra, faaliyet döngüsü sonrasında tekrar kasada toplanmasına kadar geçen süre *işleyiş devriyesi* olarak adlandırılmaktadır. Bu süre zarfında işletmeler peşin veya borçlanarak hammadde ve iş gücü için harcamaları, üretim işlemi, elde edilen mamullerin satışa kadar stokta tutulması ve alacakların tahsiliyle nakit haline dönüşmelerini içermektedir. (Cemalcılar ve Özgül 1975: 43).

Üretim Süresi ile çalışma sermayesi ihtiyacı arasında doğrusal bir ilişki vardır. İşletmelerde üretim süresi ne kadar kısa tutulabilirse çalışma sermayesi ihtiyacı da aynı miktarda az olacaktır (Sarıaslan, 1998:146).

Kiracı, 2000 yılındaki çalışmasında üretim işletmeleri için, üretim süreleri kısa olan işletmelerin üretim süreleri uzun olan işletmelere göre, ticaret işletmeleri için ise tedarik süresi kısa olan işletmelerin uzun olan işletmelere göre daha az çalışma sermayesi ihtiyacı olduğunu vurgulamıştır.

Örneğin; gazete basım ve yayın işlemi yapan bir işletme ile kitap basım ve yayın işlemlerini gerçekleştiren işletmeler arasında üretim süresi açısından farklılıklar vardır. Kitap basım yayın işlemi daha uzun bir süreyi kapsamakta iken gazeteler işlerini günlük olarak gerçekleştirmektedir. Bu nedenle de kitap basım yayın işlemi yapan işletme daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı duymaktadır.

3.1.8. İşletmelerin Temettü ve Büyüme Politikaları

İşletmelerin ana amacı kar sağlamak ve işletme değerini çekebileceği en üst noktaya taşımaktır. Bu doğrultuda işletmeler cari dönem içerisinde oluşan karı işletme ortaklarına dağıtırlar veya otofinsans kaynağı olarak işletme içerisinde bırakırlar.

İşletmelerde kar dağıtım hissedarlar yapılmaktadır. Temettünün dağıtılıp dağıtılmaması kararı işletme açısından çok önemlidir. İşletme hissedarları her yıl kardan pay almayı umut etmektedirler. Bundan dolayı işletme yöneticilerinin piyasa değerini arttırmak ve hissedarların kar payı beklentileri arasında bir denge oluşturmak zorundadırlar.

Öte yandan, çalışma sermayesi ihtiyacına etkisi bakımından konuyu ele alırsak işletmelerin yüksek kar elde etmesi, çalışma sermayesi ihtiyacını karşılayabilmesini kolaylaştırmaktadır. Yüksek karından bir kısmını kolayca çalışma sermayesi ihtiyacına aktarabilmektedir. İşletmeler karlarının bir kısmını başka yatırımlara fon sağlamak veya olağanüstü durumlar karşısında zorluk çekmemek adına ihtiyat ayırırlar. Bu durumda temettü dağıtılmamış ve kasadan nakit çıkışı olmadığı için çalışma sermayesi ihtiyacı azalmaktadır.

Diğer yandan, bir işletmenin yatırımcılar açısından prestiji işletmenin istikrarlı temettü dağıtmasıyla ölçülmektedir. İşletmeler bazen prestijlerini korumak amacıyla ayırdıkları ihtiyatları temettü olarak hissedarlarına dağıtmaktadırlar. İşletmenin ihtiyatlarının temettü olarak ödenmesi işletme kasasından para çıkışına bundan dolayı işletmenin ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi miktarı yükselmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 88).

3.1.9. İşletme Gelirlerinin Dalgalanma Dereceleri

İşletmelerin gelirleri kendi bünyesinden kaynaklanan sebeplerden veya çevresel faktörlerin etkisiyle değişkenlik göstermektedir. İçerisinde bulunduğu piyasaların genel ekonomik durumları işletmelerin gelirlerini etkilemektedir.

Aksoy ve Yalçiner'in (2013: 89) çalışmasındaki örnek bu duruma ışık tutmada çok başarılıdır. Genel ekonomik durum durgunluk aşamasında ise talep düşmekte, arz sağlayanlarda stok miktarı artar, alacakların tahsilinde sıkıntılar oluşur, borçlar ödenemez, işsizlik artar, yatırımlar azalır ise işletmeler bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Bu gibi durumlarda işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı artmaktadır. İşletmeler ekonomik durumlardan etkilenme derecelerine göre büyüyen sanayiler, dönemsellik gösteren sanayiler ve kendilerini koruyan sanayiler olarak sınıflandırılabilir. İşletmeler gelirlerinde büyük dalgalanmalar yaşadığında daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaklardır. Bu gibi işletmelerin sabit maliyetlerine göre çalışma sermayesi oranı, istikrarlı bir şekilde gelir sağlayan işletmelere göre daha fazladır.

3.1.10. Satıcı Kredilerinden Yararlanma Derecesi

İşletmeler açısından vadeli satış ve vadeli alış işlemleri büyük önem taşımaktadır. İşletmelerin kredili alış ve satışlarında temel amaç alışlardaki vadeyi uzun tutmak satışlardaki vadeyi ise kısa tutmaktır. Çünkü işletmeler açısından alışlardaki vadeyi ne kadar uzun tutarsa işletme kasasından çıkacak nakit tutarı daha az olmakta satışlardaki kısa vadeler ise işletme kasasına sıcak para girişini artıracaktır. Bu bağlamda uzun vadeli alışlar ve kısa vadeli satışlar dengesi sağlandığında işletmeler için daha az çalışma sermayesi ihtiyacı oluşacaktır.

Ancak işletmeler için her kararın olduğu gibi alış kredilerinden yararlanmanın da bir maliyeti vardır. Bu maliyet peşin alımlarda uygulanan iskontodan vazgeçmek

ve vade farklarıdır. İşletmeler bunları alıcılara yansıtabilmektedirler. Bu noktada alıcıların borçlarını ödememe riskinin bulunması dikkate alınmalıdır. Çünkü satışlarını arttırmak için müşterilerine esnek bir vade politikası uygulayan işletmeler, daha katı bir politika uygulayan işletmelere oranla daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar (Tomak, 2013: 18).

3.1.11. Sermaye Maliyeti

İşletmelerin kendilerine fon sağladıkları kişi veya kuruluşlara aldıkları fonlar karşılığında yaptığı ödemelere sermaye maliyeti denilmektedir. Eğer kullanılan bu fonların verimliliği maliyetin üstüne çıkarsa işletmenin değerinde bir yükselme, altında kalırsa işletme değerinde azalma meydana gelir (Aksoy, 1988: 76).

İşletmeler gereksinim duydukları fon ihtiyacını kredi olarak bankalardan temin ederler. Buna karşılık olarak da bir fiyat ödemektedirler. Bu fiyata faiz oranı da dahil edilerek sermaye maliyeti oluşturulur.

Sermaye maliyeti sadece faiz oranı etkilememektedir ek olarak katılım bankalarının kar payları, vergi oranları, devlet tarafından uygulanan politikalar, sermaye ve vergi kanunları, global ekonomik durum, işletmenin içinde bulunduğu sektör ve işletmenin kendine özgü faktörleri de etkilemektedir. Bu faktörlere işletmenin risk derecesini de katılmaktadır, risk derecesi yükseldikçe hem fon sağlayanların işletmelerden talep ettikleri faiz oranları da yükselmekte, hem de işletmenin sermaye maliyeti yükselmektedir (Okka, 2009: 391).

3.1.12. Amortisman Politikaları

Amortisman vergi uygulamalarında sıkça duyulan ve kullanılan bir uygulamadır. Türk Dil Kurumu amortismanı; yıpranma payı olarak tanımlamıştır. (TDK) Başka bir deyişle, amortisman, bir duran varlığın elde edilmesi için katlanılan giderlerin, bu varlığın kullanıldığı yıl süresince dağıtılmasıdır (Sevilengül, 2005: 421).

Çalışma sermayesi ihtiyacına etkileri ise amortisman ayırma yöntemlerinden hangisinin kullanıldığı ile ilgilidir. En çok kullanılan amortisman ayırma yöntemleri;

- Sabit yüzdeler ile amortismanlar
- Azalan bakiyeler ile amortismanlar
- Çoğalan bakiyeler ile amortismanlar yöntemleridir.

Amortisman için ayrılan tutar amortisman ayrılacak varlığın ekonomik ömrüne göre farklı değerler almaktadır. Bu noktada işletmeler uyguladıkları amortisman ayırma yöntemleri ile çalışma sermayesine etkisini vergilerdeki tutarı düşürmesiyle açıklanmaktadır. İşletmelerin amortisman için ayırdıklarında vergi tutarında bir düşmeye, bunun sonucunda ise işletme kasasından daha az nakit çıkışına böylelikle çalışma sermayesi daha az çalışma sermayesi ihtiyacı sağlamaktadır.

3.1.13. İşletme Yöneticilerinin Risk Karşısındaki Tutumları

İşletmeler beşeri ve fiziki kaynaklardan oluşmaktadır. İşletme yöneticilerinin bilgi ve becerileri işletme faaliyetlerini sağlayan etmenlerdir. Bununla beraber işletmelerin faaliyetleri sonucunda sağladıkları faydaların işletme adına en uygun ve verimli şekilde kullanılması işletme yöneticilerinin görevleri arasındadır. Dolayısıyla da işletme yöneticileri de işletme değerleri içinde yer alır. Öte yandan, işletmeler aynı ekonomik şartlarda, piyasada ve eşdeğer finansal varlıkları kullanarak başlayan faaliyet döngülerine sahip iken sonuçların farklı olmasında işletme yöneticilerinin farklı kararları sonucu oluşmaktadır (Aksoy, 1988: 62).

Diğer yandan, finans alanında kullanılan riskin anlamı; işletmelerin finansal yönü itibariyle ilgili planlanan veya beklenen bir durumun meydana gelmesinde ortaya çıkan sapma ihtimalidir. İşletme yöneticilerinin verecekleri kararlarda rasyonel olması gerekmektedir. Kararlar gelecek ilgili olduğu için risk konusu işletmeler için büyük önem taşımaktadır (Emhan, 2009: 2- 3). Bu nedenle, rasyonel davranışlar gösteren işletme yöneticileri bir yatırım kararı alırken yatırımdan alınacak faydanın yatırımın maliyetinden büyük olmasını istemektedirler. Bu bağlamda işletme yöneticileri bir yatırım kararı alırken yatırımın risklerini göz önünde bulundururlar ve yatırımın verimliliğini işletmeye sağlayacağı fayda kadar riske katlanma, nötr olma veya vazgeçme kararlarını verirler.

Çalışma sermayesi ihtiyacına etkisi bakımından işletme yöneticilerinin riske karşı tutumları hakkında, işletme yöneticileri riskten ne kadar kaçınan bir yapıda davranış gösteriyor ise o oranda çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar.

3.2. Çalışma sermayesi İhtiyacını Etkileyen Dış Faktörler

İşletmelerin kendi içinde gerçekleşmeyen, kontrol yetisinin olmadığı ve işletme çevresinde gerçekleşen unsurlar çalışma sermayesi ihtiyacı etkileyen unsurlardır. Doğal afetler dışındaki çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyen unsurlar şunlardır;

- Vergi uygulamaları
- Yatırım teşvikleri
- Fiyat seviesindeki değişimler, konjoktürdeki değişimler ve dönemsel dalgalanmalar
- Teknolojik değişimler
- Finans kurumlarının gelişmişlik düzeyidir.

Bu başlık altında bu unsurlar ayrıntılı bir şekilde açıklanmaya çalışılmıştır.

3.2.1. Vergi Uygulamaları

Vergi; Kamu hizmetlerine harcanmak için hükûmetin, yerel yönetimlerin yasalara göre doğrudan doğruya veya bazı malların fiyatlarının üstüne koyarak dolaylı yoldan herkesten topladığı paradır (TDK). İşletmeler açısından vergi, işletmelerin finansal politikalarına önemli düzeyde etki eden bir faktördür. Vergi konusunda işletmeler iki pozisyonda yer alırlar birinci vergi mükellefiyeti ikincisi ise vergi sorumluluğudur. Örneğin işletme çalışanlarının maaşlarından Gelir Vergisi kesintilerinin ilgili vergi dairelerine yatırılması, işletmenin sorumluluğundadır. Bu duruma işçilerin sosyal güvenlik kuruluşlarına olan kesintiler, kıdem tazminatları ve fatura bedelleri içerisinde yer alan peşin ödemeler ile beraber tahsil edilen Katma Değer Vergisi de dahildir. Bu belirtilen vergi kalemleri, ilgili daireye ödene kadar ki süre içerisinde bu fonların kullanım imkanı işletmelerin elindedir. Bu durum verginin ödeneceği süreye kadar ki sürede işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını azaltmaktadır.

Vergiler işletmelerin net geliri üzerinden çıkarılan ilk değerlerdir. Çalışma sermayesine genellikle negatif bir etkisi bulunmaktadır. Bu durumun nedeni; verginin tahakkuk ettirildiğinde kısa vadeli borç kapsamında yer alması ve nakit olarak işletme tarafından ödenmesi gerekliliğidir. Vergi işlet karı üzerinden hesaplanarak hesap edilmektedir. Bu durumda işletmenin tüm plan ve programlarının finansmanı hesaplanan vergi kadar kısıtlanır ve o miktar kadar çalışma sermayesi ihtiyacı oluşmaktadır. İşletmelerin finans yöneticilerinin çalışma sermayesi ihtiyacını belirlerken, işletmenin ödenecek olan vergi borcunu her zaman göz önünde bulundurmalarıdır.

İşletmelerin ödeyecekleri vergilere bir etkende şahıs ve sermaye şirketi olup olmadıklarıdır. Örneğin sermaye şirketlerinin verginin doğrudan mükellefi olması durumu, verginin tahakkuku ile kısa vadeli borçlarının artması ve ödenme zamanı nakde ihtiyaç duyulması çalışma sermayesi ihtiyacını arttırmaktadır. Şahıs şirketlerinde ise vergi mükellefleri şirketin ortakları olduğu için bazı şirket ortaklarının kendi şahsi beyannamesi ile ödeme yapması işletmeyi etkilememektedir.

Devletin vergi uygulamalarındaki teşvik edici veya sınırlandırıcı politikaları da işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacını etkilemektedir. Teşvik edici uygulamalar işletmelerin ödeyeceği vergi miktarını azaltmakta ve bu yönde çalışma sermayesi ihtiyacı da azalmaktadır.

3.2.2. Enflasyon, Konjoktürdeki Değişmeler ve Dönemsel Dalgalanmalar

Enflasyon fiyatlar seviyesindeki sürekli ve birden gerçekleşen değişmeler olarak tanımlanmaktadır. Fiyatlar seviyesindeki bu sürekli ve ani artışlar çalışma sermayesini yıpratmakta ve işletmenin daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı duymasına sebep olmaktadır. Enflasyon dönemlerinde paranın değer kaybetmesi, satın alma gücünün zayıflaması işletmelerin normal dönemlerde ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi miktarından daha fazlasına ihtiyaç duymasına neden olmaktadır.

Durmuş ve Arat' (1997) göre, devalüasyonda enflasyon gibi paranın değer kaybına yol açması, fiyatlar düzeyindeki yükselişe yol açmaktadır. Bu durum sonucu, hammadde ve işletme giderleri için işletmenin ihtiyacı olan para miktarı

daha yüksek tutarlar ulaşır. Çalışma sermayesi ihtiyacı da bu yönde artış göstermektedir.

Konjoktür; bir ülkenin ekonomik hayatının yükselme ve alçalma yönünde gösterdiği inişli çıkışlı dalgalı hareketlerin bütünü olarak Türk Dil Kurumu sözlüğünde tanımlanmaktadır. Dört aşamadan oluşur; çıkış, tepe, iniş ve diptir. Bu aşamalar gerçekleşirken ve mevsimler dalgalanmalarda işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçları da etkilenmektedir. Erdoğan'a göre (1990) konjoktür hareketleri ve mevsimsel dalgalanmalarda işletmelerin, kredi durumlarında, stoklar düzeyinde, satışlar düzeyinde, tahsilatlar düzeyinde değişiklikler görülür ve bunların sonucunda işletmeler daha az veya daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar. Burada çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen unsur bu hareketler ve düzey değişikliklerinden etkilenen satış hacmidir. Konjoktür ve mevsimlik dalgalanmalardan etkilenen işletmeler daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı duymaktadır.

Mevsimsel dalgalanmaların çalışma sermayesine etkisinin anlatıldığı başlıkta da vurgulandığı gibi dalgalanmaların yoğun olduğu veya olmadığı dönemler çalışma sermayesi ihtiyacını etkilemektedir. İşletmelerin finans yöneticilerinin konjoktür hareketleri ve mevsimsel dalgalanmalar karşısında dikkat etmeleri gereken noktalar bulunmaktadır. Döneme uygun amortisman politikaları, işletme devamlılığını sağlayacak sözleşmeler, uygun kapasite kullanımı, nakit durumunu gözlemleyecek bilanço ve gelir tablolarının sürekli güncellenmiş ve hazır biçimde bulundurmak, alacakların ve borçların ödeme sürecine dikkat edilmesidir.

3.2.3. Teknolojik Değişmeler

İşletmeler emek yoğun veya sermaye yoğun teknolojiler ile faaliyet göstermektedir. Teknolojide meydana gelen gelişmeler işletmelerin emek yoğun teknolojiden sermaye yoğun teknolojiye daha fazla ağırlık vermektedir. Emek yoğun teknoloji kullanan işletmelerde çalışma sermayesi ihtiyacı sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelere göre daha fazladır. Kiracı' ya göre (2000) bunun nedeni olarak dönen varlık yatırımlarının sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerde daha az olması, dönen varlıklara yapılan yatırımların daha fazla olmasıdır. Teknolojik gelişme ile işletmelerde vasıfsız işgücü azalmakta yerine

vasıflı işgücü ihtiyacı artmaktadır. Zira vasıflı işgücüne ödenecek ücret daha fazla olacaktır.

Teknolojik gelişmelerin işletme açısından önemi üretim maliyetlerini düşürmektir. Açıklamak gerekirse işletme için daha ucuz hammadde ve gereç kullanımı, üretim sürecini kısaltma daha az işçi kullanma bununla beraber daha kaliteli ürün üretimi gerçekleştirmektir. Bunların teknolojik gelişmelerle gerçekleştirildiği işletmelerde maliyetler düşmekte ve karlılık artmaktadır. Bu durumda işletme ihtiyaç duyacağı çalışma sermayesi ihtiyacı azalmaktadır.

Aksoya'a göre (1988) teknolojik gelişmeler ile meydana gelen daha kaliteli ürünler satış vadelerini kısaltmaktadır. İşletme karlılığı arttığından işletmeler çalışma sermayesi ihtiyacını bu kardan finanse edebilmektedir.

Teknolojik gelişmelerin avantajı olduğu gibi dezavantajı da bulunmaktadır. Teknolojik gelişmelere ayak uydurabilmek için yatırımlar yapılmalı bu gelişmeler satın ve kiralanmalıdır. Satın veya kiralanma yolu işletmeden nakit çıkışı demektir. Bu durumda işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını artmaktadır.

3.2.4. Yatırım Teşvikleri Tedbirleri

Teşvikler ülkelerin genel ekonomi politikalarından çok etkin bir rol oynayan birimlerin belirli davranışlara yönlendirmeyi amaçlayan uygulamalardır. İşletmelerin toplam yatırım hacimlerini arttırmak suretiyle yatırım teşvikleri uygulamalarıyla üretim ve istihdam arttırılmakta, geri kalmış bölgeler gelişmekte ve sektörel gelişim sağlanmaktadır.

Teşvikleri verildiği dönemlere göre ayırabiliriz bunlar (Aşıkoğlu, 1988: 57-132);

A- Yatırım döneminde uygulanan teşvikler

- Gümrük muafiyeti,
- Kaynak kullanımı destekleme payı,
- Teşvik primi,
- Vergi resim ve harç istisnası,
- Katma değer vergisi erteleme
- Bina inşaat harcı istisnası

- Düşük faizli ç ve dış yatırım kredisi,
- Döviz tahsisi

B- İşletme döneminde uygulanan teşvikler

- Yatırım indirimi
- Finansman fonu ayrılması
- Yatırım malı imalatçı teşvik kredileri
- Düşük faizli çalışma sermayesi kredisi temini

C- Hem yatırım hem de işletme döneminde uygulanan teşvikler

- Konut inşaatlarında ve kalkınmada öncelikli alanlarda yapılan teşvikler
- Rıhtım resmi muafiyeti
- Özel önem taşıyan sektörler ve kalkınmada öncelikli alanlarda çalışanların ücretlerindeki vergilendirilmede indirim yapılmasıdır.

3.2.5. Finans Kurumlarının ve Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi

Finansal kurumların çalışma sermayesi yapısını incelemeden önce, bu kurumların yer aldığı piyasalar ve bu piyasaların sektördeki yerini araştırmamızda yarar vardır. Başoğlu ve arkadaşlarına göre (2001) finansal kurumlar finansal amaçlı girişimlerdir. Müşterilerine sağladıkları hizmetler, müşteri hesabına finansal varlıkların değişimlerini sağlama, kendi hesaplarına finansal varlıkların değişimini sağlama, müşterilerinin ihtiyaç duyduğu finansal varlıklarını çıkartmak veya düzenlemek, satışını sağlamak, pazarlamasını yapmak, yatırım danışmanlığı yapmak, portföy yöneticiliği hizmeti vermektir. Örneğin; bankalar, borsalar, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, leasing (kiralama) şirketleri, sigorta şirketleri v.b kurumlar finansal kurumlardır.

Finansal piyasalar ise kıymetli evrakların alınıp satıldığı platformlara denmektedir. Başka bir ifadeyle, mali varlıkları arz ve talep edenlerin bir araya geldikleri piyasalardır. İşletmeler mal ve hizmetlerini sürekli olarak üretmeye devam etmeleri için gerekli olan fonların akımı finansal piyasalarda gerçekleşmektedir. Bu piyasalar eğer uzun vadeli fonların arz ve talep kaynaklarını bir araya getiriyorsa sermaye piyasası, eğer kısa vadeli fonların arz ve talep kaynaklarını bir araya getiriyorsa para piyasası adı verilmektedir.

İşletmelerde amaç bu gerekli fonları fazla masrafa girmeden sağlamaktır. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ülkeler için bunu söylemek mümkün olmaktadır. Bu gelişmiş finansal piyasaların olduğu dönemlerde işletmeler kolaylık istedikleri fonları ucuz maliyete elde ettiğinden iç tasarrufları artar, yatırım harcamaları artar, verimlilik artar, çalışma sermayesi sıkıntısı çekmezler. Böyle gelişmiş piyasalarda işletmelerde çalışma sermayesi ihtiyacının miktarı da azalmaktadır. Çünkü işletmeler mevsimsel ve konjoktür dalgalanmalara karşı işletme kasasında para tutmazlar ve borçları için hazır halde nakit tutmazlar bu durumun sağladığı atıllık durumundan etkilenmemektedirler.

Finansal piyasaların gelişmediği ülkelerde ise fon bulmak için ödenen maliyetlerin fazla olması ve ulaşmadaki güçlükler işletmelerin karşısına çıkmaktadır. Gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerdekinin aksine işletmeler mevsimsel ve konjoktür dalgalanmalara karşı işletme kasasında para tutarlar ve borçları için hazır halde nakit bulundururlar. Dolayısıyla bu tipi finansal piyasalardaki işletmeler daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı duyarlar.

3.3. Finansal Oran Analizi İle Çalışma Sermayesi Unsurları Arasındaki İlişki

Finans dünyasında oran analizi, işletmelerin mali tablolarında yer alan en az iki grup olmak şartıyla birbirlerine oranlaması ve yorumlanması mantığına dayanmaktadır. İşletmelerin finansal tablolarında yer alan bu kalemlerin arasında matematiksel bir ilişki kurmak şartıyla birbirlerinin yüzdesi veya katı biçiminde analiz etmeye olanak sağlayan analiz tekniğine oran analizi denilmektedir.

Bir işletmenin varlık ve sermaye durumu hakkında bilgi sahibi olmak, işletmenin gelişme durumu hakkında tespitlerde bulunmak, işletmenin piyasadaki yeri hakkında bilgi sahibi olmak, diğer işletmelerle karşılaştırmak bir işletmenin finans yöneticisi için çok önemlidir. Bir işletmenin finansal performansına etki eden bir çok faktör bulunmaktadır. Bu yüzden finansal oran analizi yardımıyla işletmelerin mali tablolarında yer alan veriler kullanılarak yapılan oranlama ve yorumlamalar ile işletme durumu hakkında doğruya yakın analizlerde bulunabiliriz.

İşletme yöneticilerinin amaçları işletmelerin varlıklarını ve kaynaklarını olabilecek en az maliyetle kullanarak işletmeyi kara geçirmektir. Bu amaç doğrultusunda finansal oran analizi ile işletme yöneticileri için gerekli olan bilgiyi

elde ederler. Finansal oran analizinde sadece oranlamaları yapabilmek yeterli değildir. Oluşan oranların finansal anlamlarını da işletme yöneticisi bilgi ve yetenekleri doğrultusunda yorumlamalıdır. Sonuç olarak oranların finansal anlamları doğrultusunda oluşan yorumlama sayesinde işletme yöneticisi durum tespiti yaparak, işletmenin geleceği hakkında tahminlerde bulunacaktır.

Çalışma sermayesi ile olan ilişki ise, işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı olan miktar işletme yöneticileri tarafından belirlenmektedir. Gerekli olan seviyeden az veya fazla olması işletme açısından bazı sıkıntılara yol açmaktadır. Çalışma sermayesi miktarının yeterliliğini anlamak için işletme yöneticileri bu başlıkta bahsedilen finansal oran analizi sonuçlarından faydalanmaktadırlar. Gerekli olan hesaplamalar ve oranlamalardan elde edilen verilerin vermiş olduğu bilgiler ışında işletme yöneticisi işletme açısından gerekli olan çalışma sermayesi miktarını belirlemektedir.

Çalışma sermayesinin yeterliliğinin ölçülmesinde kullanılan oranları bugüne kadar yapılan çalışmalar sonucunda literatürde likidite oranları, karlılık oranları, verimlilik oranları ve finansal yapı oranları başlıkları altında birleştirip incelenmektedir.

3.3.1. Likidite Oranları

Likidite, nakte dönüşme yeteneği olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin varlıklarının paraya çevrilme yeteneğidir (Aksoy, 1988, s. 46). Likiditenin bir anlamı da işletmelerin kısa vadeli borçlarının ödeme gücüdür.

Arat'a (2005: 92) göre likidite işletmenin çalışma sermayesi seviyesinin yeterli olup olmadığının saptanmasında önemli göstergelerden birisidir.

İşletmeler, öz kaynak ve kredileri birlikte kullanarak faaliyetleri sürdürmektedir. Kredi veren veya kredili mal ve hizmet satan işletmeler devamlılıklarını sağlamak için kredilerin zamanında geri ödenmesi gerekmektedir. İşletme yöneticileri bu doğrultuda işletmenin dönen varlıkları, borç sürelerinin denkliliğini sürekli olarak takip etmek zorundadırlar (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 49).

Bu noktada kısa vadeli borçların ödeme gücü işletmenin çalışma sermayesinin yeterli olup olmamasına bağlıdır. Likidite oranlarının analizinde

işletme yöneticileri bazı özellikleri dikkate almak gerekmektedir. Bunlardan bazıları; dönen varlıkların iş hacmine oranla gösterdiği eğilim, stokların niteliği, iş hacmine göre işletmenin çalışma sermayesinin uygunluğu, alacakların tahsil süreleri v.b. özelliklere dikkat etmeleri gerekmektedir. Çünkü bu özellikler dikkate alınmadan yapılacak analizler sonucu yapılacak tahmin ve yorumlar işletmenin gerçek durumu hakkında yetersiz ve yanlış veriler sunacaktır. Bu durum işletmenin yetersiz çalışma sermayesi faaliyetlerine devam etmesine ve işletmenin olumsuz etkilenmesine yol açabilmektedir.

Çalışmada yapılan literatür taraması sonucunda yapılan çalışmalarda en çok kullanılan likidite oranları olarak karşımıza *cari oran* ve *likidite oranı* çıkmaktadır.

Cari oran, brüt çalışma sermayesi ile kısa vadeli borçlar arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Yıl içerisinde paraya çevrilebilecek yıl içerisinde ödenecek borçlara oranı olarak da belirtilmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2013: 200). Cari oran aşağıda belirtilen formülden elde edilmektedir.

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

İşletmeler duran varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynaklardan fazla olmasını isterler. Bunun nedeni olarak istenen bu fazlalık işletmenin çalışma sermayesi miktarının işletme adına yeterli olduğunu göstermektedir.

Likidite oranı ise, literatürde asit test oranı olarak da adlandırılmaktadır. Dönen varlıkların içerisinde yer alan bazı kalemler paraya çevrilme yeteneği olarak zayıf kalan varlıklardır. Bu kalemlerin dönen varlıklardan çıkarılması ve kalan kısmın kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle elde edilen orana *likidite oran* denmektedir. Likidite oranının formülü aşağıdaki belirtilmektedir.

$$\text{Likidite Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynakalar}}$$

Stokların dışında kalan çalışma sermayesi miktarının yeterliliğini ölçmektedir. Bu oranlar hesaplandıkları tarihteki durumu göz önüne sererler bu hususta işletme yöneticilerinin dikkatli olmaları bu kalemlerle ilgili başka bir işlem gerçekleştiği anda bu oranlar güncellenmelidir.

3.3.2. Verimlilik Oranları

Verimlilik; bir üretim veya hizmet prosesi sonucu üretilen çıktı ile bu çıktının ortaya çıkmasında kullanılan girdiler arasındaki ilişkidir. Verimlilik işletme kaynaklarının ne kadar etkin bir şekilde kullanıldığını göstermektedir. Tangen'e göre (2005: 39) verimlilik ile karlılık arasındaki ilişkide özellikle orta ve uzun vadede verimlilik artışı sağlamadan işletmelerde karlılığın sürdürülebilmesi olanaksızdır karlılık zamanla düşmektedir. Verimlilik artışı etkisi kısa vadede karlılık artışı sağlamayabilmekte ama uzun vadede etkisini göstermektedir.

Verimlilik işletme yönetimi açısından oldukça önemlidir. İşletmelerin genel durumunu ve başarı derecesini gösteren verimlilik oranları işletmelerin denetim aracı olarak kullanılabilirler. Verimlilik oranlarından elde edilen veriler işletme yöneticileri ve yatırımcılar tarafından yorumlanır ve işletmelerin kaynaklarının ne kadar verimli kullanıldığı ve bunun işletmenin finansal yapısına yapmış olduğu katkıyı inceleyerek sonuç olarak kendilerine bir yol haritası oluşturmaktadırlar.

Çalışmada yapılan literatür taraması sonucunda yapılan çalışmalarda en çok kullanılan verimlilik oranları; *alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif devir hızı, alacak tahsil süresi, stok devir süresidir.*

Alacak devir hızı, işletmenin alacaklarının yılda kaç kez tahsil edilebildiğini gösteren orandır. İşletmelerin tahsil kabiliyetini ve likiditesi hakkında bilgiler vermektedir. Alacak devir hızı formülü aşağıdaki gibidir.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Net Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızının yüksek oluşu işletmelerin alacaklarını tahsil kabiliyetinin yüksekliğini göstermekte ve işletmenin başarısını yansıtmaktadır. İşletmelerin alacaklarının finansmanın daha az fona ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. Yani alacaklarını yüksek bir devir hızı ile tahsil eden işletmelerde daha az çalışma sermayesi ihtiyacı doğabilmektedir.

Alacak devir hızının yavaş oluşu işletmelerin alacaklarının tahsilinde sorunlarla karşılaştığını göstermektedir. İşletmelerin rekabet gücünün zayıflığını, tahsilat politikasının yetersizliğini de göstermektedir. Alacak devir hızlarının düşük

olduğu işletmeler alacaklarının finansmanında daha çok fona ihtiyaç duyarlar ve bu durumda daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı doğabilmektedir.

Alacak devir hızı hesaplamasından elde ettiğimiz değerden alacakların ortalama tahsil süresini hesaplamak içinde faydalanırız. Alacakların tahsil süresi, ortalama kaç günden tahsil edildiğini göstermektedir. Aşağıda yer alan formülle elde edilir.

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{365 \text{ veya } 360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Alacak Tahsil süresi ile alacak devir hızı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Arat'a göre (2005: 110-111), alacak tahsil süresi azaldıkça, alacak devir hızı yükselmektedir. Alacakların tahsil süresinin azalması işletmeye borçluların borçlarını vadesinde ödemediğini göstermektedir. Alacak tahsil süresi kısa olan işletmelerde çalışma sermayesi ihtiyacı azalmaktadır. Alacak tahsil süresinin uzun olduğu işletmelerde alacakların tahsili riske girme durumundan dolayı çalışma sermayesi ihtiyacı artmaktadır.

İşletmelerdeki stokların yılda kaç kez devrettiğini ve stok yönetiminin etkinliğini gösteren gösterge *stok devir hızı* oranıdır. İşletmelerin mal ve mamul stoklarının yılda kaç kez nakte dönüştüğünü göstermektedir. Stok devir hızı aşağıdaki formülle elde edilmektedir.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Formülde yer alan ortalama stoklar, dönem başı sok miktarı ile dönem sonu elde bulunan stok miktarının toplayıp ikiye bölünmesiyle elde edilmektedir. Stok devir hızının yüksek olduğu işletmelerde rekabet gücü daha fazladır. Daha mal ve mamulün yıl içerisinde nakte çevrildiğini göstermekte ve bundan dolayı çalışma sermayesi ihtiyacının azaldığı görülmektedir. Stok devir hızının düşük olması, işletmelerde ise stok tutma maliyetlerinin artmasına, finansman ihtiyacına, malların fiyatlarının düşmesiyle zarar ve demode mallar tutulduğundan satış kabiliyetinin zayıflamasına neden olmaktadır. İşletmenin finansman ihtiyacı artacağından daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Bir diğerk stoklarla ilgili devir hızı oranı stok devir süresidir. İşletmelerin stoklarının yıl içerisinde kaç kez yenilendiğini göstermektedir. Yüksek olan bir stok devir süresi hakkında oranın ait olduğu işletmenin satış gücünü çekmediği gözlemlenmektedir. Stok devir süresinin uzaması, işletmenin satış gücünü çektiğine ve çalışma sermayesi ihtiyacının arttığını göstermektedir. Stok devir süresi ile ilgili formül aşağıda görölmektedir.

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

Son olarak verimlilik oranlarından olan aktif devir hızı, işletmelerin işletme varlıklarının her bir lirasından yarattığı geliri hesapladığı orandır. Bu oran sayesinde işletmelerin varlıklarını gelir elde etmek için etkin ve verimli kullanıp kullanmadığını ortaya koyar. Oran iki ile dört arasında ise işletme adına olumlu bir göstergedir. Bir işletmenin varlık yapısı içerisinde olan duran varlıkların göreceli önemini yansıtır. Duran varlıklar toplam aktifler içerisinde geniş bir yer tutuyorsa aktif devir hızını yavaşlatan hususlardan birisidir (Arat,2004: 117). Oranı elde etmek için kullanılan formül aşağıda belirtilmektedir.

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif (Varlık) Toplamı}}$$

Aktif devir hızı yüksek olan işletmeler kapasitelerinin tamama yakın bir şekilde çalıştığını göstermektedir. İşletmelerde satışlar üzerinden sağlanan karlılığın sabit kalması durumunda, işletmenin yatırım karlılığını aktif devir hızı belirlemektedir.

3.3.3. Karlılık Oranları

İşletmelerin, karı ile özkaynak arasında ilişkilerini saptamak için kullanılmaktadır. İşletmelerin ana amaçları kar elde etmektir.. İşletmenin başarı göstergeleri arasında yer alan karlılık oranları elde edilen karın yeterli olup olmadığını anlamak için şu faktörlere dikkat eder (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 71);

- Sermayenin alternatif alanlarda kullanılmasıyla işletmenin elde edeceği gelir,
- Ekonomik şartlar ve piyasaların durumu,

- İşletmenin yıllara göre kar gelişim seyri,
- Endüstride yer alan diğer işletmelerin kar oranları.

Literatür incelemeleri sonucunda işletmeler için karlılık kavramının geniş bir kapsamda ve birbirinden farklı karlılık hedeflerinin olduğu ve bu hedefler doğrultusunda oluşturulan ölçekler ile birçok karlılık oranı tespit edilmiştir. Bu oranlardan en yaygın olarak kullanılanların *özsermaye karlılığı* ve *aktif karlılık* oranlarıdır.

Özsermaye karlılığı (Return on Equity, ROE), işletme paydaşlarının işletmeye koydukları sermaye karşılığında ne kadar kar sağladıklarını, yani bir sermaye karşılığında ne kadar birim kar elde edildiğini bildiren göstergelerdir. İşletme paydaşlarını en çok ilgilendiren oranlardır. İşletmelerin yönetim performansı göstergesi olması yönüyle oldukça önem arz etmektedir. İşletmenin bir dönem boyunca elde ettiği kar miktarından vergiler düşüldükten sonra bu tutarının işletmenin toplam özkaynaklarına bölümünden elde edilmektedir. Bu çalışmada yer alan BİST Yıldız Endeksi'nde yer alan işletmelerin özsermaye tutarlarının toplam sermayelerinin içindeki payının en az %75 olması durumu da bu çalışma açısından öz sermaye karlılık oranını önemli kılmaktadır.

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Özkaynaklar}}$$

Bir diğer karlılık oranı aktif karlılık (Return on Assets, ROA), işletme varlıklarının yöneticiler tarafından karlı bir şekilde kullanılıp kullanılmadığını ifade eden göstergedir. Varlıklardaki bir birim karşılığında işletmeye ne kadar birim kar sağladığını ortaya koymaktadır. Aktif karlılık formülü aşağıda belirtilmektedir.

$$\text{Aktif Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler (Varlıklar)}}$$

Karlılık çalışma sermayesi ihtiyacını gidermek için kullanılan kaynaklar arasında yer almaktadır. Varlıkların kullanımı ile karlık arasındaki ilişki sonucu varlıkların etkin kullanılmasıyla karın oluşması beklenmektedir. Karlılık oranları çalışma sermayesi yeterliliği tespitinde iyi yorumlanması gerekmektedir.

3.3.4. Finansal Yapı Oranları

İşletmelerin finanse edilmesinde ne kadarında borçların ne kadarında özsermayenin kullanıldığını ifade eden göstergelerdir. Borçlanma oranları olarak da adlandırılmaktadır. Bu oranlar, işletmelerin özkaynaklarının yeterli olup olmadığı göstermektedir. İşletmelerin yabancı kaynak kullanımını toplam kaynaklarında önemli bir yer alıyorsa bu durum, işletme ve işletmeye kredi verenler için risk taşımaktadır. Finansal yapı oranları, işletmelerin özsermayesi ve varlıklarının ne kadarının borçlarla finanse edildiğini, bu borçların ne kadarının kısa vadeli olduğunu, işletme varlıklarının ne kadarının likit olduğunu göstermektedir.

Tekbaş'a (2015) göre finansal yapı oranları, işletmelerin finansmanı bölümünde kullanılan borçları ölçmeye yarar. Bu oranlar ile işletme borçlarının işletmenin finansal durumuna etkisinin ne olduğu incelenmektedir. Borçların işletmenin öz kaynakları ile ilişkisi ile maddi duran varlıkların finansmanında kullanımları ve borçlanma giderleri dönem karıyla karşılanışı ele alınmaktadır.

İşletmelerin yabancı kaynak kullanımının kar veya zarar etkisi finansal kaldıraç olarak adlandırılmaktadır. İşletmenin toplam varlıklarından sağladığı karlılık, yabancı kaynakların maliyetlerinden yüksek ise finansal kaldıraç olumlu, küçük ise olumsuz çalıştığı gözlemlenmektedir. İşletme sahipleri ve yöneticileri amaç olarak az sermaye tutarı ile daha çok finansman kaynağı (*borçlanma*) oluşturmak isterler eğer, elde ettikleri kar kullandıkları borçların maliyetinden yüksek ise işletmelerin öz sermaye tutarları da yükselmektedir. Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynakla finanse edildiğini gösteren *kaldıraç oranı* aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlıklar (Aktifler)}}$$

Literatürde yer alan finansal yapı oranlarından en yaygın kullanılan oranlardan birisi de *toplam borç/özsermaye oranı*dır. Bu oran yabancı kaynaklar ile öz kaynaklar arasındaki ilişkiyi, işletmenin büyümesinin nasıl finanse edildiğini göstermektedir. Bu oranın bir olması normal karşılanmaktadır. Birden büyük olan toplam borç/öz sermaye oranı işletme sahiplerinin işletmeye kredi verenlerden daha

az yatırım yaptıklarını göstermektedir. Bu durum işletmenin ağır bir faiz yükü altında olduğunu göstermektedir. Bu oranın formülü aşağıda belirtilmektedir.

$$\text{Toplam Borç Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Özsermaye}}$$



4. METODOLOJİ

Bu çalışmanın temel amacı, pay senetleri Borsa İstanbul (BİST) Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerin finansal yönetim performanslarına ilişkin bir değerlendirme yaparak, işletmelerin kârlılıklarını etkileyen çalışma sermayesi faktörlerini tespit etmektir.

Bilindiği üzere BİST Yıldız Endeksi veya diğer bir ifadeyle Yıldız Pazar fiili dolaşım oranına göre piyasa değeri 150.000.000-TL ve üzeri olan payların kota alındığı bir pazardır. Dolayısıyla, bu pazarda işlem gören işletmeler faaliyet süresi, dönem kârı, asgari halka açık kısmın piyasa değeri, halka arz oranı gibi çeşitli ölçütlerin değerlendirilmesi sonucunda pazara kabul edilmektedirler. Buna göre BİST Yıldız Endeksine kota olmak isteyen işletmelerin finansal tablolarının hem bağımsız dış denetimden geçmiş olması hem de geçmiş iki hesap döneminde de dönem kârı açıklamış olmaları gerekmektedir. Ayrıca bu pazarda işlem görme talebinde olan işletmelerin Özsermaye / Sermaye Oranları' nın da en az 0,75 ve üzerinde bir değere sahip olması da zorunluluk arz etmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada yüksek öz sermaye oranına sahip işletmelerde çalışma sermayesi faktörleri ile varlık ve öz sermaye kârlılığı arasındaki ilişki de analiz edilecektir.

4.1. Model ve Veriler

Çalışmada BİST Yıldız Endeksinde işlem gören ve yüksek öz sermaye oranına sahip işletmelerin kârlılıkları üzerinde etkisi olduğu tahmin edilen çalışma sermayesi faktörleri panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sürecinde 88 işletmeye ilişkin 2010-2018 yılları içerisindeki yıllık verilerini kapsayan bir veri seti kullanılmış ve veri setinin oluşturulması sürecinde hesaplanan finansal oranlara ait bilgiler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nun resmi internet sitesinde yayımlanan finansal tablolardan elde edilmiştir. Çalışmanın kısıtları, çalışma Borsa İstanbul'da işlem gören yıldız endeksinde yer alan 2010-2018 döneminde sürekli olarak yer alan ve mali sektör dışında kalan işletmeler yer almaktadır.

Kurulan iki ayrı modelden; Model I' de bağımlı değişken Varlık Kârlılık Oranı (ROA, Return on Assets), Model II' de ise Özsermaye Kârlılık Oranı (ROE, Return on Equity)'dir.

Bununla birlikte, modellerde bağımlı değişkenler (ROA ve ROE) ile ilişkileri araştırılan ve çalışma sermayesi yönetim kararları üzerinde etkisi olduğu düşünülen faktörler, bir yazın taraması sonucunda yaygın olarak kullanılan değişkenler arasından seçilmiş ve belirlenen değişkenlerin kârlılık ile olan ilişkileri panel regresyon yöntemi yardımı ile analiz edilmiştir.

Oluşturulan panel veri seti ve kurulan modellerin test edilmesinde ise, Stata 14 ve E-Views 9 paket programlarından yararlanılmıştır. Çalışmada kurulan modellerdeki değişkenlere ait açıklama ve sembollere ise Tablo 4.1’de yer verilmiştir:

Tablo 4.1. Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Değişkenler	Açıklama	Sembol
Varlık Kârlılık Oranı	Net Kâr/ Toplam Varlık	AK
Özsermaye Kârlılık Oran	Net Kâr/ Toplam Özsermaye	OS
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	CO
Likit Oranı	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	LO
Alacak Devir Hızı	Ticari Alacaklar / Net Satışlar	ADH
Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Aktif Toplamı	AKDH
Stok Devir Hızı	Sat. Mamuller Maliyeti / Ort. Mamul Stokları	SDH
Büyüklik	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	BYK
Cari Var./Top.Var. Oranı	Cari Varlıklar / Toplam Varlıklar	CVTV
Borç Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Ticari Borçlar	BDH
Nakit Dönüşüm Döngüsü	Stok Devir Süresi + Alacak Tahsil Süresi – Borç Tediye Süresi	NDD
Finansal Kaldıraç Oranı	Top. Borçlar / Top. Varlıklar	KLD

Çalışmada iki ayrı model kurularak, kârlılık ile çalışma sermayesi faktörleri arasındaki ilişki panel regresyon analizi yöntemi ile test edilmiştir. Kurulan modellerden ilki olan Model I’ de bağımlı değişken varlık kârlılık oranıdır ve BİST Yıldız Endeksine kota olmuş işletmelerin varlık kârlılıkları ile ilişkisi olduğu tahmin edilen çalışma sermayesi faktörlerinin belirlenmesi amacı ile kurulan denklem (4.1) aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$ROA_{i,t} = c + a_1(ADH)_{i,t} + a_2(AKDH)_{i,t} + a_3(SDH)_{i,t} + a_4(SIZE)_{i,t} + a_5(CVTV)_{i,t} + a_6(NDD)_{i,t} + a_7(BDH)_{i,t} + a_8(KLD)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

Bununla beraber, kârlılık ile çalışma sermayesi faktörleri arasındaki ilişkinin test edildiği diğer model, Model II’ dir. Bu modelde öz sermaye kârlılık oranı bağımlı değişkendir ve BİST Yıldız Endeksine kota olmuş işletmelerin öz sermaye

kârlılıkları ile ilişkisi olduğu tahmin edilen çalışma sermayesi faktörlerinin belirlenmesi amacı ile kurulan denklem (4.2) ise aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$ROE_{i,t} = c + a_1(ADH)_{i,t} + a_2(AKDH)_{i,t} + a_3(SDH)_{i,t} + a_4(SIZE)_{i,t} + a_5(CVTV)_{i,t} \\ + a_6(NDD)_{i,t} + a_7(BDH)_{i,t} + a_8(KLD)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.2)$$

Diğer yandan, denklem (1)'de; “ $ROA_{i,t}$ ” BİST Yıldız Endeksi işletmelerin varlık kârlılık oranlarını, denklem (2)'deki; “ $ROE_{i,t}$ ” ise BİST Yıldız Endeksi işletmelerin öz sermaye kârlılık oranlarını göstermektedir. “ c ” sabit değişken, “ α_n ” değişkenlere ait eğim katsayılarını, “ ε ” hata terimini, “ i ” ve “ t ” indisleri ise değişkenlerin her yatay kesit (işletme) ile zaman serisine (dönem) ilişkin değerlerini göstermektedir.

4.2. Panel Veri Yöntemi Seçimi

Finansal ekonometri alanında yapılan çalışmalarda hem yatay kesit hem de zaman serisi unsurlarını eş zamanlı olarak analiz etmede kullanılan yöntem panel veri analizi yöntemi denilmekte ve bu yöntemin uygulanabilmesi için ise bazı varsayımların gerçekleşmesi gerekmektedir. Söz konusu varsayımları; yatay kesit bağımlılığının olmaması (cross-sectional dependence), serilerin durağan olması, değişen varyansın (heteroskedasite) bulunmaması, çoklu doğrusal bağlantı (multi-collinearity) ve farklı gözlemler için aynı hatalar arasındaki ilişkiyi temsil eden korelasyon probleminin bulunmaması olarak sıralamak mümkündür.

Öte yandan, panel veri analizi yönteminin kullanıldığı modellerde; Havuz Modeli, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli olmak üzere üç yaklaşım bulunmaktadır. Bu yöntemlerden, Sabit Etkiler Modeli' nin kullanıldığı analizlerde, belirli bir birey, işletme veya ülkeye odaklanıldığı için sonuçlar bu kesitlerin davranışlarıyla sınırlı olmaktadır. Ancak, tesadüfi etkili panel veri modellerinde birimlerde, zamanda ve hem zamanda hem de birimlerde meydana gelen değişimler modele hata teriminin bir bileşeni olarak eklenen geniş bir evrenden seçildiği için model dışı faktörlerin etkileri de gözlemlenebilmektedir. Havuz Modeli' nde ise, ortak sabit tahmin edicisi, her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ettiği için, α eğim katsayısının kesit birimler için aynı olduğu varsayılmaktadır. Ancak, panellerin mikro veya makro özellik göstermeleri gerçekleştirilecek işlemlerde farklı uygulamaların kullanılmasına yol açmaktadır. Örneğin Baltagi (2013)'ye

göre uzun yatay kesit ve kısa zaman serisi boyutuna sahip paneller mikro panel, en az 10-20 dönemi kapsayan uzun zaman boyutuna sahip paneller ise makro paneller olarak kabul edilmektedir. Mikro panellerde uzun N (yatay kesit) ve sabit T (zaman) boyutu gerektiği için serilerde durağanlık koşulunun sağlanmasının zorunluluğu gerekli değilken, uzun N ve uzun T boyutuna sahip makro boyutlu panellerde durağanlık varsayımının sağlanması elzemdir (Baltagi, 2013: 1). Dolayısıyla bu çalışmaya konu olan veri seti hem yatay kesit hem de zaman serisi boyutu göz önünde bulundurulduğunda bir mikro panel veri seti olduğundan bundan sonraki açıklamalar, mikro panel veri varsayımları altında yapılmıştır.

Bununla beraber, finansal ekonometri alanında yapılmış çalışmalar incelendiğinde hem zaman hem de yatay kesit analizini eşanlı olarak gerçekleştirme olanağı sunan panel veri analizlerinde değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için, değişkenlerin durağan olması koşulunun sağlanması gerektiği gözlemlenmiştir. Fakat daha önce de belirtildiği üzere, minimum 2 yatay kesit ve maksimum 10-20 arasında zaman boyutuna sahip panellere mikro panel, minimum 7-20 yatay kesit ve minimum 20-60 dönemi kapsayan panellere ise makro panel denilmektedir (Baltagi, 2013: 14-20). Dolayısıyla, uzun zaman boyutuna sahip makro paneller ile yapılan analizlerde zaman serilerinde durağanlık ve yatay kesit bağımlılığının olmaması gibi varsayımların sağlanması beklenmekte iken, mikro panel ile yapılan çalışmalarda bu varsayımların sağlanması zaman boyutunun kısalığı nedeni ile gerekmemektedir (Baltagi, 2013: 1). Bu nedenle, bu çalışma kapsamı 88 yatay kesit ve 9 zaman boyutunu kapsayan bir mikro panel veri setinden oluştuğundan izleyen aşamalarda analizlerde değişkenlerin durağanlığı ve yatay kesit bağımlılığına ilişkin varsayımlar göz ardı edilmiştir.

5. BULGULAR

Çalışmanın bu kısmında, mikro panel veri analizi yöntemi ile yapılan çalışmalarda, analiz sürecine etki eden varsayımlara yer verilmiş ve ulaşılan sonuçlar da detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

5.1. Çoklu Doğrusal Bağlantı (Multi-Collinearity)

Panel veri analizlerinde regresyon işlemlerine başlamadan önce bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyon derecesinin neden olduğu olumsuz durumlar nedeni ile ortaya çıkan çoklu doğrusal bağlantı sorununun test edilmesi gerekmektedir (Gujarati, 2004: 342). Bu sorunun tespit edilerek, soruna sebebiyet veren değişkenlerin elenmesi ve bertaraf edilmesi için ise değişik yöntemler kullanılabilir. Bu yöntemlerden biri de Varyans Artırıcı Faktör (Variance Inflation Factor, VIF) yöntemi olup, bu çalışmada çoklu doğrusal bağlantı sorununa ilişkin tespitin bu yöntem ile yapılmasına karar verilmiştir. Yöntemin uygulanma sürecinde, tüm bağımsız değişkenler, sırayla bir kez bağımlı değişken olarak tayin edilmekte ve modeller kurulmaktadır. Diğer değişkenler ise bağımsız değişken olarak bırakılarak, tahmin edilen modellerde $[1/(1-R^2)]$ formülü ile hesaplanan R^2 değerlerine göre sonuca varılmaktadır (O'Brien, 2007: 673-675). VIF değerinin 4'e eşit veya 4'den büyük olması durumu regresyon modelinde yer alan değişkende çoklu-doğrusal bağlantı sorunu olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmekte ve bu değere eşit veya bu değerden büyük değerlere sahip değişkenler çoklu doğrusal bağlantı sorununun bertaraf edilmesi için modelden çıkarılmaktadırlar. Bu noktadan hareketle yapılan VIF analizi sonucunda elde edilen sonuçlar aşağıda yer alan Tablo 5.1'de gösterilmiştir:

Tablo 5.1 Değişkenlere İlişkin VIF Değerleri

Değişkenler	VIF	1/VIF
<i>LO</i>	5.68	0.175972
<i>CO</i>	5.24	0.190873
KLD	1.98	0.503836
NDD	1.29	0.777460
SIZE	1.27	0.788398
ADH	1.54	0.064946
BDH	1.19	0.837756
AKDH	1.89	0.527954
SDH	1.22	0.819025
CVTV	1.68	0.596449

Tablo 5.1’den görüldüğü üzere, VIF değeri sonucu “4” değerinin üzerinde olan iki adet bağımsız değişken bulunmaktadır. Dolayısıyla, çalışmanın bu noktasından sonra çoklu doğrusal bağlantı problemine neden olacak bu değişkenlerden biri (*LO* veya *CO*) analiz kapsamından çıkarılarak, kalan testlerin diğer değişkenler ile yapılmasına karar verilmiş ve çalışmaya diğer analizler ile devam edilmiştir.

Bilindiği üzere panel veri modellerinin tahmininde havuz (pooled) yöntemi, sabit etkiler (fixed effects) ve tesadüfi etkiler (random effects) olmak üzere üç yaklaşım vardır. Dolayısıyla analizlere hangi yöntem ile devam edileceğini belirleyebilmek için verilerin havuzlanıp (pooled) havuzlanmayacağını F-testi ile sınamak gerekmektedir. Çünkü eğer veriler birimlere göre farklılık göstermiyorsa havuz modeli, eğer farklılık gösteriyor ise de sabit etkiler modeli tercih edilmelidir (Tatoğlu, 2013: 164). Başka bir deyişle, panel veri modellerinin tahmininde havuz (pooled) veya sabit etkiler regresyon modellerinden hangisinin geçerli olacağı kararı F Testi ile verilmektedir. Bu nedenle de, verilerin birimlere göre farklılıkları F-testi ile yardımıyla sınanmıştır. Dolayısıyla, çalışma kapsamında oluşturulan her iki model de, sabit etki varsayımı altında ayrı ayrı tahmin edilerek, verilerin havuzlanıp (pooled) havuzlanamayacağı her iki model için de test edilmiş ve ulaşılan sonuçlara da aşağıdaki Tablo 5.2’de yer verilmiştir.

Tablo 5.2. F-Testi Sonuçları

<i>Test Özeti</i>	<i>Model I</i>		<i>Model II</i>	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
F-Grup Sabit Etkiler	7.383994	0.0000	3.571762	0.0000
F-Zaman Sabit Etkiler	1.125557	0.3436	0.460376	0.8840
F-İki Yönlü Sabit Etkiler	6.947099	0.0000	3.317686	0.0000

Tablo 5.2’de sunulan F-Testi sonuçlarından da görüldüğü üzere veri setinin iki boyut için eşanlı olarak havuzlanabileceği hipotezi her iki modelde de 0,05 hata payı ile reddedilmiştir. Ancak F-Testi sonuçları her ne kadar panel veri modelinin tahmininde havuzlanmış (pooled) regresyon modeli yerine sabit etkiler regresyon modelinin kullanılması gerektiğini işaret etmekteyse de, veri setinde tesadüfi etkilerin söz konusu olup olmadığının da test edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle de, bir sonraki aşamada her iki modele ilişkin veri setleri bu kez de Breusch ve

Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi ile de sınıanmışlar ve elde edilen sonuçlar da aşağıdaki Tablo 4' de gösterilmiştir.

Tablo 5.3 Breusch & Pagan LM Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>Model I</i>		<i>Model II</i>	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Breush-Pagan LM	502.61	0.0000	128.57	0.0000

Yukarıda yer verilen Tablo 5.3' den de görüldüğü üzere veri setlerinin havuzlanabileceği hipotezi her iki model için de ayrı ayrı test edilmiş ve her iki model için de verilerin havuzlanabileceği hipotezi 0,05 hata payı ile reddedilmiştir. Dolayısıyla her iki modelde de tesadüfi etkilerin varlığı mevcuttur. Bu nedenle modellerin tahmin edilmesinde hangi yaklaşımın kullanılması gerektiğine ilişkin kararın Hausman testi sonuçlarına göre verilmesine karar verilmiştir.

Bilindiği üzere Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

H₀: Tesadüfi etkiler mevcuttur.

H_A: Tesadüfi etkiler yoktur.

Tablo 5.4. Hausman Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>Model I</i>		<i>Model II</i>	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Hausman	12.40	0.1916	19.04	0.0248

Hausman test istatistiklerinin sonucunda; ulaşılan 0,05'in altındaki bir olasılık değeri tesadüfi etkiler modelinin uygun olmayacağı, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Ancak Tablo 5.4'den görüldüğü üzere, Model I' de olasılık değeri (0,1916) 0,05 değerinden oldukça yüksek bir değer almıştır. Dolayısıyla Model I' de tesadüfi etkiler mevcuttur ve bu nedenle de Model I' in tahmin edilmesinde tesadüfi etkiler yönteminin kullanılmasına karar verilmiştir. Diğer yandan, Tablo 5.4'deki Model II'ye ilişkin Hausman testi sonuçları incelendiğinde ise, olasılık değerinin (0,0248) 0,05 değerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle, Model II için tesadüfi etkiler mevcuttur şeklinde kurulan H₀ hipotezi reddedilmiş ve bu modelin tahmin edilmesinde en uygun yöntemin sabit etkiler yöntemi olduğuna karar verilmiştir.

5.2. Otokorelasyon Testi

Model I' in tahmin edilmesinde tesadüfi etkiler, Model II' nin tahmin edilmesinde ise sabit etkiler yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra, veri setlerinde otokorelasyon probleminin olup olmadığının test edilmesi aşamasına geçilmiştir. Zira panel veri analizlerinde otokorelasyon önemli bir sorundur ve otokorelasyon problemi regresyon analizlerinde hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması durumunda gözlemlenmektedir. Ayrıca eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır (Brooks, 2008: 150). Dolayısıyla, çalışmaya konu olan veri setlerinde otokorelasyon probleminin olup olmadığı Wooldridge (2002) tarafından geliştirilen otokorelasyon testi ile araştırılmış ve test sonuçları ise aşağıdaki Tablo 5.5' de gösterilmiştir.

Tablo 5.5 Otokorelasyon Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>Model I</i>		<i>Model II</i>	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Wooldridge	0.023	0.8798	0.899	0.3457

Wooldridge (2002) otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modellerde “Otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan boş hipotezler her iki modelde de kabul edilmiştir. Başka bir deyişle, her iki modelde de, denklemlere ilişkin hata terimleri arasında otokorelasyon problemi bulunmamaktadır.

5.3. Değişen Varyanslılık (Heteroskedasite) Testi

Çalışmanın bir diğer aşamasına geçildiğinde modellerdeki varyans problemlerinin varlığı Breusch-Pagan / Cook-Weisberg yöntemi ile test edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo 5.6'da gösterilmiştir.

Tablo 5.6. Değişen Varyans Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>Model I</i>		<i>Model II</i>	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Breusch Pagan/Cook-Weisberg	108.26	0.0000	702.40	0.0000

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere olasılık varyansın değerleri her iki model de 0,05' den küçüktür. Dolayısıyla bu durum her iki modelde de değişen

varyans probleminin bulunmadığı üzerine kurulan sıfır hipotezlerinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle, kurulan modellere ilişkin veri setlerinde bir heteroskedasite problemi bulunmaktadır.

Bilindiği üzere lineer regresyon modellerinin varsayımları sağlandığında bu modellerin parametreleri yansız ve doğru sonuçlar vermektedir. Ancak gözlemler arasında hata terimlerinin varyansı farklılaştığında, değişen varyans sorunu baş göstermektedir. Nitekim hata terimleri değişen varyansa sahip ise, her ne kadar en küçük kareler tahmincisi yansızlığını koruyor olsa bile, katsayıların doğrulukları şüpheye yol açmaktadır. Üstelik standart hataların tahmincisi de tutarsız olmaktadır. Bu nedenle yatay kesit analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de bu durum sorun olarak karşımıza çıkmakta ve hem sabit hem de tesadüfi etkiler modellerinde değişen varyans problemi gözlemlendiğinde, tahminde bulunmak yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, kurulan modellerde değişen varyans sorunlarının ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bu nedenle de çalışmada kurulan her iki model için de değişen varyans sorunu altında parametre tahmini yapılmasına olanak sağlayan Beck ve Katz (1995)'in geliştirdiği standart hataların düzeltilmesi yöntemi uygulanarak modellerdeki değişen varyans problemleri bertaraf edilmiş ve ulaşılan nihai sonuçlara da aşağıdaki Tablo 5.7' de yer verilmiştir.

Tablo 5.7. Modellere İlişkin Panel Regresyon Sonuçları

<i>Model I (ROA)</i>			<i>Model II (ROE)</i>		
<i>Değişkenler</i>	<i>Katsayılar</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Değişkenler</i>	<i>Katsayılar</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
ADH	-0.0001177	0.841	ADH	-0.0012189	0.473
AKDH	0.0176851	0.000	AKDH	0.0533332	0.000
SDH	0.0002714	0.022	SDH	0.0019339	0.003
CO	0.0018745	0.510	CO	-0.0084563	0.157
CVTV	0.1223623	0.000	CVTV	0.3100459	0.000
SIZE	0.0082219	0.000	SIZE	0.0188058	0.000
NDD	-8.18e-06	0.804	NDD	0.0000463	0.749
BDH	-0.0005252	0.296	BDH	-0.0005376	0.747
KLD	-0.2084515	0.000	KLD	-0.4181473	0.000
C	-0.083162	0.102	C	-0.2787204	0.006
R-kare		0.260	R-kare		0.115
Olasılık Değeri		0.000	Olasılık Değeri		0.000

Tesadüfi etkiler regresyon modeli ile tahmin edilen Model I' e göre BİST Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerin varlık kârlılıkları (ROA) üzerinde varlık devir hızı (AKDH) oranının pozitif yönlü (0.0176851) ve anlamlı ($p=0.000$) bir etkisi olduğu (Tablo 5.7) görülmektedir. Bilindiği üzere varlıkların işletmeler tarafından verimli kullanılıp kullanılmadığının bir ölçüsü olarak kabul edilen varlık kârlılık oranı (ROA), işletmelerin finansman politika ve stratejilerine göre farklılıklar gösterebilmektedir. Zira geniş ölçüde yabancı kaynak kullanmayı tercih eden firmalar, faizden doğan yükümlülüklerden dolayı finansal risklere karşı daha duyarlı olduklarından, öz sermaye ile finansmanı tercih eden firmalara kıyasla varlık kârlılıkları daha düşük oranlarda gerçekleşmektedir. Bununla beraber, finans yazınında yer alan birçok çalışmada varlık kârlılığı ile varlık devir hızı arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çünkü varlık devir hızı oranı hem sermaye yoğunluğunun hem de etkin varlık kullanımının bir ölçüsü olarak yaygın bir şekilde kabul görmektedir. Bu çalışmada kurulan Model I ile de, varlık devir hızı oranının BİST Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerin kârlılıkları üzerindeki etkisinin varlığı test edilmiş ve bu işletmelerin varlık kârlılıkları ile varlık devir hızı oranları arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bilindiği üzere varlık toplamları içerisinde düşük sabit varlığa sahip işletmelerin varlık devir hızları da daha yüksek olmaktadır. Ayrıca bu oranın yüksekliği, işletmelerin kârlılıkları üzerinde de önemli bir etken oluşturmaktadır. Çünkü toplam varlıkları içerisindeki sabit varlık oranı yüksek olan işletmelerin, varlık devir hızı oranları düşükse, talepte oluşabilecek değişkenliklerden bu firmalar daha çok etkilenmektedirler. Nitekim kurulan Model I' e ilişkin panel regresyon sonuçlarına göre varlık kârlılığı ile varlık devir hızı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Ulaşılan bu sonuçlar ise; Helhel ve Karasakal (2017), Pattiasina vd. (2018), Kusuma ve Dhiyaullatief Bachtiar (2018), Yıldız (2019)'ın çalışmalarında elde ettikleri sonuçlar ile de tutarlıdır.

Diğer yandan, Model I' e ilişkin panel regresyon sonuçlarına bakıldığında (Tablo 5.7), stok devir hızı (SDH) ile varlık kârlılığı (ROA) arasında da pozitif yönlü (0.0002714) ancak zayıf ($p=0.022$) bir ilişki görülebilmektedir. Bununla beraber, finans yazınında varlık kârlılığı ile çalışma sermayesi unsurlarının önemli bir bileşeni olan stok devir hızı oranı arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada da; Ching vd. (2011), Napompech (2012), Sağlam (2014), Yılmaz (2015), Kusuma ve Dhiyaullatief Bachtiar (2018), bu çalışmada elde edilen bulgular ile tutarlı sonuçlara erişilmiştir. Zira firmalar stoklara az kaynak

bağlayarak, yüksek stok devir hızı ile çalışma stratejisini benimseme eğilimindedirler. Çünkü işletmelerin bu konudaki esas hedefleri sıfır stokla çalışmaktan ziyade, stok tutma veya stok tutmama maliyetlerini minimize etmektir. Ayrıca yüksek stok devir hızına sahip firmalar, düşük stok tutma maliyeti ve yüksek satış döngüsü ile kârlılıklarını artırabilme fırsatı yakalayabilmektedirler. İşte bu nedenden dolayı da firmalar kârlılıklarını artırabilme arzusu ile olabildiğince stok devir hızlarını yükseltme eğilimi içerisindeyler.

Öte yandan, bilindiği üzere çalışma sermayesinin özünü cari varlıklar ve cari varlıklara ilişkin bileşenler oluşturmaktadır. Bundan dolayıda, işletmelerin toplam varlıkları içerisindeki cari varlıkların nispi oranı, çalışma sermayesi yönetimine ilişkin kararların alınması, kârlılığın ve piyasa değerinin artırılması için büyük önem arz etmektedir. Zira cari varlıklar esasen çalışma sermayesi oluşturulmasında ve likiditenin artırılmasında aktif rol alırlar. Ayrıca cari varlıklar işletmelerin günlük faaliyetlerini finanse etmek ve devam eden operasyonlara ilişkin harcamalarını ödemek için kullanılan fonları temsil ettiğinden de büyük öneme haizdirler. Ancak temelde bu oran firmalarda kapasite kullanım oranıyla da yakından ilişkilidir ve varlık devir hızı yüksek olan firmalarda atıl kapasite düşüktür. Dolayısıyla bu çalışmada, BİST Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerinin cari varlık / toplam varlık oranları (CVTV) hesaplanarak, kurulan Model I' de bağımlı değişken olan varlık kârlılığı (ROA) üzerindeki etkileri panel regresyon analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Panel regresyon analizi sonuçlarına göre (Tablo 5.7) çalışmada yer BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin varlık kârlılıkları (ROA) ile cari varlıkların toplam varlıklara oranı (CVTV) değişkeni arasında pozitif yönlü (0.1223623) ve anlamlı ($p=0.000$) bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçla, yüksek öz sermaye seviyesine sahip BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin cari varlık oranlarını artırıp, yüksek kapasite ile faaliyetleri yürüterek, kârlılıklarını artırma politikası izlediklerini söylemek mümkündür. Nitekim ulaşılan bu sonuç; Singh ve Pandey (2008), Nazir ve Afza (2009), Arshad ve Gondal (2013), Meder Çakır (2013), Helhel ve Karasakal (2017)' in çalışmalarında elde ettikleri sonuçlar ile de tutarlılık göstermektedir.

Bununla beraber, finans yazınında yer alan ve çalışma sermayesi faktörleri ile kârlılık arasındaki ilişkinin test edildiği birçok çalışmada firma büyüklüğü faktörünün etkisi de analiz süreçlerine dâhil edilmektedir. Zira bu faktör çalışma sermayesi gereksinimleri üzerinde de etkisi olan unsurların başında gelmektedir. Çünkü hissedar değeri veya piyasa değeri maksimizasyonu amaçları ile kurulan ve

yönetilen işletmelerin, bu amaçlarını gerçekleştirebilmeleri için faaliyet hacimlerini genişletmeleri gerekmektedir. Finans yazınında yer alan birçok çalışmada ise, toplam varlıkların dönemsel olarak gösterdiği değişim oranı, firma büyüklüğünün temel bir göstergesi olarak yaygın bir şekilde kabul görmektedir. Bunun nedeni, her ne kadar farklı sektörlerde faaliyet gösterecekler de işletmelerin büyümeleri ile satışları arasındaki ilintinin varlığıdır. Ancak bilindiği üzere bir firmanın satışlarını artırabilmesi için öncelikli olarak varlıklarını artırması gerekmektedir. Dolayısıyla işletmelerin hem sabit hem de cari varlıklara yatırım yapmaları elzemdir. Bunun nedeni, büyük ölçekli bir firmada hem gereksinim duyulan cari varlık miktarının hem de çalışma sermayesi tutarının küçük ölçekli bir firmaya kıyasla daha çok olmasıdır. Bu noktadan hareketle, BİST Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerin kârlılıkları ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin varlığı kurulan Model I yardımıyla analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre (Tablo 5.7) BİST Yıldız Endeksine kota olmuş işletmelerin varlık kârlılıkları ile firma büyüklükleri arasında pozitif yönlü (0.0082219) ve anlamlı ($p=0.000$) bir ilişki olduğu vardır ve ulaşılan bu sonuç finans yazınında yer alan; Deloof (2003), Terual ve Solano (2007), Öz ve Güngör (2007), Raheman ve Nasr (2007), Nazir ve Afza (2009), Karaduman vd. (2010), Dursun ve Ayrıçay (2012), Soekhoe (2012), Akoto vd. (2013), Pais ve Gama (2015), Keskin ve Gökalp (2016), Topçuoğlu (2018)' nin çalışmaları ile de tutarlılık göstermektedir.

Diğer taraftan, BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin varlık kârlılıkları ile ilişkisi araştırılan finansal kaldıraç oranı arasında ise negatif yönlü (-0.2084515) ve anlamlı ($p=0.000$) bir ilişki olduğu (Tablo 5.7) belirlenmiştir. Bu sonuç yüksek öz sermaye oranına sahip BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin toplam borç seviyelerini düşürerek, daha yüksek kârlılık elde etmek için öncelikle firmalar tarafından yaratılan iç kaynakları tercih ettiklerini göstermektedir ki, bu sonuç Myers ve Majluf (1984) tarafından savunulan “*Finansman Hiyerarşisi Teorisi*” ile de uyumludur. Dolayısıyla ulaşılan bu sonuç BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin yabancı kaynak kullanımını azaltarak, iç kaynak ile finansman politikası benimsediklerini göstermektedir. Üstelik ulaşılan bu sonuç; Deloof (2003), Terual ve Solano (2007), Nazir ve Afza (2009), Gill vd. (2010), Karaduman vd. (2010), Pais ve Gama (2015), Kendirli ve Çankaya (2016), Keskin ve Gökalp (2016), Elbadry (2018)' nin araştırmalarında elde ettiği sonuçlar ile de uyumludur.

Bununla birlikte, çalışmada kurulan Model II yardımıyla çalışma sermayesi faktörlerinin BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıkları (ROE)

üzerindeki muhtemel etkileri de ayrıca araştırılmıştır. Panel regresyon analizi sürecinde yapılan Hausman testi sonucunda verilen karar doğrultusunda sabit etkiler modeli ile tahmin edilen bu modelde, Model I' de yer alan tüm bağımsız değişkenler sabitlenmiş ancak kurulan yeni modelde (Model II) bağımlı değişken olarak öz sermaye kârlılık oranı (ROE) kullanılmıştır. Zira serbest piyasa koşullarının egemen olduğu ekonomilerde bir firmaya sermaye yatırımı yapılmasının ardındaki amaç kâr elde etmektir. Dolayısıyla da firma tarafından elde edilen kârın, firmaya ayrılan sermayeye oranını gösteren öz sermaye kârlılık oranı başka bir deyişle mali rantabilite, firmalar için başarıyı temsil eden anlamlı bir ölçü olarak kabul görmektedir. Dolayısıyla yüksek öz sermaye oranına sahip BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi unsurlarının kurulan Model II yardımıyla analiz edildiği çalışmanın ikinci kısmında ulaşılan sonuçlar, Model I' deki sonuçlar ile benzerlik göstermektedir. Başka bir ifadeyle, Model I' de bağımlı değişken olan BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin varlık kârlılıkları (ROA) ile ilişkisi olduğu tespit edilen tüm değişkenlerin aynı zamanda bu işletmelerin öz sermaye kârlılıklarını (ROE) da benzer bir biçimde etkiledikleri tespit edilmiştir. Ancak çalışmada yer alan diğer bağımsız değişkenler ile her iki modelde ayrı ayrı yer alan bağımlı değişkenler arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığına rastlanmamıştır.

SONUÇ

Çalışma sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasındaki ilişkinin analiz edildiği bu çalışmada, BİST Yıldız Endeksinde işlem gören 88 firmanın 2010-2018 dönemini kapsayan yıllık verileri kullanılarak, iki ayrı model kurulmuştur. Model I' de kârlılığı temsilen, varlık kârlılık oranı (ROA), Model II' de ise öz sermaye kârlılık oranı (ROE) bağımlı değişkenler olarak atanmışlardır. Bununla birlikte, kurulan modellerde kârlılığı temsil eden bağımlı değişkenler ile olan ilişkileri araştırılan bağımsız değişkenler ise yapılan yazın taraması sonucunda belirlenmiş ve her iki modele ilişkin denklemler oluşturulmuştur. Model I ve Model II' de yer alan söz konusu bağımsız değişkenler ise sırasıyla; alacak devir hızı (ADH), varlık devir hızı (AKDH), stok devir hızı (SDH), cari oran (CO), cari varlıkların toplam varlıklara oranı (CVTV), firma büyüklüğü (SIZE), nakit dönüşüm döngüsü (NDD), borç devir hızı (BDH) ve finansal kaldıraç (KLD) oranıdır.

Bilindiği üzere BİST Yıldız Endeksi, fiili dolaşım oranına göre piyasa değeri 150.000.000 TL ve üzeri olan payların kota alındığı pazardır ve işletmelerin Yıldız Pazar' da işlem görebilmeleri için bazı şartları taşımaları gerekmektedir. Bu şartlardan ilki, payların ilk kotasyonu için yapılacak başvurularda, başvurunun ortaklık sermayesinin tamamı için yapılması ve ortaklığın kuruluşundan itibaren en az 2 takvim yılı geçmiş olmasıdır. Bir diğer şart ise bu pazarda işlem görecektir işletmelerin finansal durumlarının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olmalarına ilişkindir. Ayrıca Yıldız Pazar için kotasyon başvurusunda bulunan işletmelerin, “bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı olması” ve/veya “bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolarındaki öz sermaye / sermaye oranı” şartlarını da sağlamış olmaları gerekmektedir. Bununla beraber, işletmelerin bağımsız denetimden geçmiş son yıl ve ilgili ara dönem finansal tablolarında faaliyet kârlılarının olması ile yine bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarında öz sermayelerinin pozitif olması gerekliliği de BİST Yıldız Endeksinde işlem görebilmenin temel şartlarındandır. Dolayısıyla BİST Yıldız Endeksinde bir firmanın işlem görebilmesi için öncelikle olarak istikrarlı bir kârlılığının olması beklenmektedir. Kârın bir fonksiyonun faaliyet hacmi, başka bir deyişle satışlara bağlı, diğer fonksiyonun ise maliyetler üzerine kurulu olduğu düşünüldüğünde, kârı artıracak faaliyet hacmine ulaşmak

için çalışma sermayesi gereksiniminin de ne derece önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. Aynı zamanda BİST Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerin piyasa değerleri ve öz sermaye oranları göz önünde bulundurulduğunda hangi alanda faaliyet göstermekte olursa olsun Türkiye'nin finansal performansı en yüksek firmaları arasında olduklarını da söylemek mümkündür. Bu nedenle bu çalışmada elde edilen sonuçlar ile işletmelerin kârlılıkları üzerinde etkisi olan çalışma sermayesi faktörleri için bir genelleme yapabilme imkânı da doğmaktadır.

Bununla beraber, panel regresyon analizi sonucunda ulaşılan bulgular, BİST Yıldız Endeksinde işletmelerinin hem varlık kârlılıkları hem de öz sermaye kârlılıkları üzerinde, varlık devir hızı, stok devir hızı, cari varlıkların toplam varlıklara oranı ve firma büyüklüğü unsurlarının pozitif yönlü ve anlamlı (Tablo 8) bir etkisi olduğunu göstermiştir. Aynı zamanda finansal kaldıraç oranının da BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin varlık ve öz sermaye kârlılıkları üzerinde negatif yönlü ancak anlamlı bir etkisi vardır. Dolayısıyla ulaşılan bu sonuçlar; BİST Yıldız Endeksi işletmelerinin kârlılıklarını artırmak için varlık devir hızlarını, stok devir hızlarını ve toplam varlıkları içerisindeki cari varlık oranlarını artırmalarını; toplam kaynakları içerisindeki yabancı kaynaklar, başka bir deyişle borçlanma oranlarını ise azaltmalarını gerektiğini işaret etmektedir. Nitekim finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin performansları, sermaye piyasalarındaki mevcut yatırımcılar ile potansiyel yatırımcıların piyasaya bakış açıları ve gelecekle ilgili beklentileriyle de yakından ilgili olduğundan, minimum risk ve maksimum getiri elde etme arzusunda olan yatırımcılar, hem sistematik riskleri minimize etmek hem de sistematik olmayan risklerden korunmak amacıyla iyi bir çeşitlendirme yaparak, portföy yönetiminin en önemli fonksiyonlarından biri olan risk ve getiri arasındaki dengeyi sağlamak da isterler. Bu nedenle, çalışma sonucunda elde edilen bulgular ile BİST Yıldız Endeksinde işlem gören işletmelerin pay senetlerine yatırım yapmayı planlayan başta portföy yöneticileri olmak üzere, kredi değerlemesi yapan analistlere ve firma sahipleri ile yöneticilerine de karar verme süreçlerinde faydalanabilecekleri bilgiler sunulmaktadır.

KAYNAKÇA

- Abel, Maksime (2008); “*The Impact Of Working Capital Management On Cash Holdings*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mid Sweden University Department of Social Sciences Business Administration, İsveç.
- Afrifa, Godfred ve Padachi, Kesseven (2016); “Working Capital Level İnceleme on SME Profitability,” *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Cilt 23, Sayı 2, s. 44- 63.
- Afrifa, Godfred (2016); “Net Working Capital, Cash Flow And Performance Of UK Smes. *Review Of Accounting and Finance*,” Cilt 15, Sayı 1, s. 21-44.
- Akbulut, Ramazan (2011); “İMKB’de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma,” *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt 40, Sayı 2, s. 195-206.
- Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat (2010); *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 13. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akgüç, Öztin (2010); *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Akın, Osman ve Eser Emine Dilek (2014); “İşletme Sermayesi Yönetimi: Mermer İşletmelerine Yönelik Bir Araştırma,” *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Cilt 16, Sayı 27, s. 45-55.
- Akoto, Richard K., Vitor, Dadson A. ve Angmor, Peter L. (2013); “Working Capital Management and Profitability: Evidence from Ghanaian Listed Manufacturing Firms,” *Journal of Economics and International Finance*, Cilt 5, Sayı 9, s.373-379.
- Aksoy, Ahmet ve Kürşat Yalçın (2013); *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aksoy, Ahmet (1988); *Yerli ve Uluslararası Finansal Kaynaklar ve Yatırım Politikası*, Ankara.
- Aksöyek, İsmail ve Yalçın, Kürşat (2011); *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetimi*, 1. baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Alagöz, Ali (1993); “*Sanayi İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Bir Uygulama*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Anwar, Yuli (2018); “The Effect Of Working Capital Management On Profitability In Manufacturing Company Listed In Indonesia Stock Exchange,” *The Accounting Journal of BINANIAGA*, Cilt 3, Sayı 1, s. 1-14.

- Arat, Mehmet Emin (2005); *Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar İlkeler ve Yorumlar*, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No 531/764, İstanbul.
- Aşıkoğlu, Ali Rıza (1988); *Türkiye’de Yatırım Teşvik Tedbirleri*, Anadolu Üniversitesi Yayını, No 278, Eskişehir.
- Atioğlu, Eyüp (2009); “*İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Üzerindeki Etkisi ve Migros Türk T.A.Ş. Uygulaması*,” Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Atmaca, Metin (2016); “Finansal Oranlar Aracılığıyla Çalışma Sermayesi Bileşenlerinin Karlılığa Etkisi: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Kimya, Plastik ve Kauçuk Şirketlerinde Bir Araştırma,” *Yönetim Bilimleri Dergisi*, Cilt 14, Sayı 28, s. 633-649.
- Autukaite, Ruta ve Eric Molay (2014); “Cash holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence from France,” *International Conference of the French Finance Association (AFFI)*, Mayıs Sayısı, s.11-13.
- Aydın, Nurhan (2004); *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Aydoğuş, Betül (2014); “*Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: 2003-2012 İMKB Uygulaması*,” Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Aytürk, Yusuf ve Yanık, Serhat (2015); “Çalışma Sermayesi Yönetimi Türkiye’deki KOBİ’lerde Karlılığı Nasıl Etkiler,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim Sayısı, s. 157-167.
- Baltagi, Badi H. (2005); *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons, İngiltere.
- Baltagi, Badi H., (2013); *Econometric Analysis of Panel Data*, 5. Baskı, United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd, İngiltere.
- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan ve İlker Parasız (2001); *Finans: Teori, Kurum ve Araçlar*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Beck, Nathaniel and Katz, N. Jonathan (1995); “What To Do (and Not To Do) With Time Series Cross-Section Data,” *The American Political Science Review*,” Cilt 89, Sayı 3, 634-647.
- Breusch, Trevor S. and Pagan, Adrian R. (1980); “The Lagrange Multiplier Test and Its Applications To Model Specification In Econometrics,” *Econometrics*, Cilt 47, Sayı 1, s. 239-253.
- Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston (2014); *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çeviri Editörü, N. Aypek), 7. Basımdan Çeviri, Nobel Yayınevi, Ankara.

- Brooks, C. (2008); *Introductory Econometrics For Finance*, 2. Baskı, Cambridge University Press, New York.
- Boțoc, Claudiu, ve Anton Sorin Gabriel (2017); “Is Profitability Driven By Working Capital Management? Evidence For High-Growth Firms From Emerging Europe,” *Journal of Business Economics and Management*, Cilt 18, Sayı 6, s.1135–1155.
- Bulut, Zeki Atıl, (2004); “İşletmeler açısından Kapasite Planlanması ve Kapasite Planlamasına etki eden Faktörler,” *Mezvuat dergisi*, Sayı 80.
- Büyükmirza, K., (2014); *Maliyet ve Yönetim Muhasebesi- Tekdüzen’e Uygun Bir Sistem Yaklaşımı*, 19. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Caballero, Sonia B., Teruel, Pedro J. G. ve Solano, Pedro M. (2014); “Working Capital Management, Corporate Performance, And Financial Constraints,” *Journal of Business Research*, Cilt 67, Sayı 3, s. 332-338.
- Cemalcılar, İ. Özgül; (1975); *Fonların Kaynakları ve Uygulamaları Tablosu ile Para Akışı Analizi*, Eskişehir İ.T.İ.A. Yayımları, Ankara.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan. (2010); *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 11. Baskı, Bursa.
- Ching, Hong Yuh, Ayrton Novazzi and Fábio Gerab (2011); “Relationship between Working Capital Management and Profitability in Brazilian Listed Companies,” *Journal of Global Business and Economics*, Cilt 3, Sayı 1, s.74-86.
- Ciprian, Cristea ve Maria, Cristea (2016); “The Impact Of The Working Capital Management On Firm Profitability In The Romanian Manufacturing Industry,” *Annals Of The University Of Oradea Fascicle Of Management And Technological Engineering Issue*, Cilt 2, Sayı 8, s. 107- 111.
- Crespo Da Silva, Vitor Hugo (2018); “*Working Capital Management And Financial Constraints In Europe Within Different Economic Cycles*,” Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Universidade de Lisboa, Portekiz.
- Cook, Dennis R. ve Weisberg, Sanford (1983); “Diagnostics for Heteroscedasticity in Regression. *Biometrika*,” Cilt 70, Sayı 1, s. 1-10.
- Çakır, Hafize Meder ve Küçükkaplan, İlhan (2012); “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000- 2009 Dönemi İçin Analizi,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 6.
- Coşkun, Ender ve Dindar Kök (2011); “Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması,” *Ege Akademik Bakış*, Cilt 11, Özel Sayı, 75-85.

- Deloof, Marc (2003); "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?," *Journal of Business Finance & Accounting*, Cilt 30, Sayı 3, s. 573-587.
- Demireli, Erhan Başçı, Eşref Savaş ve Karaca Süleyman, Serdar (2014); "İşletme Sermayesi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama," *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, Cilt 5, Sayı 1, s. 79-98.
- Doğan, Mesut ve Elitaş Bilge Leyli (2014); "Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: Borsa İstanbul Gıda Sektörü Üzerine Bir İnceleme," *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, Sayı 162, s. 1-15.
- Durmuş, A. Hayri ve Mehmet E. Arat (1997); *İşletmelerde Mali Tablolar Tahlili. İstanbul: M.Ü. Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları*, No 521/755.
- Dursun, Adem ve Ayrıçay Yücel (2012); "Çalışma sermayesi-kârlılık ilişkisinin İMKB örneğinde 1996-2005 dönemi analizi," *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 26, Sayı 3, s.199-214.
- Elbadry, Ahmet (2018); "The determinants of working capital management in the Egyptian SMEs," *Accounting and Finance Research*, Cilt 7, Sayı 2, s. 155-165.
- Emhan, Abdurrahim (2009); "Risk Yönetim süreci ve Risk yönetmekte Kullanılan Teknikler," *Atatürk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 23, Sayı 3 Erzurum.
- Enqvist, Julius, Michael Graham, ve Jussi Nikkinen (2014); "The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland," *Research in International Business and Finance*, Cilt 32, s. 36-49.
- Erdoğan, Muammer (1990); *İşletme Finansmanı*, 1. Baskı, Dicle Üniversitesi Matbaası, Diyarbakır.
- Erdinç, Saliha Başak (2008); "Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi Yönetiminin İncelenmesi," *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 10, Sayı 2, s. 223-236.
- Fettahoğlu, Sibel ve Fuaad Ahmet Mohamud (2016); "Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletme Karlılığı Üzerine Etkisi: BİST'de Bir Uygulama," *Elektronik Mesleki Gelişim ve Araştırma Dergisi*, s.16-28.
- Ganesan, Vedavinayagam (2007); "An Analysis Of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry," *Rivier Academic Journal*, Cilt 3, Sayı 2, s.1- 10.
- Gao, Jie ve Wang Jiancia (2017); "Is Working Capital Information Useful for Financial Analysts? Evidence from China," *Emerging Markets Finance and Trade* Cilt 53, Sayı 5 s. 1135-1151.

- Garcia-Turuel, Pedro Juan ve Martinez Solano Pedro (2007); "Effects of Working Capital Management on SME Profitability," *International Journal of Managerial Finance*, Cilt 3, Sayı 2, s. 164-177.
- Gill, Amarjit (2011); "Factors that Influence Working Capital Requirements in Canada," *Economics and Finance Review*, Cilt 1, Sayı 3, s. 30-40.
- Gill, Amarjit Biger, Nahum ve Mathur Neil (2010); "The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States Evidence from The United States," *Business and Economics Journal*, Cilt 10, s.1-9.
- Goel, Utkarsh ve Sharma Anil (2015); "Working Capital Management Efficiency in Indian Manufacturing Sector: Trends and Determinants," *International J Economics and Business Research*, Cilt 10, Sayı 1, s. 30-45.
- Gonçaves Tiago Cruz, Gaijo Cristina ve Robles Frederico (2018); "The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Economic Cycles: Evidence From The United Kingdom," *Economics and Business Letters*, Cilt 7, Sayı 2, s.70-75.
- Gujarati, Damodar N. (2004); *Basic Econometrics*, 4. Baskı, McGraw Hill Press New York.
- Gönenli, Atilla (1988) *İşletmelerde Finansal Yönetimi*, 6. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No 3463, İstanbul.
- Helhel, Yeşim ve Karasakal Sezer (2017); "Konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetiminin karlılık performansına etkisi: Borsa İstanbul'da (BİST) bir uygulama," *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, Cilt 14, Sayı 3, s.20-30.
- Muhammad, Hussain, Ashfaq U. Rehman, ve Muhammad Waqas (2016); "The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Case Study of Tobacco Industry of Pakistan," *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Cilt 3, Sayı 2, s.13-20.
- Iftikhar, Muhammad Fahad (2013); "Determinants Of Working Capital Management Efficiency: Case Study Of Pakistani Automotive And Engineering Firms Listed In Karachi Stock Exchange," *Research Journal of Finance and Accounting*, Cilt 4 Sayı 7, s. 216-236.
- İltaş, Yücel ve Erdoğan Selma (2017); "İşletme Sermayesi İhtiyacının Karlılık Üzerindeki Etkisi: Sektörel Bir Uygulama," *Business and Economics Research Journal*, Cilt 8, Sayı 3, s. 433-452.
- Kaplanoğlu, Emre ve Yükçü Canan (2019); "Çalışma Sermayesi ile Ekonomik Katma Değer Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma," *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* Cilt 12, Sayı 1, s.107-127.
- Karaduman, Hasan, Akbaş Halil, Özsözgün, Arzu ve Durer Salih (2010); "Effects of Working Capital Management on Profitability: The Case For Selected Companies in The Istanbul Stock Exchange (2005-2008)," *International Journal of Economics and Finance Studies*, Cilt 2, Sayı2, s. 47-54.

- KAP (2019); *Kamuyu Aydınlatma Platformu Finansal Tablolar*, <https://www.kap.org.tr>, (Erişim Tarihi: 19.04.2019).
- Kasiran, Farrah Wahieda, Noredi Azhar Mohamad ve Chin Othman (2016); “Working Capital Management Efficiency: A Study on the Small Medium Enterprise in Malaysia,” *Procedia Economics and Finance*, Cilt 35, s. 297-303.
- Kaval, Salih (2009); “Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Kayseri İmalat Sanayi Uygulaması,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Kendirli, Selçuk ve Çankaya Muhammet (2016); “Bist Turizm Endeksindeki Şirketlerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma,” *International Review of Economics and Management*, Cilt 4, Sayı 2, s. 46-68.
- Keskin, Rıdvan ve Gökalp, Füsün (2016); “Çalışma Sermaye Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi,” *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt 17, Sayı 1, s.15-25.
- Kieschnick, Robert, Laplante, Mark ve Moussawi, Rabih (2006); “Corporate Working Capital Management: Determinants and Consequences,” *International Journal of University Texas*, January 14.
- Kieschnick, R., Laplante, M., Moussawi, R. (2013); “Working capital management and shareholders wealth,” *Technovation*, Cilt 22, Sayı 3, s.147-159.
- Kıracı, M. (2000); “İşletmelerin Finansal Başarısızlığında Çalışma Sermayesi Yönetiminin Rolünün Oranlar Yardımı ile Tespiti ve Ampirik Bir Araştırma,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Kolb, A. Burton (1983); *Principles of Financial Management*, Business Publication, Texas.
- Korent, Dina ve Orsag Silvije (2018); “The Impact of Working Capital Management on Profitability of Croatian Software Companies,” *Zagreb International Review of Economics & Business*, Cilt 21, Sayı 1, s. 47-65.
- Korkmaz, Turhan ve Yaman Serdar (2019); “Çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına etkisi: BIST turizm firmaları üzerine bir uygulama,” *Journal of Tourism Theory and Research*, Cilt 5, Sayı 2, s.301-316.
- Kusuma, Hadri ve Bachtiar Ahmad D. (2018); “Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Indonesia,” *Journal of Management and Business Administration*, Cilt 26, Sayı 2, s. 76-88.
- Lazaridis, Ioannis ve Tryfonidis Dimitrios (2006); “Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange,” *Journal of Financial Management and Analysis*, Cilt 19, Sayı 1, s. 1-12.

- Lyngstadaas, Hakim ve Terje Berg (2016); "Working Capital Management: Evidence from Norway," *International Journal of Managerial Finance*, Cilt 12, Sayı 3, s. 295-313.
- Mansoori, Ebrahim ve Jorah Muhammad (2012); "The Effect of Working Capital Management on Firms' Profitability: Evidence from Singapore," *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Cilt 4, Sayı 5, s. 472-486.
- Mathuva, David M. (2010); "The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms," *Research Journal of Business Management*, Cilt 4, Sayı 1, s. 1-11.
- Mwangi Lucy Wamugo, Muathe Stephen Makau ve George Kosimbei (2014); "Effects of Working Capital Management on Performance of NonFinancial Companies Listed In NSE," *European Journal of Business and Management* Cilt 6, Sayı 11, s. 195- 205.
- Myers, Stewart C. ve Majluf Nicholas S. (1984); "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Cilt 13, Sayı 2, s. 187-221.
- Napompech, Kulkanya (2012); "Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms," *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Cilt 3, Sayı 3, s. 227-232.
- Nazir, Mian Sajid ve Afza Talat (2009); "Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability," *The IUP Journal of Applied Finance*, Cilt 15, Sayı 8, 19-30.
- O'brien, Robert M. (2007); "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors," *Quality & Quantity*," Cilt 41, Sayı 5, s. 673-690
- Okka, Osman (2009); *Finansal Yönetim, Teori ve Çözümlü Problemleri*, 3. Baskı, Nobel Yayınları, Ankara.
- Öz, Yaşar ve Bener Güngör (2007); "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığın Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi," *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 10, Sayı 2, s. 319-332.
- Pais, Maria Amélia ve Paulo Miguel Gama (2015); "Working Capital Management and SMEs Profitability: Portuguese Evidence," *International Journal of Managerial Finance*, Cilt 11, Sayı 3, s. 341-358.
- Pattiasina, Victor, Sejati Rina F., Seralurin Cores Y. Batilmurik Ridolof W. ve Al Aziz Mutiara A. (2018); "The Impact of Financial Ratios Towards Profit Changes," *International Research Journal of Management, IT & Social Sciences*, Cilt 5, Sayı, s.1-16.
- Poyraz, Erkan (2013); *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.

- Raheman, Abdul, Afza Talat, Qayyum Abdul ve Bodla Mahmood A. (2010); "Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan," *International Research Journal Of Finance And Economics*, Sayı 47.
- Sağlam, Müge (2014); "Çalışma sermayesi unsurlarının firma karlılığına etkisi: Borsa İstanbul şirketleri üzerine bir uygulama," Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Sariaslan, Halil (1998); *Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*, Turhan Kitapevi, Ankara.
- Sariaslan, Halil ve Erol, Cengiz (2008); *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*, Siyasal Basın Yayın Dağıtım, Ankara.
- Sevilengül, Orhan (2005); *Genel Muhasebe*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Sharma, Amit K. ve Satish Kumar (2010); "Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India," *SAGE Journals*, Cilt 12, Sayı 1, s. 159-173.
- Smith, V. Keith (1979); *Guide To Working Capital Managment*, Contemprary Perspectives in International Business, ABD.
- Stefan, Tangen (2005); "Demystifying Productivity and Performance," *International Journal of Productivity and Performance Management*, Cilt 54, Sayı 1, s.34-49.
- Soekhoe, Shaskia G. (2012); "The Effects of Working Capital Management on The Profitability of Dutch Listed Firms," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, University of Twente, Twente, Netherlands.
- Sökmen, A. G. (2013); "Çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul'a kote edilmiş imalat şirketleri üzerine bir araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Şahin, Osman (2011); "İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri," *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 6, Sayı 2, s. 123-141.
- Tatoğlu, Ferda. Yerdelen (2013); *Panel veri ekonometrisi: Stata uygulamalı*, Beta Yayınları, İstanbul.
- Taşlıca, Ahmet Osman (1994); *İşletmelerde Nakit Yönetimi*, Türk Dünyası Araştırmaları Vakfı, Eskişehir.
- Tekbaş, Şükrü M. (2015); *Finansal Yönetim ve Mali Analiz*, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, İstanbul.

- Tomak, Serpil (2013); *Çalışma Sermayesi Yönetimi: Türkiye İmalat Sektöründe Çalışma Sermayesi Uygulamaları ve Firma Performansına Etkisi*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Toraman, Cengiz ve Adem Ruhan Sönmez (2015); “Çalışma Sermayesi ve Karlılık Arasındaki İlişki: Perakende Ticaret Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 8, Sayı 1, s.15-24.
- Topçuoğlu, Fatih (2018); “Çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerine etkileri: BİST şirketleri üzerine bir araştırma,” Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.
- Türko, Metin (1999); *Finansal Yönetim*, 1. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul
- Uchenna, Wilson. Mary, İfeoma and Okeleu, David (2012); “*Effects Of Working Capital Management On Profitability: Evidence From The Topfive Beer Brewery Firms In The World*,” *Asian Economic and Financial Review*, Cilt 2, Sayı 8, s.966-982
- Usta, Öcal (2011); *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Van Horne, J. C. and Wachowicz, J. M. (2000); *Fundamentals of Financial Management*, 11. Baskı, Prentice Hall Inc.
- Yıldız, Enes (2019); “Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletme Performansı Üzerindeki Etkisi: BİST Bilişim Sektörü Üzerine Bir Uygulama,” Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bingöl.
- Yılmaz, İlker (2015); “The Interaction Of Working Capital Management And Profitability Measures,” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt 7, Sayı 13, s. 437-448.
- Yıldız, Leyla (2019); “BİST metal ana endeksinde yer alan işletmelerin özsermaye karlılığına etki eden çalışma sermayesi faktörleri,” Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Yücel, Tülay ve Kurt, Gülüzar (2002); “Nakit Dönüş Süresi, Nakit Yönetimi ve Karlılık: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma,” *İMKB Dergisi*, Cilt 6, Sayı 22, s. 1-15.
- Wooldridge, Jeffrey, M. (2002); *Econometric Analysis of cross-section and panel data*, Cambridge, MIT Press.

ÖZ GEÇMİŞ

28 Ocak 1991 Bursa'nın Gemlik ilçesinde doğdum. İlk ve ortaöğretim eğitimimi Gemlik Şehit Cemal İlköğretim Okul' unda 2006 yılında tamamladım. Lise eğitimimi ise 2010 yılında Gemlik Celal Bayar Anadolu Lisesi'nde tamamladım. 2017 yılında Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi işletme bölümünden mezun oldum. 2017 yılının eylül ayından itibaren Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümünde yüksek lisans programının kayıtlı öğrencisiyim.

