



T.C.
AKSARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
ANABİLİM DALI

İMALAT SANAYİ FİRMALARININ ÇALIŞMA SERMAYELERİ
İLE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE: BİST-100
UYGULAMA ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Yusuf POLAT

DANIŞMAN

Prof. Dr. Famil ŞAMILOĞLU

AKSARAY, 2014



**T.C.
AKSARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
ANABİLİM DALI**

**İMALAT SANAYİ FİRMALARININ ÇALIŞMA SERMAYELERİ
İLE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE: BİST-100
UYGULAMA ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Yusuf POLAT

**DANIŞMAN
Prof. Dr. Famil ŞAMILOĞLU**

AKSARAY, 2014

DOĞRULUK BEYANI

Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak sunduğum bu çalışmayı, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yol ve yardıma başvurmaksızın hazırladığımı, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu doğrularım.

Tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara katlanacağımı bildiririm.

Tarih

03 / 06 / 2014

Yusuf POLAT

İmza



T.C.
AKSARAY ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
KABUL ve ONAY BELGESİ

Enstitümüz 132201302 no'lu öğrencisi Yusuf POLAT'ın ÇALIŞMA SERMAYESİ İLE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ: BİST-100 ÖRNEĞİ başlıklı lisansüstü tez çalışması, aşağıdaki jüri tarafından İşletme Anabilim Dalında **YÜKSEK LİSANS** tezi olarak **Oy Birliği** ile kabul edilmiştir.

Danışman	: Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU	Muğla Sıtkı Koçman Üniv.
Üye	: Doç. Dr. Haluk DUMAN	Aksaray Üniv.
Üye	: Yrd. Doç. Dr. Sevilay USLU DİVANOĞLU	Aksaray Üniv.
Üye	:	
Üye	:	

Tezin Savunulduğu Tarih : 18.06.2014

Sosyal Bilimleri Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 24.07.2014 tarih ve 2014/28-2 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Unvan, Adı SOYADI
Enstitü Müdürü

Ural Alp MANÇO

Önsöz

Akademisyenliğin titizlik, dürüstlük, hassasiyet, onur, gurur ve özel bir duruşla bütünleştirilmesi gerektiğini öğreten; bilgi, tecrübe ve eşsiz deneyimlerini en yoğun dönemlerinde dahi sınırsızca paylaşan ve hiçbir zaman benden desteğini esirgemeyen değerli tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU'na şükranlarımı sunuyorum...

Yaşamı asla ıskalamayan, inancıyla, vefakârlığıyla, sabrıyla, çalışkanlığıyla daima örnek aldığım ve iş ahlakı, çalışma disiplini, işine ve ailesine duyduğu sevgi ve saygısı ile gurur duyduğum değerli hocam Sayın Doç. Dr. Haluk DUMAN'a sonsuz teşekkürler...

Yusuf POLAT

Özet

Yüksek Lisans Tezi

İMALAT SANAYİ FİRMALARININ ÇALIŞMA SERMAYELERİ İLE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE: BİST-100 UYGULAMA ÖRNEĞİ

Yusuf POLAT

Aksaray Üniversitesi

Sosyal Bilimleri Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Danışman : Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

Çalışma sermayesi, işletmelerin faaliyet döngüsü bağlamında ve bu faaliyetler sonucu elde edilecek karlılık kavramı açısından önemli konuların başında yer almaktadır. Bu doğrultuda işletmeler için hayati önem taşıyan tedarik-üretim-satış sürecinin kesintisiz bir şekilde yürütülmesi, vadesi gelmiş borçlarını ödeyebilmesi ya da temel amaçlarından biri olan kar elde etme eylemini müspet anlamda geliştirebilmesi adına çalışma sermayesi kritik bir noktayı oluşturmaktadır. Esas olarak çalışma sermayesi yönetiminin ilgi alanını, dönen varlıkların optimal miktar ve bileşiminin ne olacağı ve bu varlıkların nasıl finanse edileceği konuları oluşturmaktadır. İşletmelerin optimal bir çalışma sermayesi düzeyini yakalabilmelerinin doğal olarak işletmenin durumunu yansıtan göstergeler arasında en önemli sayılabilecek karlılığı da bu açıdan etkilemesi beklenir. Bu çalışma esasen işletmelerin karlılıkları ile söz konusu çalışma sermayesi yönetimleri arasındaki ilişkinin irdelenmesi hedefi taşımaktadır.

Bu hedef doğrultusunda çalışmanın ilk bölümünde çalışma sermayesi kavramı ve yönetimi bir bütün olarak ve güncel bilgiler ışığında ele alınmıştır. İkinci bölümde ise çalışma sermayesi, söz konusu bütünün temel unsurları olan nakit yönetimi, alacak yönetimi, stok yönetimi ve diğer unsurları açısından kısımlarına ayrıştırılarak incelenmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde konuyla ilintili olarak analiz yöntemleri üzerinde durulmuş ve çalışma metodolojisinde yer alan yöntemler, özellikle karlılık kavramının değerlendirilmesinde daha modern bir perspektif sunan Ekonomik Katma

Değer (EVA) konusuna odaklanılmıştır. Son bölümde ise Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST-100’de işlem gören 120 imalat firmasının 10 yıllık (2003-2012) verileri üzerinden regresyon analizi yapılmış ve sonuçları bu açıdan incelenmiştir. Çalışma sermayesini temsilen literatürde çok sayıda değişken kullanılmaktadır. Bu çalışmada çalışma sermayesini temsilen likidite oranlarına başvurulmuş ve işletmenin karlılığını temsil etmek üzere net kar marjı ile ekonomik katma değer yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen neticeler çalışma sermayesi ile karlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığını teyit edecek şekilde olmuştur.

Yıl 2014, 102 Sayfa

Anahtar Kelimeler

1. Çalışma Sermayesi

2. Karlılık

3. Ekonomik Katma Değer

Bilim Kodu:

Abstract

Master of Science

**THE COMPARISON OF WORKING CAPITAL AND PROFITABILITY IN THE
MANUFACTURING FIRMS: A CASE STUDY FOR BIST-100**

Yusuf POLAT

Aksaray University

Graduate School of Institute of Social Sciences

Department of Business Administration

Supervisor : Famil ŞAMİLOĞLU

The working capital is one of the most important issue in the context of the firms' activities and the profitability that results in this activity process. In this respect, the working capital constitutes the critical point that is very prominent for concerns and paying matured debts or developing positively the activity of reapping a profit which is basic for businesses. Essentially, the main concern of the working capital is what will the optimal amount and combination of current assets be and how will they be funded. It will be expected that the profitability which is the most common indicator for observing the situation of a concern can be affected by hitting the target of an optimal level of working capital. This study, indeed, aims to examine the relationship between the working capital and the profitability.

For this purpose, in the first chapter the concept and management of working capital is referred as a whole and in the light of current knowledge. In the second chapter, the working capital is examined by seperated into the sections as cash management, receivables management and inventory management which are the parts of that whole. The third chapter of the study is focussed both the analysis methods in the relation with the main topic and the other methods used in the methodology of the study, especially Economic Value Added (EVA) which provide more modern perspective about assessing the profitability. In the last chapter, there is the regression analysis of 120 manufacturing firms of ten years (2003-2012) operating in Turkey and trading in BIST-100. There are too many working capital variables in the literature. In this study, the liquidity ratios are used as working capital variables and the net profit

margin (NPM) and economic value added (EVA) as profitability of the concerns. The results show there is a positive and significant relationship between working capital and profitability.

Year 2014, 102 Pages

Keywords

- 1. Working Capital**
 - 2. Profitability**
 - 3. Economic Value Added**
- Science Code:**

İÇİNDEKİLER

Önsöz.....	i
Özet	ii
Abstract.....	iv
İÇİNDEKİLER	vi
Simgeler ve Kısaltmalar	x
Tablolar	xii
Şekiller	xiv
BÖLÜM I: ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ	1
1. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI	1
1.1. Giriş	1
1.2. Çalışma Sermayesi Yönetim Süreci	5
1.3. Çalışma Sermayesinin Türleri	8
2. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN FİNANSMANI	10
2.1. Kısa Vadeli Finansman	10
2.2. Likidite - Risk - Getiri İlişkisi	12
2.3. Çalışma Sermayesinin Finansmanı	14
3. ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACI	17
3.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen Faktörler	18
3.1.1. İç Faktörler	18
3.1.2. Dış Faktörler	21
3.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi	22
3.2.1. Nakit Dönüşüm Süresi (CCP veya CCC)	22
3.2.2. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi	23
3.2.3. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi	25
3.2.4. Schmollenbach Yöntemi	25
3.2.5. Mellerowicz Yöntemi	26
BÖLÜM II: ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARI	27
4. NAKİT ve NAKİT BENZERİ VARLIKLARIN YÖNETİMİ	27
4.1. Nakit Yönetimi	27
4.2. Nakit Benzeri Varlıkların Yönetimi	29
4.3. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkların Optimal Seviyesinin Belirlenmesi	30

4.3.1.	Baumol Modeli	30
4.3.2.	Beranek Modeli	34
4.3.3.	Miller-Orr Modeli	34
4.3.4.	Stone Modeli	36
5.	ALACAKLARIN YÖNETİMİ	37
5.1.	Alacak Yönetiminin Önemi ve Amacı	37
5.2.	Alacak Yönetimi Süreci	38
5.2.1.	Kredili Satış Politikası	38
5.2.1.1.	Kredinin Vadesi (Uzunluğu)	40
5.2.1.2.	Nakit İskonto Oranı	40
5.2.1.3.	Kredi Standartları (Müşterilerde Aranacak Nitelikler)	41
5.2.1.4.	Tahsilat Politikası ve Alacakların İzlenmesi	41
5.2.1.4.1.	Alacakların Tahsilat Süresi	42
5.2.1.4.2.	Alacakların Yaşlandırılması	42
5.2.2.	Alacak Yönetimi Organizasyonu	42
5.3.	Kredi Riski	43
5.3.1.	Müşterilerin Kredi Değerliliğinin Tespit Edilmesi	44
5.3.2.	Müşterilerin Temerrüde Düşmelerinin Etkilerini Azaltma	45
5.4.	Alacakların Finansmanı	45
5.4.1.	Faktöring	45
5.4.2.	Teminath Borç	46
6.	STOKLARIN YÖNETİMİ	47
6.1.	Stok Kavramı ve Önemi	47
6.2.	Stokların Yönetimi	48
6.2.1.	ABC Yöntemi	49
6.2.2.	Malzeme İhtiyaç Planlaması (MRP)	50
6.2.3.	Tam Zamanında Üretim (JIT)	50
6.3.	Optimal Stok Düzeyinin Belirlenmesi	51
6.3.1.	Ekonomik Sipariş Miktarı (EOQ)	51
7.	KISA VADELİ KAYNAKLARIN YÖNETİMİ	53
7.1.	Ticari Borçların Yönetimi	53
7.2.	Banka Kredilerinin Yönetimi	54
7.3.	Finansman Bonosu	56

BÖLÜM III: ÇALIŞMA SERMAYESİ ANALİZİ	57
8. ÇALIŞMA SERMAYESİ ANALİZİ	57
8.1. Çalışma Sermayesi Oranları	57
8.1.1. Çalışma Sermayesi Oranı	57
8.1.2. Nakit Dönüşüm Süresi (CCC veya CCP)	58
8.1.2.1. Ticari Alacaklar	59
8.1.2.1.1. Alacak Devir Hızı (RTR)	59
8.1.2.1.2. Alacakların Tahsilat Süresi (RCP)	60
8.1.2.2. Stoklar	61
8.1.2.2.1. Stok Devir Hızı (ITR)	61
8.1.2.2.2. Stok Dönüşüm Süresi (ICP)	62
8.1.2.3. Ticari Borçlar	62
8.1.2.3.1. Borç Devir Hızı (PTR)	62
8.1.2.3.2. Borçların Ertelenme Süresi (PDP)	63
8.1.3. Varlık Devir Hızı Oranı (AT)	63
8.2. Karlılık Oranları	63
8.2.1. Kar Marjı	65
8.2.1.1. Brüt Kar Marjı (GPM)	65
8.2.1.2. Faaliyet Kar Marjı (OPM)	66
8.2.1.3. Net Kar Marjı (NPM)	66
8.2.2. Yatırımların Getirisi (ROI or ROCE)	67
8.2.2.1. Varlıkların Getirisi (ROA)	68
8.2.2.1.1. Net Varlıkların Getirisi (RONA)	68
8.2.2.2. Özkaynakların Getirisi (ROE)	69
8.2.2.2.1. Du Pont Analizi	69
8.2.2.3. Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	70
8.2.3. Ekonomik Katma Değer (EVA)	70
8.3. Likidite Oranları	72
8.3.1. Cari Oran	73
8.3.2. Asit-Test Oranı	73
8.3.3. Nakit Oranı (Disponibilite Oranı)	74
8.4. Kaldıraç Oranları	74
8.4.1. Kaldıraç Oranı (Toplam Borç Oranı)	74

8.4.2.	Faaliyet Kaldırıcı (DOL)	75
8.4.3.	Finansal Kaldıraç (DFL)	75
8.4.4.	Faiz Karşılama Oranı (ICR veya TIE).....	76
BÖLÜM IV: UYGULAMA, SONUÇ VE TARTIŞMALAR		77
9.	LİTERATÜR İNCELEMESİ	77
9.1.	Yabancı Literatür	77
9.2.	Yerli Literatür	79
10.	ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ.....	80
11.	ANALİZ ve SONUÇLARIN TARTIŞILMASI.....	82
11.1.	Tanımlayıcı İstatistik (Descriptive Statistics)	82
11.2.	Regresyon Analizinin Sonuçları	83
12.	SONUÇ.....	94
KAYNAKÇA.....		98

Simgeler ve Kısaltmalar

ACP	Ortalama Tahsilat Süresi	(Average Collection Period)
AT	Varlık Devir Hızı	(Asset Turnover)
BİST-100	Borsa İstanbul 100 Endeksi	
CCC (veya CCP)	Nakit Dönüşüm Süresi	(Cash Conversion Cycle (or Period))
DFL	Finansal Kaldıraç Oranı	(Degree of Financial Leverage)
DOL	Faaliyet Kaldırıcı	(Degree of Operating Leverage)
DSO	Ticari Alacaklar Gün Sayısı	(Days Of Trade Receivables)
EBIT	Faiz Ve Vergi Öncesi Kar	(Earnings Before Interest and Taxes)
EBITDA	Faiz, Amortisman Ve Vergi Öncesi Kar	(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
EOQ	Ekonomik Sipariş Miktarı	(Economic Order Quantity)
EPS	Hisse Başına Kazanç	(Earnings Per Share)
EVA	Ekonomik Katma Değer	(Economic Value Added)
FA	Duran Varlıklar	(Fixed Assets)
GPM	Brüt Kar Marjı	(Gross Profit Margin)
IC (veya CE)	Yatırılan Sermaye	(Invested Capital (Capital Employed))
ICP	Stok Dönüşüm Süresi	(Inventory Conversion Period)
ICP (veya ITP)	Stok Dönüşüm/Bekleme Süresi	(Inventory Conversion or Turnover Period)
ICR	Faiz Karşılama Oranı	(Interest Coverage Ratio or Times Interest Earned)
ITR	Stok Devir Hızı Oranı	(Inventory Turnover Ratio)
JIT	Tam Zamanında Üretim	(Just In Time)
MRP	Malzeme İhtiyaç Planlaması	(Materials Requirement Planning)
MVA	Pazar Katma Değeri	(Market Value Added)
NOPAT	Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	(Net Operating Profit After Tax)
NPM	Net Kar Marjı	(Net Profit Margin)
NPV	Net Bugünkü Değer	(Net Present Value)
OPM	Faaliyet Kar Marjı	(Operating Profit Margin)
PDP	Borç Erteleme Süresi	(Payable Deferral Period)
PTR	Ticari Borçlar Devir Hızı Oranı	(Payables Turnover Ratio)
RCP (veya DSO)	Alacak Tahsil Süresi	(Receivables Collection Period or Days Sales Outstanding)
ROA	Varlıkların Getirisi	(Return On Assets)
ROCE	Kullanılan Sermayenin Getirisi	(Return On Capital Employed)
ROE	Özkaynakların Getirisi	(Return On Equity)
ROI	Yatırımların Getirisi	(Return On Investment)
ROIC	Yatırılan Sermayenin Getirisi	(Return On Invested Capital)
RONA	Net Varlıkların Getirisi	(Return On Net Assets)
ROS	Satışların Getirisi	(Return On Sales)
ROSF	Hissedar Fonlarının Getirisi	(Return On Shareholders' Funds)
RTR	Alacak Devir Hızı	(Receivables Turnover Ratio)
TSR	Toplam Hissedar Getisi	(Total Shareholder Return)
WACC	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	(Weighted Average Cost of Capital)
WC	Çalışma Sermayesi	(Working Capital)

Tablolar

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler (Descriptive Statistics)	83
Tablo 2. Model Summary^b (Model 1)	84
Tablo 3. ANOVA^a (Model 1)	84
Tablo 4. Coefficients^a (Model 1)	85
Tablo 5. Model Summary^b (Model 2)	86
Tablo 6. ANOVA^a (Model 2)	87
Tablo 7. Coefficients^a (Model 2)	87
Tablo 8. Model Summary^b (Model 3)	88
Tablo 9. ANOVA^a (Model 3)	88
Tablo 10. Coefficients^a (Model 3)	89
Tablo 11. Model Summary^b (Model 4)	89
Tablo 12. ANOVA^a (Model 4)	90
Tablo 13. Coefficients^a (Model 4)	91
Tablo 14. Model Summary^b (Model 5)	91
Tablo 15. ANOVA^a (Model 5)	92
Tablo 16. Coefficients^a (Model 5)	92
Tablo 17. Model Summary^b (Model 6)	93
Tablo 18. ANOVA^a (Model 6)	93
Tablo 19. Coefficients^a (Model 6)	94

Şekiller

Şekil 1: Çalışma Sermayesi	4
Şekil 2. Çalışma Sermayesi Türleri	9
Şekil 3. Agresif Finansman Politikası	15
Şekil 4. Dengeli Finansman Politikası	16
Şekil 5. İhtiyatlı Finansman Politikası	16
Şekil 6. Çalışma Sermayesi Döngüsü – Endüstri Sektörü	23
Şekil 7. Çalışma Sermayesi Döngüsü – Ticaret Sektörü.....	23
Şekil 8. Boumol Modeli	31
Şekil 9. Stone Modeli.....	36

BÖLÜM I: ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ

1. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI

Çalışma sermayesi kavramı, köken olarak Kuzey Amerikalı (Yankee) eski seyyar satıcıların çalışma süreçlerinin işleyiş şekline dayanmaktadır. Bu çalışma sürecinde seyyar satıcının atı ve arabası sabit varlıkları, arabaya yüklenen mallar ise çalışma sermayesini temsil etmekteydi. Söz konusu at ve araba çoğunlukla seyyar satıcının kendi sermayesiyle, satılacak ürünler ise ya tedarikçilerden kredili olarak ya da bankalardan bu faaliyet dolayısıyla alınan kısa vadeli kredilerle temin edilmekteydi. Bu süreç içinde satıcı mallarını satıp, ürünlerini getiriye dönüştürünce daha önce borçlandığı tutarı bankaya geri öder ve süreci tekrar başlatmak adına yeni bir borçlanma gerçekleştirirdi. Borçlarını ödeme konusunda başarılı olan satıcıların kredi bulmaları kolaylaşırken, bu türden çalışma yapan bankalar ise “sağlam bankacılık uygulamaları” yapan bankalar olarak bilinirlerdi. Söz konusu sürecin temel mantığı ise; yıl içinde satıcının bahsedilen süreci gerçekleştirme sıklığının yüksek olması, çalışma sermayesi devir hızını, dolayısıyla satıcının elde ettiği getirinin o nispette yüksek olacağı şeklindedir (Brigham & Houston, 1991, s. 690).

1.1. Giriş

Çalışma sermayesi kavramı oldukça karmaşık bir nitelik arz eder. Örneğin, bazı yöneticilerin ya da firma sahiplerinin kavramın söz konusu alışlagelmiş yazınsal tanımlamasını gerçek hayata uyguladıklarında birtakım zorluklarla karşılaştıkları görülmektedir. Bu zorlukların arkasında yatan neden ise muhtemelen kavramın görünen basitliğinden ileri gelmektedir: çalışma sermayesini, cari yükümlülüklerin cari varlıklardan düşülerek hesaplanması şeklinde ifade eden standart tanım, üzerinde derinden fikir yürütmeye gerek olmadığını düşündürecek düzeyde bir yalınlık taşır. Gerçekte ise, söz konusu denklemin açıkça ifade edilen bu formülasyonunu kavramak, bir firmanın finansal yükümlülüklerini icra etmesi gereken uygulamacılar için bu denli basit kavrayıştan öte bir nitelik arz etmektedir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 14).

Günümüz dünyasında işletmelerin mal ve hizmet üretiminde bulunmak için sahip oldukları fonları çeşitli varlıklara yatırdıkları görülür. Üretim için gerekli

faktörlerden bir kısmı yatırım aşamasında kullanılır ve nihayetinde yatırım harcamaları sonucunda kurulan tesislerin üretime ve gelir getirmeye başlaması zorunlu olur. Çalışma sermayesi, ürünlerin üretilmeye başlanmasından gelir elde edilinceye kadar geçen süre boyunca üretim faktörlerine bağlanan fonlardan oluşmaktadır. İşletme faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kullanılan ve kısa vadede paraya dönüşme özelliği olan bu varlıklara çalışma sermayesi, işletme sermayesi veya döner sermaye denilmektedir (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 1).

Söz konusu kavram, oldukça müphem bir karakter taşır. Literatürde çalışma sermayesi kavramı dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynakların farkı olarak tanımlanır ve bu doğrultudaki tanımlamalar genel olarak iki başlık altında toplanabilir: brüt çalışma sermayesi ve net çalışma sermayesi.

Brüt Çalışma Sermayesi: firmaların ihtiyaç duydukları fonlar iki türden varlığın elde edilmesi amacıyla kullanılır: sabit varlıklar ve cari varlıklar. Sabit varlıklar arazi, bina, vasıta, makine-teçhizat gibi unsurlardan oluşur. Cari varlıklar ise firmanın günlük faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli varlıklardan oluşmaktadır. Bu varlıklar bir yıldan kısa bir süre içinde nakde dönüşebilme özelliğine sahip unsurları içermektedir (Vishwanath, 2007, s. 269). Bilançoda yer alan bu dönen varlıklar grubu *brüt çalışma sermayesi* olarak tanımlanır ve bu tutar firmanın sahip olduğu likidite rezervleri perspektifinden teşhis edilebilir. Brüt çalışma sermayesi, firmanın, finansal kapasitesi ya da iç finansman potansiyeli hakkında bilgi sağlar (Heesen & Moser, 2013, s. 7).

$$\text{Brüt Çalışma Sermayesi} = \text{Cari Varlıklar}$$

Net Çalışma Sermayesi: Genel olarak, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi gerektiği düşünülür. Ancak bu türden bir finans politikası, çalışma hayatının vazgeçilmez niteliklerinden biri olan belirsizlik veya cari kaynakların ödenme hızıyla cari varlıkların devir hızı arasındaki ilişkide mevcut olan değişkenlik nedeniyle doğru bir politika olarak addedilemez. Bu türden sakıncaların mevcut olması, işletme için bir güvenlik marjı gereksinimi doğurur. Söz konusu marj, dönen varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmeyen, daha açık bir ifadeyle, dönen

varlıkların kısa vadeli kaynakları aşan ve uzun vadeli kaynaklarla marjinalize edilmiş kısmıdır ki literatürde bu marja *net çalışma sermayesi* denilmektedir (Pamukçu, 1999, s. 307-308). Net Çalışma Sermayesi genel olarak şöyle formüle edilmektedir:

$$\text{Net Çalışma Sermayesi} = \text{Cari Varlıklar} - \text{Cari Borçlar}$$

Teknik olarak cari varlıklar ile cari borçlar arasındaki pozitif fark net işletme sermayesi ya da net çalışma sermayesi olarak isimlendirilir; ancak, pratikte, bu fark kısaca *çalışma sermayesi* olarak bilinir (McMenamin, 2005, s. 647). Bu geleneksel çalışma sermayesi tanımlaması bizlere, ne miktarda nakdin ya da likit varlığın, cari borçlar tarafından empoze edilen kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamaya müsait olduğunu göstermektedir. Muhasebe standartlarına başvurulduğunda bir yıl içinde nakde dönüşecek varlığın ya da bir yıl içinde muaccel olacak borcun kısa vadeli olduğu ifade edilmektedir. Bu varsayım baz alındığında, cari varlıklar ya da borçların hep kısa vadeli bir konsept içinde olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, çalışma sermayesinin de genel anlamda kısa vadeli bir bağlamda olduğu kabul edilmektedir.

Şekil 1. bizlere bir bilançonun ihtiva ettiği farklı parçaları göstermektedir. Şekilde de görüldüğü üzere varlıklar, cari ve sabit varlıklar şeklinde; kaynaklar ise kısa vadeli faaliyet borçları ve finansal borçlardan oluşan cari kaynaklar ile devamlı sermaye şeklinde bölümlendirilmiştir. Burada cari borçlar, kısa vadeli operasyonel ve finansal borçları içermekte; uzun vadeli borçlar ile özkaynaklar ise uzun vadeli (devamlı) sermaye olarak tanımlanmaktadır.

CARİ VARLIKLAR	500	CARİ BORÇLAR	400
Alacaklar		Kısa Vadeli Faaliyet Borçları	300
Stoklar		Tedarikçiler	
Diğer Cari Varlıklar		Çalışanlar	
		Vergiler	
		Kısa Vadeli Finansal Borçlar	100
SABİT VARLIKLAR	500	DEVAMLİ SERMAYE	600
Makine		Uzun Vadeli Borçlar	
Teçhizat		Özkaynaklar	
Diğer Sabit Varlıklar			

Şekil 1: Çalışma Sermayesi

Kaynak: Preve, 2005.

Şekil 1. oldukça basit bir sayısal örneği kullanarak çalışma sermayesi formülasyonunun arkasında yatan algıyı resmetmektedir. Firmanın bir yıl içinde nakde dönüşecek varlıklarının \$500, buna mukabil yine bir yıl içinde ödenmesi gereken borçlarının da \$400 olduğu varsayılmakta ve dolayısıyla çalışma sermayesi miktarı \$100 olarak hesaplanmaktadır. Ancak, söz konusu şekle ters bir açıdan bakıldığında daha önce saptanmış olan çalışma sermayesine eş bir tablo gözükmektedir:

$$\text{Net Çalışma Sermayesi} = \text{Devamlı Sermaye} - \text{Sabit Varlıklar}$$

Dikkat etmek gerekirse, her iki yaklaşım da bize sayısal olarak aynı sonucu vermektedir; ancak, alternatif yaklaşıma başvurulması halinde ortada herhangi bir kısa vadeli unsur söz konusu olmamaktadır. Buna rağmen ikinci yaklaşım bizlere çalışma sermayesinin firmanın cari varlıklarını finanse etmeye adanmış sermaye miktarı olduğu konseptine farklı bir perspektiften bakmamızı sağlamaktadır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 15). Bir firmada net çalışma sermayesinin pozitif olduğu bir durum, ayrıca firmanın devamlı sermayesinin tüm duran varlıkları finanse etmekle kalmayıp dönen varlıkların finansmanına da katıldığı sonucunu verir (Cohen, 1991, s. 120). Örneğin, borçların anapara ve faiz ödemeleri likit varlıklara sahip olmayı gerektirdiği gibi, sabit varlıkların yenilenmeleri için gerekli fonlar, karpayı ödemeleri de nakit kullanılarak yapılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında çalışma sermayesi yönetimi

yalnızca cari varlıkların yönetimiyle sınırlı kalmayıp yanı sıra diğer varlıkların yönetimini de kapsamakta; hatta denilebilir ki firmanın tümünün yönetimini de içerecek bir genişlikte ilişkilere sahip bulunmaktadır (Smith, 1979, s. 8).

1.2. Çalışma Sermayesi Yönetim Süreci

İşletmeler normal faaliyet döngüleri içerisinde tedarik-üretim-satış-tahsilat faaliyetlerini eşanlı olarak gerçekleştiremezler. Bu yüzden işletmenin nakit giriş ve çıkışlarında zaman açısından bir uyumdan bahsetmek zordur (Pamukçu, 1999, s. 308). İşletmelerin çalışma sermayesine ihtiyaç duymalarının temelinde ise bu neden yatar; yani, nakit giriş ve çıkışları arasındaki uyumsuzluk ile bu nakit giriş ve çıkışlarının gerçekleştiği tarih ve tutarların kesin olarak bilinmemesi ve önceden öngörülebilmesi çalışma sermayesi kavramının varlık nedenini oluşturur. Eğer aksi söz konusu olsaydı; yani, işletmeler nakit giriş ve çıkışlarını zaman ve miktar olarak tam anlamıyla tespit edebilseydi, firmalar için çalışma sermayesi ihtiyacı olmayabilirdi. Ancak gerçek işletme koşullarında “tam belirlilik” koşulunun sağlanması olanaksızdır (Sayılğan, 2008, s. 157-158). Kaldı ki işletmelerin faaliyetlerini yürüttüğü gerçek işletme koşullarında ideal pazarlardan da bahsedemeyiz. Çünkü ideal pazar koşullarında işlem maliyeti, üretimde yaşanan aksamalar ya da finansal sıkıntı maliyeti gibi durumlara rastlanmaz. Böyle bir dünyada firma değeri, firmanın cari varlıkları ya da cari kaynaklarına ilişkin kararlardan bağımsız olacaktır. Ve böylelikle kısa vadeli finansal yönetime de ihtiyaç olmayacaktır. Ancak pazarlar mükemmel değildir ve mükemmel olmayan söz konusu bu pazarların olduğu dünyamızda işlem maliyetleri ya da üretimde yaşanan aksamalar kaçınılmazdır. Doğal olarak bu türden sıkıntıların varlığı çalışma sermayesi yönetimini zorunlu kılmaktadır (Pinches, 1996, s. 442).

Çalışma sermayesinin idaresi ve kontrolü hem işletme açısından büyük bir önem taşımakta, hem de işletmenin finans departmanının özel dikkat ve özenini gerektirmektedir. Bu açıdan çalışma sermayesi, firmanın finansal yönetiminde kayda değer bir ağırlığa sahiptir. Firmanın tam kapasite çalışmasından, üretimin kesintisiz yürütülmesine, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülükleri karşılayamama riskinin minimize edilmesi, kredi değerliliğinin artırılması, olağandışı durumlarda mali açıdan

sıkıntı yaşanmaması, faaliyetlerin karlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi gibi birçok açıdan yaşamsal bir boyuta sahiptir (Akgüç, 1998, s. 201). Ancak çalışma sermayesi yönetimi teoride olduğu kadar kurumsal uygulamada da oldukça ihmal edilmiş bir konu niteliğindedir. Özellikle son yıllarda sermaye temini konusundaki taleplerin ve küresel pazarlarda yaşanan rekabetteki şiddet düzeyinin yükselmesi, akıllarda soru işaretlerini arttırmakta ve konunun önemi hususunda zihinleri tekrar düşünmeye sevk etmektedir. Konunun literatür tarafında Anglo-Amerikan finans teorisi uzun yıllardan beri eleştirilerle boğuşurken, kurumsal uygulama tarafında da firmanın iç maliyetlerini azaltma yollarının bulunması ve çalışma sermayesi performansının iyileştirilmesi hususlarına odaklanılması için baskılar artmaktadır. Oysa firma değerinin artırılması için etkin bir çalışma sermayesi yönetimi firmaların kurumsal stratejilerinin ayrılmaz bir parçasını oluşturmaktadır (Meyer, 2007, s. 1).

Esas olarak çalışma sermayesi yönetiminin ilgi alanını, dönen varlıkların optimal miktar ve bileşiminin ne olacağı ve bu varlıkların nasıl finanse edileceği konuları oluşturmaktadır (Özdemir, 1997, s. 164). Çalışma sermayesi iş döngüsü içerisinde başlıca üç ana faaliyet unsuruna atfedilebilir: tedarik, üretim ve satış. Bu yüzden çalışma sermayesi yönetimi kavramı da öncelikli olarak stoklar ile ticari alacak ve ticari borçların yönetimi olarak anlaşılmalıdır (Meyer, 2007, s. 1). Bu doğrultuda çalışma sermayesi yönetimi politikası nakit değerler, pazarlanabilir menkuller, alacaklar ile stoklara optimal bir yatırımı ve bunların kısa dönemli finansmanı üzerinde durur (Okka, 2010, s. 213). Kısaca çalışma sermayesi yönetiminin, gerek cari varlıkların gerekse de cari kaynakların yönetiminin tüm yönlerini ihtiva ettiğini söylememiz mümkündür (Akgüç, 1998, s. 203).

Bir firmanın karşı karşıya kalabileceği temel kısa vadeli yönetsel kararlar genel olarak aşağıdaki şekildedir (Pinches, 1996, s. 440-441):

- a. **Ödemeler ve Tahsilatlar:** Bir firmanın öncelikli sorumluluklarından biri müşterilerin yapacakları tahsilatları yönetip tedarikçilere, çalışanlara, devlete vs. karşı maddi yükümlülüklerini ita etmektir. Bu durum çoğu kez bir tür nakit ve çek tahsilat sistemini ve bunun uygun bir şekilde yürütülmesini zorunlu kılarken, diğer yandan yapılacak nakit ödemelerin etkili bir şekilde işlenmesini sağlayacak bir dizi sistemin geliştirilmesini gerektirir.

- b. Likidite Yönetimi:** Firmanın hem aktif hem de pasif tarafındaki likiditesinin idaresi şarttır. Likidite yönetimi nakit giriş ve çıkış zamanlanması ile beklenen nakit açık ve fazlalarının belirlenmesi kararlarını içermektedir. Bunun yanı sıra likidite yönetimi firmanın kısa vadeli ve pazarlanabilir menkullerinin yönetimi ile firmanın kısa vadeli borçlarının tipinin ve vade yapısının belirlenmesini kapsar.
- c. Banka İlişkileri:** Firmanın kısa vadeli yönetsel sorumluluklarından bir diğeri ise firmanın bankacılık ağının dizaynı ile kurumsal bankacılık ilişkilerinin idaresidir. Bu sorumluluk hangi banka ile ne türden bir ilişki kurulacağını ve hangisinden nasıl bir hizmet alınacağını da ihtiva eder.
- d. Alacaklar:** Firmanın kredi politikası ile sonuçlanan tahsilat süreçlerinin yönetimi de oldukça mühim bir durum arz eder. Her ne kadar tüketiciler ve onlara sağlanacak kredi koşulları pazarlama yönetimi ile danışıklı bir şekilde belirlenecek olsa da, alacakların yönetimi ile ilgili nihai sorumluluk yine kısa vadeli finansal yönetimine düşer.
- e. Stoklar:** Stok kalemi firma içinde birçok bağımsız departmanın ilgi ve sorumluluk alanına girmektedir. Kısa vadeli finansal yönetim açısından ise stoklar, onlara yapılacak yatırım için gerekli fon miktarını ve bu fonun nasıl finanse edileceğini kapsar.

Son yıllarda çalışma sermayesi yönetiminde çeşitli gelişim aşamaları kaydedilmektedir. 60'lı yıllara kadar basit modellerin yardımı ile stoklar ya da ticari alacaklar gibi iki veya daha fazla örgüt içi çalışma sermayesi unsurunun likiditeye olan bireysel katkıları ayrı ayrı incelenerek bu bileşimler optimal duruma getirilmiştir. 70'li yıllarda modellerde yer alan çalışma sermayesi unsurlarının sayısı arttırılırken, 80'li yıllarda daha etkili bir nakit akışı oluşturma ve bir firma değeri yaratma anlayışının etkisiyle kısa vadeli finansal araçların yönetimiyle ilgili meselelere ilgi hızla artmıştır. Son 20-30 yılda ise, öncesinde kullanılan statik performans ölçütlerinin zayıflıklarını

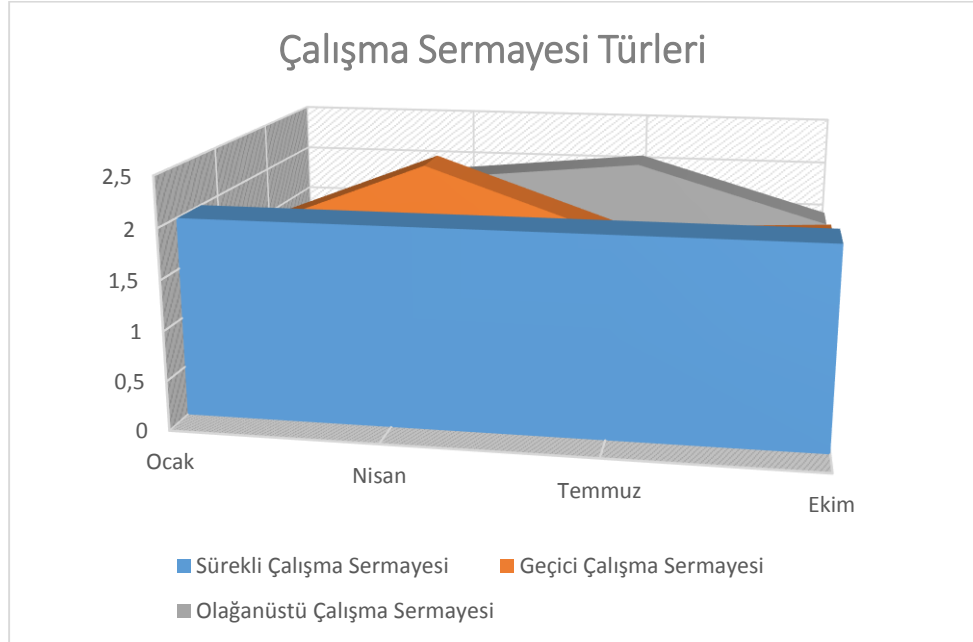
ortadan kaldırmak adına gelişmiş performans ölçütleriyle meseleye derinlik kazandırılmaya çalışılmıştır. Son birkaç yıl içinde ise –her ne kadar sayıları henüz az sayıda olsa da– çalışma sermayesi unsurlarının sadece örgüt içi düzeyde değil tıpkı tedarik zinciri yönetiminde olduğu gibi kurumlararası düzeyde bağlantılarına kısayollar bulunmaya çalışılmaktadır. Ancak gözükten tabloda hâlihazırda çalışma sermayesinin teorisi ile uygulaması arasında hala büyük bir boşluk söz konusudur. Yakın zamanda sunulan doktora düzeyindeki bazı çalışmalar ise bu eksikliğin giderilmesi yolunda ileri bir adım niteliği taşıyabilecektir (Meyer, 2007, s. 2).

1.3. Çalışma Sermayesinin Türleri

İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek amacıyla çeşitli şekillerde harcamalar gerçekleştirir ve bu harcamalar dolayısıyla ellerinde belirli miktarda fon bulundurmaları zorunda kalırlar. Uygulamada işletmeler boyut, faaliyet alanı, çalışma şekli vs gibi konularda birbirlerinden ayrılır ve doğal olarak her işletmenin ihtiyaç duyduğu fon, miktar ve zaman açısından farklılık gösterebilir. Bunun yanı sıra, işletmelerin faaliyetlerinde devamlılık sağlamak amacıyla ellerinde sürekli olarak çalışma sermayesi bulundurmaları da mümkündür (Aksoy & Yalçınar, 2005, s. 13). İşletmelerin çalışma sermayesi bulundurmalarının mantığında likidite sıkıntısına düşmemek yatar. Normal şartlarda, bir işletmede herhangi bir zamanda belirli bir düzeyde çalışma sermayesi bulunmalıdır. Çalışma sermayesinin bu şekilde likidite ve emniyet amaçlı olarak bulundurulması dışında işlem yapma ve spekülasyon amaçları ile de bulundurulması mümkündür (Sayılğan, 2008, s. 158). Kısaca işletmeler çeşitli miktar ve zamanda farklı karakterlere sahip çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadır.

Bir işletmenin yürüttüğü faaliyetlerin aralıksız bir şekilde sürdürülmesine imkan sağlayan asgari dönen varlık tutarı sürekli ya da sabit çalışma sermayesi olarak adlandırılır. Söz konusu sermaye tutarı firmanın karşı karşıya kaldığı olağan iş hacmi doğrultusunda gereksinim duyulan tutarı ifade eder (Uçkun, 2012, s. 144). Sürekli çalışma sermayesi düzeyi, işletmeler için çalışma sermayesi miktarının düşebileceği minimum düzeydir. Bu düzeyin altına düşülmesi işletmenin geleceğinin ve faaliyetlerinin devamlılığının tehdit altında olacağı anlamı taşıyacaktır (Akgüç, 1998, s. 216). Çünkü sürekli çalışma sermayesi işletmenin faaliyetleriyle doğrudan ilişkilidir. İşletmenin faaliyet hacmindeki - geçici değişimler dışında - değişimler sürekli çalışma

sermayesi düzeyini aynı yönde etkiler. Örneğin işletmenin faaliyet hacmindeki artış, benzer oranda sürekli çalışma sermayesi düzeyinin de yükselmesini gerektirir (Uçkun, 2012, s. 139). Ancak şunu belirtmemiz gerekir ki, çalışma sermayesi miktarını belirleyen tek faktör faaliyet hacmi değildir. Bazen dönemsel veya mevsimsel dalgalanmaların etkisiyle ya da emniyet stoku seviyesinin, satış kredisi vadelerinin değiştirilmesi gibi bazı yönetsel politikaların gereği olarak çalışma sermayesinde sürekli olmayan artış ya da azalışlar söz konusu olabilmektedir (Akgüç, 1998, s. 216). Üretim, satış ve stok politikalarındaki bu tür değişimleri desteklemek amacıyla sürekli çalışma sermayesi miktarına yapılan bu ilavelere geçici veya değişken çalışma sermayesi denilmektedir (Uçkun, 2012, s. 145). Faaliyetlere ya da geçici dalgalanmalara bağlı söz konusu bu çalışma sermayesi türleri dışında, işletme için sıradan olmayan kaza, afet, savaş, grev vs. gibi durumların ortaya çıkması halinde karşılaşılabilecek güçlükleri giderebilmek amacıyla da çalışma sermayesi ihtiyacı doğabilir. Bu türden durumlar için elde tutulan çalışma sermayesi ise olağanüstü çalışma sermayesi olarak adlandırılır (Aksoy & Yalçiner, 2005, s. 17).



Şekil 2. Çalışma Sermayesi Türleri

Çalışma sermayesinin sürekli ve değişken niteliklere sahip kısımlardan oluşması, finansal yöneticileri bu konuda bir tercih yapmaya zorlar (Sayılğan, 2008, s. 158). İzlenecek finansman politikası, işletme sahiplerinin risk-karlılık ilişkisini temel

alan finansal tercihlerini yansıtacaktır (Pamukçu, 1999, s. 309). Ayrıca daha önce de bahsettiğimiz üzere çalışma sermayesi düzeyindeki değişimler, kısa vadeli yükümlülüklerde olduğu kadar devamlı sermaye düzeyinde de değişim anlamı taşır. Bu nedenle optimal çalışma sermayesi düzeyi belirlenirken, uzun vadeli yükümlülükler ile özkaynaklar konuyla bağlantısız olarak düşünülemez. Sonuç olarak, çalışma sermayesi ile ilgili politika ve kararlardaki revizyonlar sanılanın aksine salt kısa vadeli ya da faaliyet temelli olarak varsayılmaz (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 25).

2. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN FİNANSMANI

2.1. Kısa Vadeli Finansman

Bir firma fon ihtiyacını karşılarken vade açısından bir tercih yapma zorunluluğuyla karşı karşıya kalır. Bu durum bazen firmanın faaliyet alanına, bazen de firmanın boyutuna göre değişkenlik gösterebilir; hatta bazen söz konusu durum bir tercihten ziyade bir zorunluluk halini de alabilir. Firmalar için kısa vadeli borçlanmanın üstünlükleri ve sakıncaları genel hatlarıyla şu şekildedir (Brigham & Houston, 1991):

Hız: Kısa vadeli bir kredi, uzun vadeli bir krediye oranla çok daha hızlı bir şekilde elde edilebilir. Borç verenler uzun vadeli bir kredi söz konusu olduğunda firmadan çok daha kapsamlı bir mali inceleme ve daha ayrıntılı bir kredi anlaşması isteyecektir. Dolayısıyla fon ihtiyacı ivedi ise bu durumda kısa vadeli borçlanma firma açısından daha elverişli bir seçenek olacaktır.

Esneklik: Eğer firmanın fon ihtiyacı mevsimsel ya da devresel ise firma şu üç sebepten ötürü uzun vadeli borçlanmadan kaçınacaktır:

- Uzun vadeli borçlanmada ihraç maliyetleri kısa vadeliden daha yüksektir.
- Uzun vadeli krediler erken ödenme imkânına sahip olabilir; ancak erken ödemeye ilgili yükümlülükler oldukça masraflı da olabilir. Dolayısıyla

eğer bir firma borcunu erken ödeme imkânı doğabileceğini düşünüyorsa, yine kısa vadeli borçlanma yolu daha elverişli olacaktır.

- Uzun vadeli krediler çoğunlukla firmanın geleceğini kısıtlayan hükümler ya da koşullar içermektedir. Kısa vadeli krediler ise nispeten daha az kısıtlayıcı niteliktedir.

Maliyet: Kısa vadeli borçlanmaların maliyeti uzun vadeliye göre daha düşüktür.

Risk: Kısa vadeli faiz oranları, uzun vadeli faiz oranlarına göre daha düşük bir düzeyde olmasına karşın, kısa vadeli kredilerin daha riskli oldukları da açıktır:

- Bir firma uzun vadeli borçlandığında, söz konusu faiz maliyetleri süreç içinde nispeten daha istikrarlı olacaktır; kısa vadeli kullanımda ise bu maliyetler bazen çok yüksek oranları bulan ciddi dalgalanmalar içinde olacaktır.
- Eğer bir firma kısa vadede yüklü bir miktarda borçlanma içine girmişse, piyasada oluşacak ciddi ya da gayri ciddi tüm durgunluklar firmanın borcunu ödemesini zorlaştıracaktır. Firma bu durumda borç vadesini de uzatamayacak, dolayısıyla iflas ile karşı karşıya kalacaktır.

İşletmelerin dönen varlıklarının düzeyini belirleyen başlıca etmenler ise şu şekildedir (Pinches, 1996, s. 447):

Firmanın Tipi: Firmanın spesifik çalışma alanı, dönen varlıklar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Örneğin, stok bulundurma seviyesinin yüksek olması sebebiyle perakendeci firmaların dönen varlık düzeyi üretici firmalara oranla daha yüksektir.

Firmanın Boyutu: Normal şartlar altında firmaların boyutları büyüdükçe, bilançolarındaki cari varlıklar ile cari kaynaklar oransal olarak küçülür. Dolayısıyla boyutu daha küçük olan firmaların daha büyük oranda dönen varlığa sahip olduğunu söylememiz mümkündür. Bu duruma yol açan sebeplerin başında küçük firmaların uzun vadeli kredi temin edebilmelerinin nispeten daha sınırlı olması yer alır. Ayrıca küçük firmalarda nakit akışının öngörülmesi de daha zordur. Büyük firmaların nispeten nakit akışları daha düzenli olduğundan daha uzun vadede plan yapabilmeleri

mümkündür. Yanı sıra büyük firmaların kaynak yapısının daha sermaye-yoğun bir görünümde olması da firmanın boyutsal farklılığının cari varlık tercihleri üzerindeki etkilerinden biri olarak sayılabilir.

Satışlardaki Değişim: Satışların artması, genel olarak, ticari alacakların ve stokların düzeyini arttıracaktır. Dolayısıyla satışlardaki artış, benzer şekilde dönen varlıkları da etkileyecektir.

Satışlardaki İstikrar: Satışlar ne denli istikrarlı olursa, firmanın satışlara dair öngörülerini ve nakit akışı o denli iyi olacaktır. Bu durum ise firmanın dönen varlık ihtiyacını azaltacaktır.

2.2. Likidite - Risk - Getiri İlişkisi

Risk-getiri ilişkisi finansal yönetimin temel konularından birini oluşturmaktadır. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, risk ve getiri kavramlarının likidite ya da çalışma sermayesi ile olan ilişkisinde söz konusu kavramların da bu bağlamda düşünülmesi gerekmektedir. Daha açık bir ifade ile buradaki getiri, genel anlamda bir getiriden ziyade çalışma sermayesi ile ilintili olan cari varlıklar üzerinden elde edilen getiridir. Aynı şekilde risk kavramı da çalışma sermayesi çerçevesinde bahsedilen firmanın yükümlülüklerini yerine getirememeye riskidir (Özdemir, 1997, s. 170). Ancak çalışma sermayesinin riskinin sadece yükümlülüklerin yerine getirilememesi ile sınırlı olmadığını belirtmemiz gerekir. Genel hatlarıyla çalışma sermayesi ile bağlantılı riskler şu şekildedir (Sagner, 2011, s. 200):

Likidite Riski, başlangıçta bahsetmiş olduğumuz, firmanın likidite yetersizliği dolayısıyla vadesi gelen yükümlülüklerini yerine getirememesi ve dolayısıyla mali sıkıntı yaşamasına, borç verenlerin ve tedarikçilerin nezdinde kredibilitésinin zarar görmesine ve potansiyel olarak iflasa sürüklenmesi riskidir. Bu türden riskler karşısında firma, kredi sınırını düzelterek ve güvenli finansal araçları bünyesinde bulundurarak önlem alabilir.

Kredi Riski, bir anlamda likidite riskinin muhataplarımız cephesinde gerçekleşmesi durumudur; yani, firmaya borcu olanların zamanında ödeme yapamaması durumudur. Bu türden riskler kredi raporları ile kredi raporlama şirketlerinin borç yönetimi hizmetleri yoluyla yönetilebilir.

Operasyonel Risk, normal faaliyet sürecinde firmanın fonksiyonel düzeyde karşılaştığı risklerdir. Bu türden riskler yerleşik bir politika ve prosedür altyapısı ile giderilebilecek düzeydeki risklerdir. Pratikte bu yöntemlerin faaliyetler ile bu faaliyetleri gerçekleştiren çalışanlar üzerindeki etkisi tartışmalı da olsa, fonksiyonel düzeyde spesifik politika ve düzenlemelerin varlığı bu türden riskleri azaltacaktır.

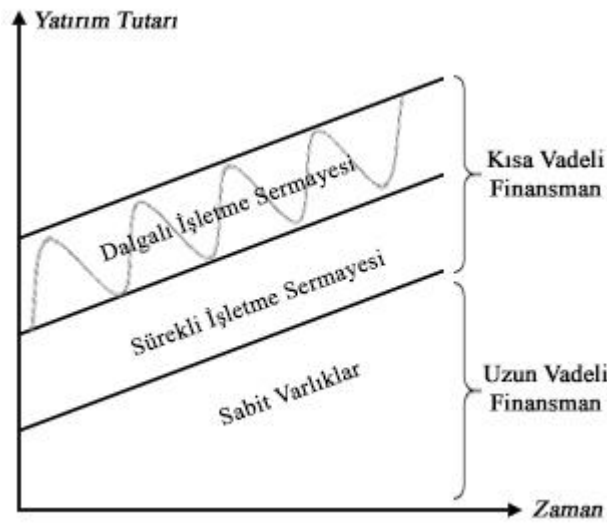
Bilgi Raporlama Riski, genellikle günlük bazda gerçekleşen işlemlerle ilgili olarak ilişkide olunan finans kurumundan ya da satıcıdan kaynaklanan yanlış/yanıltıcı bilgi transferinden kaynaklanır. Bunları önlemek adına iyi bir iletişim ağı oluşturulması, mali tablolar ile ilgili denetimlerin aksatılmaması yoluna gidilebilir.

Firmanın risk ile ilişkisine maliyet açısından bakıldığında ise bir firmanın varlıklarını kısa vadeli borçlarla finanse etmesi sonucu katlanacağı maliyetlerin, aynı finansman için uzun vadeli kaynakların kullanılmasının doğuracağı maliyetlerden daha düşük olması beklenir. Esasında bu iddia ampirik olarak kanıtlanabilir sonuçlar sunmaktadır. Söz konusu sonuçlar, uzun vadeli faiz oranının genel olarak kısa vadeliye oranla daha büyük olduğu yönündedir. Fonların elverişli olduğu varsayımı altında, kısa vadeli finansman firmaya, fonlarının beklenen maliyetini düşürme imkânı sunar. Ancak kısa vadeli finansmanın maliyet avantajına sahip olması beraberinde uzun vadeli borçlanmaya nispetle daha riskli olmasına yol açar. Örneğin, firmanın elinde 15 yıllık sabit faizli bir tahvil olduğunu varsayalım. Bu koşullar altında firma için gelecek 15 yıla ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin maliyeti biliniyor olacaktır. Aynı firma 15 yıllık finansmanını kısa vadeli olarak gerçekleştirdiğinde, yani, 15 yıl boyunca beher dönemde 1 yıllık tahviller yoluyla söz konusu bu finansmanı gerçekleştirdiğinde firma bir sonraki dönemde bu finansmanın kendisi için maliyetini tam olarak öngöremeyecektir. Bu şekilde yapılacak bir finansman firma için daha az maliyetli olabileceği gibi, tam tersi bir durumun gerçekleşmesi de mümkün olacaktır (Shapiro, 1990, s. 811).

2.3. Çalışma Sermayesinin Finansmanı

Çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili politikaların iki odak noktası bulunmaktadır: Bunlarda ilki, çalışma sermayesi unsurlarının ayrı ayrı ve topyekûn olarak ne düzeyde olacağı, diğeri ise bu düzeyin nasıl finanse edileceğidir. Çalışma sermayesi finansmanı, uzun vadeli finanslama politikasıyla iç içedir ve firmanın toplam finans politikasının bir parçası niteliğindedir. Bu yüzden çalışma sermayesinin finansman bileşimi belirlenirken sadece kısa vadeli kaynaklarla yetinilmez. Ayrıca firmanın çalışma sermayesi kaynak bileşimi içsel ya da dışsal kaynaklardan da temin edilebilir (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 19).

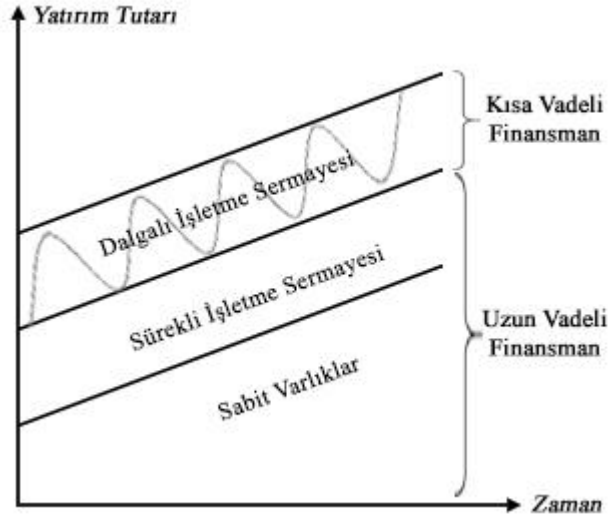
Çalışma sermayesinin finansmanı ile ilgili politikalarda temel hedef firma değeri maksimizasyonu amacını desteklemek olacaktır. Bunu sağlamaya yönelik olarak firma, özsermayesinin verimliliğini artırma yoluna gidebilir. Böyle bir seçeneği benimsemiş olan firma, kısa vadeli kaynak maliyetinin uzun vadeli kaynak maliyetine oranla daha düşük olduğunu düşünerek; kısa vadeli kaynak miktarını artırır, dolayısıyla devamlı sermayesini azaltmış olur (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 34). Böylece nitelik-vade uyumu şartı doğrultusunda firma kısa vadeli kaynaklarını arttırabileceği azami düzeye yükseltir ki, bu düzey dönen varlık düzeyidir. Bu durumda firmanın net çalışma sermayesi sıfıra eşitlenirken, devamlı sermayesi de yine söz konusu nitelik-vade uyumu kuralı çerçevesinde asgari düzeye çekilmiş olur. İşte firmanın sabit varlıklarının devamlı sermaye ile, cari varlıklarının da tamamıyla cari kaynaklarla finanse edildiği politikaya literatürde *atılğan ya da agresif finansman politikası* denilmektedir.



Şekil 3. Agresif Finansman Politikası

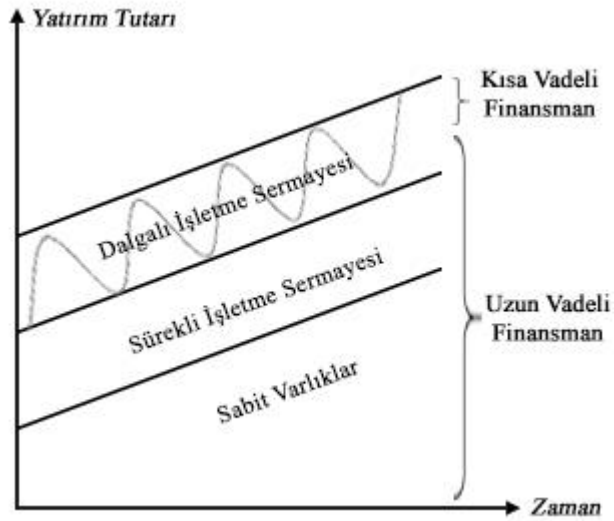
Kaynak: Aksoy&Yalçiner, 2005.

Risk-Getiri kuralı açısından düşünüldüğünde atılğan finansman politikası karlılık düzeyi en çok, dolayısıyla riski de en çok olan politika niteliğindedir. Konjonktüre dalgalanmaların etkisi, borçların zamanlaması, geçici sermaye temini gerekliliği konuları atılğan finansman politikasının başta gelen riskleri arasında yer alır. Diğer bir yaklaşım olan dengeli finansman politikasında ise firmanın sabit varlıkları ile çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısımları devamlı sermaye ile çalışma sermayesinin dalgalanan kısmı ise cari kaynaklarla finanse edilir (Ercan, 2005, s. 280). Varlıkların niteliği ile kaynakların süreleri arasında uyumlu olması kuralı bu politikada yerinde getirilmektedir. Dengeli finansman politikasında likidite riskinin oldukça düşük olması politikanın müspet bir yönünü oluştururken, kaynak maliyetinin yüksek, dolayısıyla karın nispeten düşük olmasına yol açmaktadır (Aksoy & Yalçiner, 2005, s. 31).



Şekil 4. Dengeli Finansman Politikası

Atılgan ve dengeli finansman politikalarının yanında uygulamada eşine az rastlanan diğer bir alternatif politika söz konusudur ki, bu durumda firma, devamlı sermayeyi sabit varlıklar ile sürekli çalışma sermayesinin finansmanı yanında geçici çalışma sermayesinin de bir bölümü için kullanır.



Şekil 5. İhtiyatlı Finansman Politikası

İhtiyatlı ya da muhafazakâr finansman politikası olarak adlandırılan bu alternatifte firma kısa vadeli kaynaklarıyla geçici çalışma sermayesinin yalnızca bir bölümünü finanse eder. Risk-getiri koşulu altında firmanın alternatif finanslama politikaları içinde en düşük karlılığa sahip seçeneği ihtiyatlı finansman politikası olacaktır. Sonuç olarak işletmenin risk-getiri dengesi bu alternatiflerin tercihinde önemli rol oynayacaktır.

3. ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACI

Bir ürün ya da hizmetin üretiminin çok kısa bir zamanda tamamlanıp yine çok kısa zaman içinde satılması ve doğrudan nakit ile sonuçlanması ideali işletmeler için hep arzulanan bir durumdur. Ancak bu hedef, gerçekten oldukça uzak bir idealdir. Sıradan bir işletme için bu süreç genel olarak şu şekilde gerçekleşir: işletme ilk başta, ihtiyaç duyduğu hammaddeyi ya doğrudan nakit yoluyla ya da sonucu nakit çıkışına neden olacak borçlanma yoluyla elde eder. Daha sonra bu materyaller tamamlanmış ürüne dönüştürülerek satışa hazır hale getirilir. Satış gerçekleştirilir ve işletme, süreci ya nakit ile ya da daha sonra nakde dönüşecek kredili satış ile tamamlar. Söz konusu süreç işletmenin bilançosunda bir dönüşümü de gerçekleştirir. Sürecin başında işletme için kullanılabilir bir nakit mevcudu vardır. Bir süre sonra nakit yerini hammadde stokuna, ardından hammadde stoku da yerini tamamlanmış mal stokuna bırakır. İşletme ürettiği mamulü satar ve bu olgu alacakları doğurur. En nihayetinde alacaklar nakde dönüşür ve nakit dengesi tekrar sağlanmış olur.

Bu genel süreç incelendiğinde ise firmanın çalışma sermayesi unsurlarının sürekli olarak bir dönüşüm içinde olduğu, buna karşın çalışma sermayesi yekûnunun ise sabit olduğu görülecektir (Klepzig, 2010, s. 35). Arzulanan durum ise bu dönüşümün mümkün olduğunca hızlı olmasıdır. Çalışma sermayesi yönetiminde işletmenin söz konusu faaliyetlerini yürütebilmesi amacıyla gelecek döneme ilişkin olarak ne tutarda çalışma sermayesine ihtiyaç duyduğunun tahmin edilmesi gerekmektedir (Pamukçu, 1999, s. 310).

Ancak çalışma sermayesi ihtiyacının saptanmasına yönelik yapılacak öngörüler sadece finansman departmanın görevi ya da sadece finansal bilgilerin

kullanıldığı bir konu değildir. Gerçekçi bir öngörü için diğer departmanların, özellikle de üretim-pazarlama departmanının işbirliğine ihtiyaç duyulur. Bu departmanlardan temin edilecek tedarik-üretim-satış bilgileri çalışma sermayesinin tahmin edilmesinde kayda değer bir önem taşımaktadır. Çalışma sermayesi ihtiyacına dair yapılacak kapsamlı ve ayrıntılı bir çalışma firmanın doğru tespitler yapmasını kolaylaştıracağından, söz konusu ihtiyaca yönelik olarak yapılacak finanslama kararlarının da daha isabetli bir şekilde alınmasını sağlayacaktır. Ayrıca bu şekilde yapılacak titiz çalışmalar, kredi veren kurumların da özellikle tercih ettikleri bir husustur (Türko, 1999, s. 229).

3.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin ihtiyaç duyacakları çalışma sermayesi tutarını etkileyen içsel ve dışsal olmak üzere birçok faktör söz konusudur. Bu faktörler doğrudan ya da dolaylı olarak çalışma sermayesini etkiler. Söz konusu etmenleri iki sınıfta toplamak mümkündür:

3.1.1. İç Faktörler

Çalışma sermayesini etkileyen işletme içi ve işletmenin kontrol edebildiği faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz (Aksoy & Yalçınar, 2005):

İşletmenin Tipi, Faaliyet Alanı ve Boyutu: Çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen en önemli etmen işletmenin büyüklüğüdür. Çalışma sermayesi unsurlarına yatırılacak tutarları belirleyen etmenlerin başında ise faaliyet hacmi gelmektedir. Faaliyet hacminin temel göstergesi satışlardır. Satış hacmi arttıkça, işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı da artacaktır. Diğer taraftan işletmenin boyutunun büyük olması finansal imkânlar açısından işletmeye kredi temini, vadeli satışlar gibi konularda daha çok imkân sunacak, böylelikle çalışma sermayesi ihtiyacı azalacaktır. Bunların yanında firmanın faaliyet alanı ve işletmenin tipi, işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını etkiler. Sipariş üzerine çalışan ya da hizmet üretimi yapan veyahut proje tipi üretim yapan firmalar tabiatıyla birbirlerinden farklı düzeylerde çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaklardır.

Kısa Vadeli Kaynak ve Varlıklara İlişkin Devir Hızı Oranları: Nakit ile başlayan faaliyetlerin devri yine nakit ile son bulmaktadır. Başlangıçta sağlanan nakitler borç kaynaklarından elde edilmiş oldukları için kısa vadeli kaynakların ödenmesinin de sürece dâhil edilmesi gerekmektedir.

İşletmenin Likidite Durumu: Firmalar, kredi sistemlerinin aksamadan işlemesi için, kredilerini zamanında geri ödeyebilmelerini sağlayacak likidite politikasına sahip olmalıdırlar. Ancak firmanın likidite ihtiyacı sadece kredi kullanmasına bağlı değildir. Firma, rutin faaliyetlerini sürdürebilmek amacıyla da belirli düzeyde likit varlığa ihtiyaç duyar. Likidite, varlıkların paraya dönüşme derecesini temsil eder ve her varlığın sahip olduğu bir likidite kabiliyeti söz konusudur. Dolayısıyla firmanın likidite politikası sonucu doğrudan bağlantılı olduğu çalışma sermayesi unsurlarını, dolayısıyla çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyecektir.

Tedarik ve Satış Koşulları: Tedarik sürecinin sık sık ve küçük partiler halinde olduğu işletmeler ile uzun vadelerle büyük miktarda alım yapmak zorunluluğunda olan işletmelerin ihtiyaç duyacakları çalışma sermayesi miktarı farklılık gösterecektir. Kısa vadede ve küçük miktarlarda alım yapan işletmeler doğal olarak daha az çalışma sermayesi ile çalışabilirler. Yanı sıra kredili alış-satış koşulları da bu süreci etkileyecektir.

Üretim Süresi: Firmanın ürettiği ürüne dair üretim süresinin kısa olması, devir hızını arttıracığı için çalışma sermayesi ihtiyacını azaltacaktır. Üretime harcanan zaman ayrıca üretim sonrası süreci de geciktireceğinden, örneğin, satışlarında daha geç yapılmasına neden olacağından devir hızını yavaşlatacaktır.

İşletme Kapasitesi ve Kullanma Derecesi: İşletme kapasitesi oluşturulması sabit varlık yatırımını gerektirirken, bu kapasitenin işletilmesi ise çalışma sermayesi unsurlarını gerektirmektedir. Bunun yanı sıra işletme kapasitesinin yapılacak geçici artışlar, aynı şekilde ilave çalışma sermayesi ihtiyacı doğuracaktır.

İşletme Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi: İşletmenin gelirleri pek çok faktörden etkilenebilir. Örneğin, sipariş üzerine satış yapan bir firmada gelirlerdeki dalgalanma daha az olacağından, firmanın çalışma sermayesi ihtiyacı nispeten azalacaktır. Ayrıca işletme gelirlerindeki dalgalanma, çoğu zaman sistematik etmenlerin etkisi altında da

kalabilir. Genel ekonomik durum, işsizlik oranı, kalkınma hızı gibi firmanın kontrolü dışında gelişen durumlar talepte, dolayısıyla firmanın gelirlerinde istikrarı bozucu etkiler doğurabilir.

Temettü, İhtiyat ve Büyümeyle ilgili Politikalar: Bilindiği üzere temettü politikası, firmanın değerini üzerinde etkili olan bir unsur niteliği taşır. Firmanın dağıtacağı temettü ise belirli miktarda nakit çıkışını gerektirir. Diğer taraftan firma, karını temettü olarak dağıtmak yerine ihtiyat amaçlı olarak firmada alıkoymak gibi bir alternatifte de sahiptir. Öte yandan firmanın büyüme konusunda da kaynağa ihtiyaç duyacağı açıktır. Dolayısıyla firma, çeşitli gerekçelerle şekillendirdiği temettü, yedek ayırma ya da büyüme gibi politikaları dolayısıyla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır.

Satıcı Kredilerinden Yararlanma Derecesi: Firmanın satıcı kredilerinden yararlanması, faaliyetlerinin finanse edilmesinde kullanılan kaynaklardan biri olarak yorumlanabilir. Hem kredili alış, hem de kredili satış bu açıdan firmanın çalışma sermayesi ihtiyacı üzerinde etkili olan faktörlerden biridir. Örneğin, firmanın kredili satışlarının vadesinin, kredili alışlarına oranla uzun olması firmanın yükümlülüklerinden önce alacaklarını tahsil edeceği anlamına gelir. Tam tersi bir durumda ise firma, müşterilerini finanse ettiğinden dolayı daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır.

Sermaye Maliyeti: Varlıklara yapılacak yatırımlarda sermaye maliyeti belirleyici unsur niteliği taşımaktadır. Yatırım yapılacak varlığın sağlayacağı faydanın sermaye maliyetinden büyük olması beklenir. Firmanın sermaye maliyetinin düşük olması, firma açısından yatırım yapılacak varlıkların kapsamını genişletecektir. Dolayısıyla firmanın sermaye maliyeti, çalışma sermayesi açısından bir standart olarak kabul edilebilir.

Stok Değerleme Politikası: Firmaların benimsedikleri stok değerlendirme politikası, firmanın maliyetlerini, dolayısıyla karını değiştirebilmektedir. Reel olarak firmanın maliyetleri bu politikalardan ötürü değişmez, ancak parasal sonuçlar firmanın tercih ettiği yönteme göre değişkenlik gösterecektir. Örneğin, enflasyon oranının yüksek olduğu ortamlarda, fifo yönteminin tercih edilmesi, firmanın karını olduğundan daha yüksek gösterecek, ödenecek vergi artacak ve dolayısıyla firma daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır.

Amortisman Politikası: Amortismanlar, firmalar açısından nakit girişi sağladıklarından dolayı, firmanın likidite ihtiyaçlarının giderilmesinde göz önünde bulundurulmuş bir unsur olduklarını söylemek mümkündür. Amortisman politikaları ise nakit girişleri konusunda çeşitli gruplara ayrıldıkları için tercih edilecek politika, çalışma sermayesi ihtiyacı esnasında dikkate alınmalıdır. Paranın zaman değerinin olduğu ve dolayısıyla erken elde edilecek nakdin daha değerli olduğu düşünülürse, örneğin, azalan bakiyelerle amortisman ayırmanın firmanın çalışma sermayesi ihtiyacına daha fazla katkı sağlayacağı açıktır.

İşletmenin Risk Tutumu: Firma yöneticileri çeşitli kararları alırken katlanılacak risk unsurunu göz önünde bulundururlar. Örneğin, riskten kaçınan bir yönetim politikasının hâkim olduğu firma için likidite düzeyinin yüksek olması beklenir. Firmalar riske katlanma derecelerine göre aynı faaliyetleri farklı tutarlarda çalışma sermayesi ile gerçekleştireceklerdir.

3.1.2. Dış Faktörler

Firmalar için kontrol edilemeyen (sistemik) çevre şartları ile olağanüstü durumlarda meydana gelebilecek savaş, afet, kaza, hırsızlık gibi durumlar çalışma sermayesi düzeyini etkiler (Aksoy & Yalçiner, 2005, s. 71-80). Bunların yanında çalışma sermayesi düzeyini etkileyebilecek diğer unsurlar ise aşağıdaki gibidir:

Vergi Uygulamaları: Firmaların peşin olarak yaptıkları satışlar ile bu satışlarla birlikte tahsil ettikleri vergileri ilgili kuruma ödemeleri arasında bir süre farkı bulunur. Bu süre firmalar için, kesilen fonları, yatırılacağı zamana dek kullanma imkânı sağlar. Bahsedilen durumla fazlasıyla karşılaşan firmalar için bu şekilde oluşan fonlar, önemli bir boyuta ulaşarak firma için kısa vadeli bir fon niteliğine bürünürler. Bunun yanı sıra vergiler şahıs ve sermaye şirketleri açısından da farklılıklar doğurur. Örneğin, sermaye şirketlerinin vergi tahakkuku yapma zorunluğunun olması firmanın kısa vadeli borçlarını arttıracaktır. Diğer taraftan vergi uygulamalarının teşvik edici ya da tahdit edici etkileri de söz konusu olabilmektedir. Yine, örneğin, vergi oranlarında meydana gelebilecek bir artış, firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini arttıracaktır. Kısacası vergi

uygulamalarındaki artış ya da azalışlar veya sürelerinde yapılacak değişiklikler firmanın çalışma sermayesini doğrudan etkileyecektir.

Piyasadaki Değişimler: Firmaların faaliyet gösterdikleri pazarda, çalışma sermayesini etkileyecek unsurları fiyat seviyesindeki değişimler, konjonktürdeki değişimler ve mevsimlik dalgalanmalar şeklinde kategorize edebiliriz. Bu türden unsurların etkileri çoğunlukla firmayı ve dolayısıyla çalışma sermayesini olumsuz olarak etkiler. Örneğin, enflasyonun etkisiyle fiyatlar genel düzeyinde meydana gelecek değişimler, firmanın normal faaliyet döngüsü için gereken nakit miktarını arttıracaktır.

Teşvik Tedbirleri: Teşvik tedbirleri niteliklerine göre firmaların çalışma sermayelerini hem bir bütün olarak, hem de tek tek çalışma sermayesi unsurlarına yapılacak yatırım tutarlarını etkileyecektir. Bazı durumlarda ise teşvikler, çalışma sermayesini finanse edici bir nitelik gösterebilir. Örneğin, firmada çalışan personellerin ücretlerinin vergilendirilmesine ilişkin bir indirim teşviki, firmanın çalışma sermayesi ihtiyacı üzerinde olumlu bir etki doğuracaktır.

Teknolojik Değişimler: Teknolojideki değişimler firmaları olumlu veya olumsuz bir şekilde etkileyebilir. Örneğin, yeni üretim araçlarının geliştirilmesi, firmanın maliyetleri üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olabilir. Dolayısıyla bu durum işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını azaltacaktır. Ancak benzer bir durum firma için yeni sabit yatırım maliyetleri ve beraberinde –örneğin, daha kalifiye personel gerektirdiği için- ilave çalışma sermayesi gereksinimi doğuracaktır.

Finansal Kurumların Gelişmişlik Düzeyi: Finansal kurumların gelişmiş olduğu piyasalar, firmaların çalışma sermayesi ihtiyacını azaltıcı bir etkiye sahiptir. Çünkü finansal piyasaların gelişmiş olması, firmaların kendi kaynaklarından ziyade kolaylıkla ve uygun maliyetlerle yabancı fon bulabilmeleri anlamına gelir. Bu koşullar, firmanın faaliyetlerini yürütürken nispeten daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duymasını sağlar.

3.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

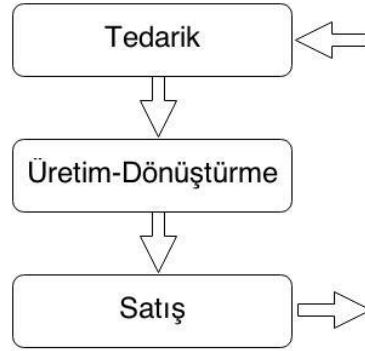
3.2.1. Nakit Dönüşüm Süresi (CCP veya CCC)

Nakit dönüşüm süresi çalışmanın 3. Bölümünde geniş bir şekilde ele alınacağı için bu kısımda konunun üzerinde durulmayacaktır.

3.2.2. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi

Faaliyet devri, hammadde alımı için yapılan ödeme ile üretilen ürünün satışı ile ortaya çıkan alacakların tahsili arasında geçen süredir. Faaliyet devri katsayısı da, üretim amacıyla yapılan harcamaların yılda kaç kez işletmeye geri döndüğünü ifade eden katsayıdır.¹

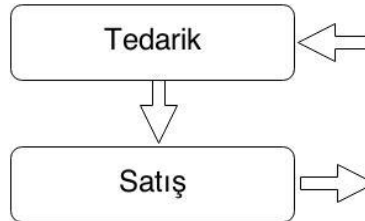
Her döngüsünün faaliyet devri olarak ifade edildiği söz konusu bu tekrarlanan eylemler, firmaların faaliyet alanlarına göre şekillenmektedir. Endüstriyel sektörler ile tarıma ve zanaata dayalı sektörlerde bu çalışma döngüsü 3 temel basamağı kapsar (Cohen, 1991, s. 131):



Şekil 6. Çalışma Sermayesi Döngüsü – Endüstri Sektörü

Kaynak: Cohen, 1991

Ürünün üretim ve dönüştürme süreçlerinin olmadığı perakendeci firmalarda ise bu süreç doğal olarak 2 basamağa düşer:



Şekil 7. Çalışma Sermayesi Döngüsü – Ticaret Sektörü

Kaynak: Cohen, 1991

¹ Sayılğan, 167

Çalışma sermayesi ihtiyacının tespitinde faaliyet devri katsayısı yönteminden yararlanabilmek için ilk olarak üretim dolayısıyla katlanılan maliyetlerin yıl içinde kaç kez geri döndüğünün hesaplanması gerekecektir. Bu hesaplamanın yapılabilmesi için üretim süreci boyunca kullanılan unsurlara harcanan paranın ve bu unsurların söz konusu üretim süreci içindeki devir sürelerine ihtiyaç duyulacaktır. Üretime giren tüm unsurlar nihayetinde mamullere dönüşür ve satışları gerçekleştirilir. Bunun yanı sıra tıpkı üretimin tamamlanması gibi tahsilat sürecinin de tamamlanması gerekecektir. Söz konusu kalemlere ilişkin süreleri ifade eden etkinlik süresi ya da faaliyet devri süresi, bir yıllık dönemdeki gün sayısı ile oranlanarak faaliyet devri katsayısı hesaplanmış olur (Türko, 1999, s. 230). Daha sonra elde edilen bu katsayı, işletmenin söz konusu unsurları için beklenen yıllık giderlerine oranlanır ve böylece faaliyet devri katsayısı yöntemi ile işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı tahmin edilmiş olur.

Örneğin işletmenin hammaddeyi satın almasından, mamulün üretilmesine ve satışına kadar geçen ve ortalama stokta kalma süresi olarak adlandırılan sürenin toplam 30 gün; ürünün satışından tahsilatın gerçekleşmesine kadar geçen ve çoğunlukla müşterilere tanınan vadeyi kapsayan ortalama tahsilat süresinin de 60 gün olduğunu varsayarsak;

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{360 \text{ (ya da 365)}}{\text{Etkinlik Süresi}}$$

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{360}{30 + 60} = 4 \text{ gün}$$

Bu bilgilere dayanarak firmanın yaptığı harcamaların, ortalama 4 gün içinde firmaya geri döndüğü söylemememiz mümkündür. Söz konusu firmanın tahmin edilen yıllık işletme giderlerinin 15.000.000 TL olduğunu varsaydığımızda;

$$\text{Çalışma Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Beklenen Yıllık İşletme Giderleri}}{\text{Faaliyet Devri Katsayısı}}$$

$$\text{Çalışma Sermayesi İhtiyacı} = \frac{15.000.000}{4} = 3.750.000 \text{ TL}$$

Böylece işletmemizin ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi miktarını belirlemiş oluruz.

3.2.3. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi

Faaliyet devri katsayısı yöntemi amortismanları ya da faaliyetlerin neticesi ile elde edilecek karları veya ödenecek vergileri hesaba katan bir yöntem olmamakla eleştirilmektedir. Günlük masraf tutarı yöntemi ile bu eksiklikler giderilerek daha doğru sonuçlara ulaşılmaya çalışılır. Yöntemde beher gider unsurunun günlük tutarları belirlenip, bu tutarlar dönen varlık unsurlarına ilişkin süreler ile çarpılır ve işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı belirlenir. Daha sonra söz konusu tutardan günlük bazda hesaplanan amortisman, kar ve vergiler çıkarılır ve böylelikle çalışma sermayesi ihtiyacı adı geçen yöntemle göre belirlenmiş olur (Sayılğan, 2008, s. 170).

3.2.4. Schmallenbach Yöntemi

Schmallenbach yöntemi, faaliyet devri katsayısı yönteminde göz ardı edilmiş olan müşterilere tanınan vade ile satıcıların tanıdıkları vadeyi dikkate alan bir yöntemdir (Uçkun, 2012, s. 161). Yöntem özellikle tedarik ettiği mamullere katkı yapmayan ve sadece genel giderleri bulunan işletmeler için daha idealdir. Yöntemin sanayi firmalarında kullanılabilmesi için birtakım düzeltmelere ihtiyaç vardır (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 85). Söz konusu yöntemi ifade eden formül aşağıdaki gibidir:

$$S_i = S + \left(1 - \frac{K_b}{100}\right) \left(H_s \frac{V_2 + V_1}{12}\right) + G_g \frac{V_2}{12}$$

S_i	Çalışma Sermayesi Tutarı
S	Ortalama Stok Tutarı
K_b	Brüt Kar Oranı
H_s	Satış Tutarı (Yıllık)
G_g	Genel Giderler (Yıllık)
V_1	Satıcıların Tanıdığı Vade
V_2	Müşterilere Tanınan Vade

3.2.5. Mellerowicz Yöntemi

Mellerowicz yöntemi ile çalışma sermayesi miktarı belirlenirken, ilk başta hammaddenin stokta bekleme süresi ile satıcıların söz konusu hammaddenin alımı esnasında firmaya tanıdıkları vadenin farkı belirlenip günlük bazda hammadde tutarı ile çarpılır.

Daha sonra hammaddenin mamule dönüşme süresi ve bu mamullerin stokta bekleme süresi ile müşterilere söz konusu mamullerin satışı dolayısıyla tanınan vade toplamı günlük bazda maliyet tutarı ile çarpılır ve bulunan tutar daha önce belirlediğimiz tutar ile toplanır (Aksoy & Yalçınmer, 2005, s. 90):

$$S_i = H_G (t_3 - t_5) + M_G (t_1 + t_2 + t_4)$$

S_i	Çalışma Sermayesi İhtiyacı
H_G	Hammadde (günlük)
M_G	Maliyet (günlük)
t_1	İmalat Süresi
t_2	Stokta Bekleme Süresi (mamul)
t_3	Stokta Bekleme Süresi (hammadde)
t_4	Müşterilere Tanınan Vade
t_5	Satıcıların Tanıdığı Vade

BÖLÜM II: ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARI

4. NAKİT ve NAKİT BENZERİ VARLIKLARIN YÖNETİMİ

4.1. Nakit Yönetimi

Firmaların ellerinde varlık bulundurmalarının temel amacı, bunların üzerinden getiri elde etme düşüncesidir. Bu doğrultuda, bir varlığın değeri, kapasitesi dâhilinde, gelecekte sağlayacağı nakit akışına göre belirlenir. Örneğin, bir firma, müşterilerinin güvenini kazanmak adına elinde büyük miktarda ticari alacak ile stok bulundurarak, gelecekteki satışlarını arttırmayı planlayabilir. Ancak, firmalar için amaç varlıklar üzerinden maksimum getiriye elde etmek olduğuna göre, neden faiz ya da karpayı getirisi olmayan bir varlığı elde tutma yoluna giderler?

Böyle bir soruya verilebilecek ilk yanıt olasılıkla firmanın giderlerini karşılamak, çalışanlarının ücretlerini ödemek veya gerekli olan alışveriş eylemini ifa etmek gibi işlemleri gerçekleştirmek olabilir. Elbette firmalar bu türden giderlerini karşılamak adına nakit yerine kredi kullanma imkânına da sahiptir; ancak, firma nihayetinde kredilerini de nakit olarak ödemek zorunda kalacaktır. Bu yüzden firma çalışmasını sürdürdükçe, işlem yapma güdüsüyle nakit bulundurması gerekecektir.

Bunun yanı sıra bir firma beklenmedik bir durum ile karşılaşabileceği düşüncesiyle de elinde nakit bulundurmak isteyebilir. Kaldı ki bu beklenmedik durum menfi bir karakterde olabilir, örneğin, firmanın büyük bir müşterisi zamanında yapması gereken ödemeyi yapamayabilir. Böyle bir durumda eğer firma ihtiyat güdüsüyle elinde yeterli yedeği bulunduruyorsa, kendisi için çok ciddi sıkıntılar çıkaracak bu konuyu böylelikle çözebilecektir. Diğer taraftan söz konusu beklenmedik durum müspet bir karakterde de olabilir; örneğin, firma çok karlı bir yatırım fırsatıyla karşılaşabilir. Böyle bir durumda da harekete geçebilmek için firma spekülasyon güdüsüyle elinde nakit bulunduruyor olmalıdır. Özetle firmalar ellerindeki nakdi bir anlamda hedging/riskten korunma aracı olarak kullanmış olurlar (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 60).

Ancak işletmeler için bu denli ihtiyaç duyulan bir varlığın sıklıkla kazançsız varlık olarak adlandırıldığına da şahit olmaktayız. Böyle bir nitelime muhtemelen nakdin (ve çoğu alınan çek hesabının) kendiliğinden bir getiri oluşturamamasından

kaynaklanır. Bu yüzden nakit yöneticisinin temel amacı firmanın elinde tutması gereken nakit miktarını minimize etmek olacaktır. Söz konusu minimal seviye hem firmanın faaliyetlerinin yürütülmesi, ticari indirimler gibi fırsatları yakalayabilmesi, yükümlülüklerini ödeyememe ve dolayısıyla kredi notunun zarar görmesi gibi nakitle doğrudan ilişkili durumlar için yeterli, hem de paranın atıl kalmasına meydan bırakmayacak kadar asgari olmalıdır (Brigham & Houston, 1991, s. 697). Dolayısıyla elde tutulmasına karar verilen nakit düzeyinin işletmeye maliyeti ile faydası arasında optimal bir denge kurulmalıdır (Pamukçu, 1999, s. 325).

Özetle belirtmek gerekirse nakit yönetimi; işletmenin nakit girişlerini hızlandırmak, nakit çıkışlarını yavaşlatmak ve mevcut nakdi varlıklardan en optimal şekilde yararlanmak şeklinde tanımlanabilir (Özdemir, 1997, s. 198). Nakit girişlerinin, nakit çıkışlarını aşması halinde firma için bir nakit fazlalığı ortaya çıkacaktır. Firma bu fazlalık ile kısa vadeli borçlarını ödeyebilir ya da bu nakdi pazarlanabilir menkullere yatırım yaparak değerlendirebilir. Tam tersi bir durumda ise, yani nakit çıkışlarının nakit girişlerini aşması halinde de firma başlangıçta uyguladığı politikayı tersinden uygulayacaktır. Oluşacak nakit eksikliği ya borçlanma yoluyla ya da mevcut pazarlanabilir menkullerin elden çıkarılmasıyla karşılanabilecektir (Shapiro, 1990, s. 818).

Büyük firmalar da ise durum daha karmaşıktır, çünkü bu firmalar, özellikle de çok uluslu ve uluslararası boyuttakiler, birçok farklı ülkede ve para biriminde birden çok nakit, banka ve menkul hesabını aynı anda yönetmek zorundadırlar. Dolayısıyla bu tür firmaların nakit ve nakit benzeri varlıklara ilişkin yönetsel faaliyetleri de oldukça karmaşık ve özel itina gerektiren bir yapıdadır. Yine bu firmalar için değişkenlik kavramı, yani günlük bazda gerçekleşen uluslararası nakit akışının yönetimi ile ilgili risk, yurt içi faaliyet gösteren firmalara nispetle oldukça yüksektir. Çünkü, örneğin, böyle bir firma için farklı ülkelerin bankacılık ve hukuk sistemlerinden kaynaklanabilecek ilave riskler ile kur hareketlerinin neden olabileceği kayıplar söz konusu olabilecektir. Bu tür zorluklarından ötürü çok uluslu firmalarda merkeze bağlı ya da merkezden bağımsız uzmanlaşmış kurumsal bir hazine fonksiyonuna ihtiyaç duyulacaktır. Günümüzde söz konusu kurumsal hazine departmanları uluslararası nakit yönetimi açısından oldukça yetenekli ve deneyimli bir görüntü çizmektedir. Ayrıca bu departmanlar kısa vadeli borçlanma ve yatırım adına

uluslararası faiz oranları fırsatlarından iyi bir şekilde yararlanmaktadırlar. Farklı para birimleriyle işlem yapmaktan kaynaklanabilecek söz konusu riskleri minimize etmek adına hedging tekniklerini ve araçlarını kullanmak konusunda da oldukça başarılı oldukları söylememiz mümkündür (McMenamin, 2005, s. 716).

Dolayısıyla uluslararası nakit yönetimi kapsamı itibarıyla şu şekilde ifade edilebilir; gerekli örgütlenmenin sağlanması, nakit akışının hızlandırılması, işlemlerin minimum maliyetle yürütülmesi, organizasyon içi fon akışının sağlanması, atıl durumdaki fonların optimal bir şekilde yönetilmesi, bankalarla olan münasebetlerin yürütülmesi ile nakit planlaması ve bütçelemesinin yapılması gibi faaliyetleri ihtiva eden bir süreçtir (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 217).

4.2. Nakit Benzeri Varlıkların Yönetimi

Nakit, kasada tutulan parayı ya da bankada tutulan vadesiz mevduatı temsil eder. Pazarlanabilir menkul kıymet ise firmanın kolayca nakde dönüşebilme özelliğine sahip kısa vadeli ve geçici yatırımlarını ifade eder. Nakit ve pazarlanabilir menkuller, birlikte, bir firmanın likit varlıklarını oluştururlar (Pinches, 1996, s. 470).

Firma, likit varlıklarını yönetirken karşılaşacağı temel mesele, mevcut fonların nakit ve nakit benzeri varlıklar arasında nasıl dağıtacağı olacaktır. Firma, bir süre atıl kalacağını öngördüğü fonlarını kasada ya da vadesiz mevduat olarak bankada tutmak yerine gerektiğinde hemen nakde dönüştürebileceği menkullerden yana kullanarak elindeki fonları daha etkin bir şekilde değerlendirmiş olacaktır (Akgüç, 1998, s. 250).

Firmanın elindeki fazla fonların etkin olarak değerlendirilebilmesi, faaliyette bulunulan ülkenin sermaye piyasasının durumuyla doğrudan bağlantılıdır. Sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi, bünyesinde barındırdığı araçların çeşitliliği nakit benzeri varlıkların yönetimini kolaylaştıracaktır. Ülkemizde kısa vadeli fonların değerlendirilebileceği para ve sermaye piyasası araçları şunlardır:

- Repo
- Hazine Bonosu
- Devlet Tahvili

- Finansman Bonosu
- Özel Sektör Tahvilleri
- Banka Garantili Bonolar
- Likiditesi Yüksek Hisse Senetleri
- Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgeleri
- Mevduat Sertifikaları
- Konut Sertifikaları
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Firmalar, nakit benzeri varlıklara yatırım yaparlarken söz konusu pazarlanabilir menkullerin verimliliği, güvenilirliği, paraya dönüşme ve pazarlanabilme kabiliyeti, vergilendirilme koşulları ve doğal olarak risklilik durumu gibi faktörleri göz önünde bulundurmaldırlar (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 204).

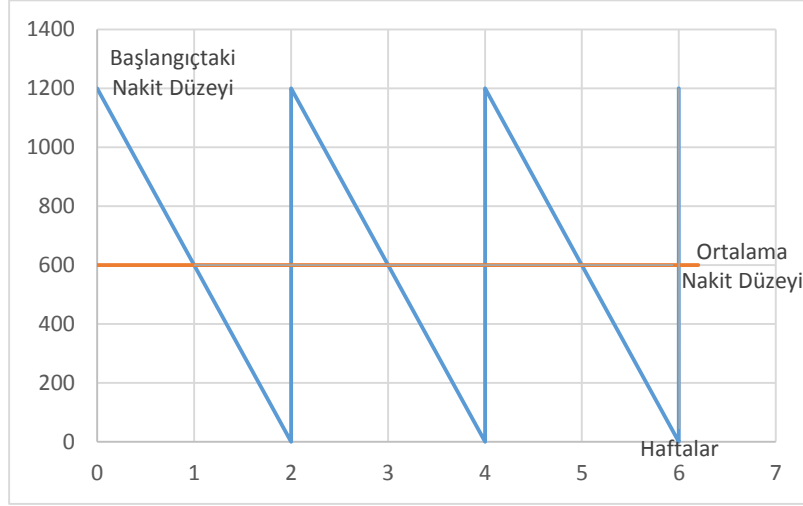
Firmalar nakit ve nakit benzeri varlıklarına ilişkin ihtiyaçlarını miktar ve zamanlamasını belirlerken nakit bütçelerinden yararlanırlar. Nakit ve nakit benzeri varlıkların miktarına ve zamanlamasına dair yapılan nakit bütçeleri, faaliyetler ile nakit düzeyi arasındaki etkileşimi gösteren bir cetvel niteliğindedir. Nakit bütçelerinden gelecek altı ay veya bir yıla ilişkin nakit giriş ve çıkışlarını görmek mümkündür. Bu niteliği ile nakit bütçesi firmanın kısa vadeli nakit gereksinimlerine dair planlamanın yapılması yanında, nakit giriş-çıkışlarının belirlenmesine yardımcı olur (Sarıaslan & Erol, 2008, s. 336).

4.3. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkların Optimal Seviyesinin Belirlenmesi

4.3.1. Baumol Modeli

Amerikalı iktisatçı William Baumol, formal bir nakit yönetimi modelinde işlem maliyetleri ile fırsat maliyetlerini birlikte değerlendiren ilk kişi olarak bilinir (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993, s. 777). Baumol modeli, esasında, optimum stok miktarının belirlenmesinde kullanılan ekonomik sipariş miktarı yönteminin, optimum nakit düzeyinin belirlenmesi için kullanılan şeklidir (Yıldırım, 2012, s. 170) (Sayılın, 2008, s. 175). Ekonomik sipariş miktarı modelindeki stok, bu modelde firmanın nakit düzeyi olarak kabul edilir (Shapiro, 1990, s. 834).

Örneğin, başlangıç nakit düzeyinin 1.200 TL olduğu bir firmada, nakit çıkış tutarı ile nakit giriş tutarı arasında 600 TL tutarında bir fark söz konusu olduğunu varsayalım. Bu koşullar altında firmanın nakit düzeyi ikinci hafta sonunda sıfır seviyesine inecektir. Firma, ikinci haftanın ardından ya borçlanma ya da elinde tuttuğu pazarlanabilir menkullerini satma yoluna gidecektir.



Şekil 8. Boumol Modeli

Eğer başlangıçta firmanın nakit düzeyi daha yüksek olarak belirlenmiş olsaydı, örneğin 2.400 TL, bu defa firmanın nakit varlıklarının dört haftalık bir ömrü olacaktır. Ya da eğer başlangıçta 600 TL şeklinde daha düşük bir düzey belirlenmiş olsaydı bu defa nakitler bir hafta içinde tükenecek ve firma sıfır seviyesine inen nakit düzeyini eski haline getirmek için başvurduğu yollara daha sık bir şekilde başvurmak zorunda kalacaktır.

Firmanın nakit düzeyinin sıfır olduğu ve dolayısıyla yerinin doldurulması gereken her seferde, firmanın tercih ettiği finansman türünün ayrıca bir işlem maliyeti olacaktır. Söz konusu bu işlem maliyeti göz önünde bulundurulduğunda, firmanın nakit düzeyini yüksek tutmasının işlem sayısını azaltarak tasarruf sağlayacağı beklenir. Ancak elde tutulan nakdin bir alternatif maliyetinin olduğu da düşünülürse, firmanın bu maliyeti düşürmek için nakit seviyesini düşük olarak belirlemesi beklenecektir. Bu sorunu çözmek için firmanın her iki maliyeti de dengeleyen optimal bir nakit düzeyi belirlemesi gerekmektedir. Optimal nakit düzeyinin belirlenmesine

ilişkin olarak da firma, şu üç husus hakkında dataya ihtiyacı duyacaktır (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993):

- Nakit dengesini tekrar sağlamak amacıyla elden çıkarılacak menkuller için katlanılacak işlem maliyeti (M_t)
- Elde nakit tutmanın alternatif maliyeti (M_b)
- İşlem güdüsüyle belirlenen nakit düzeyi (I)

Alternatif Maliyet: Firmanın nakit düzeyine ilişkin toplam alternatif maliyet, ortalama nakit düzeyi ($Q/2$) ile alternatif maliyet oranının (M_b) çarpılması yoluyla bulunur:

$$\frac{Q}{2} M_b$$

Başlangıçtaki Nakit Miktarı	Ortalama Nakit Düzeyi	Alternatif Maliyet (0,1)
4.800 TL	2.400 TL	240 TL
2.400 TL	1.200 TL	120 TL
1.200 TL	600 TL	60 TL
600 TL	300 TL	30 TL
300 TL	150 TL	15 TL

Firmamızın alternatif maliyetinin %10 olduğu (faiz oranı) varsayıldığında, ilk durum için alternatif maliyetimiz 60 TL olacaktır.

İşlem Maliyeti: Firmanın toplam işlem maliyeti, bir yıl boyunca gerçekleşen borçlanma sayısı ya da pazarlanabilir menkullerin satılma sayısı üzerinden hesaplanacaktır:

$$\frac{I}{Q} M_t$$

Başlangıçtaki Nakit Miktarı	İşlem Sayısı (Yıl Boyunca)	İşlem Maliyeti (3 TL)
4.800 TL	6,5	19,5 TL
2.400 TL	13	39 TL
1.200 TL	26	78 TL
600 TL	52	156 TL
300 TL	104	312 TL

Toplam Maliyet: Firmanın belirleyeceği nakit düzeyine ilişkin olarak katlanacağı toplam maliyet, alternatif maliyet ile işlem maliyetinin toplamından oluşacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{Q}{2} M_b + \frac{I}{Q} M_t$$

Başlangıçtaki Nakit Miktarı	Alternatif Maliyet	İşlem Maliyeti	Toplam Maliyet
4.800 TL	240 TL	19,5 TL	259,5 TL
2.400 TL	120 TL	39 TL	259 TL
1.200 TL	60 TL	78 TL	138 TL
600 TL	30 TL	156 TL	186 TL
300 TL	15 TL	312 TL	327 TL

Toplam işlem maliyetlerine dair seçenekler incelendiğinde örnek işletmemizin tercih edebileceği optimal nakit düzeyinin 1.200 TL olduğu görülecektir. Ancak bu rakam, alternatifler arasındaki en optimal rakamdır; oysa firmanın ihtiyaç duyduğu optimal nakit düzeyinde firmanın katlandığı alternatif maliyet ile işlem maliyeti birbirlerine eşit olur (Ercan, 2005, s. 291). Seçenekler arasında firma açısından en uygun olan 1.200 TL düzeyinde alternatif maliyet ile işlem maliyeti birbirine yakın olmakla birlikte eşit değildir. Dolayısıyla optimal noktayı bulmak için alternatif maliyet ile işlem maliyetini birbirine eşitleyip, firma için optimal olacak nakit düzeyini (Q) formülden çekersek;

$$\frac{Q}{2} M_b = \frac{I}{Q} M_t$$

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times I \times M_t}{M_b}}$$

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times (600 \times 52) \times 3}{0,1}}$$

$$Q = 1.368$$

Firma için optimal nakit düzeyi 1.368 TL olacaktır. Bu düzeyde firmanın toplam maliyetinin asgari olması beklenir:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{1.368}{2} 0,1 + \frac{31.200}{1368} 3 = 136,8 \text{ TL}$$

Modelle ilgili olarak bazı varsayımların söz konusu olduğunu ilave etmemiz gerekir. Bu varsayımların başında nakit ödemelerinin belirli bir dönem için devamlı ve düzenli olması, dalgalanmaların yaşanmaması, likit fonlara ilişkin işlem maliyetlerinin sabit kalması ve işletmenin para talebinin sadece işlem güdüsüyle olması gelir. Ancak yöntemin bahsedilen bu varsayımları, geleceğin kesin olarak kestirilemeyeceğinden dolayı gerçekçi olamamaktadır (Ceylan & Korkmaz, 2012, s. 300).

4.3.2. Beranek Modeli

Optimal nakit düzeyinin saptanmasına yönelik diğer bir model ise William Beranek tarafından geliştirilmiştir. Beranek Modeli, işletmenin sahip olduğu nakdin ne nispette menkul kıymetlere yatırılması ya da ne nispette nakit olarak tutulması gerektiğine ilişkin çözüm aramaktadır. Modelin uygulanabilmesi için – Baumol Modelinden farklı olarak – nakit girişlerinin olasılık dağılımı ile yeterli düzeyde nakit varlığa sahip olamamaktan kaynaklanacak maliyetlerin bilindiği varsayılmaktadır (Sayılğan, 2008, s. 180) (Ceylan & Korkmaz, 2012, s. 304).

Beranek'e göre firmanın karşılaşılabileceği nakit yetersizliğinin iki temel nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, işletmenin kredi değerliliğinin azalması sonucu ihtiyaç halinde başvuracağı seçeneklerin kısıtlı olması; diğeri ise firmanın nakit ıskontolarından mahrum kalışıdır (Büker & Aşıkoğlu, s. 133).

4.3.3. Miller-Orr Modeli

Nakit akışlarının kesin olarak bilindiği ve net nakit akışlarının her dönemde sabit olarak gerçekleşeceği şeklindeki varsayımlar, Baumol modelinin işlevselliğini sınırlandırmaktadır. Esasen çoğu firmanın nakit girişleri ile çıkışları farklı dönemlerde gerçekleşmektedir. Kaldı ki, çoğunlukla bu nakit akışlarının gelecek dönemlere ilişkin miktar ve zaman verileri tahminden öteye geçmemektedir (Shapiro, 1990).

Merton Miller ve Daniel Orr, günlük bazda ve düzensiz olarak dalgalanan nakit giriş ve çıkışları için optimal bir nakit düzeyi belirlemişlerdir (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993). Bu modelde nakit giriş ve çıkışlarının bir alt (L) ve üst kontrol limit düzeyi belirlenmiştir. Nakit düzeyi belirtilen limitler arasında seyrettiği sürece herhangi bir müdahale gerekmemektedir. Söz konusu durumlardan biri gerçekleştiğinde ise, firma, önceden belirlenmiş hedef nakit düzeyine (Z) ulaşmak için gerekli miktarda pazarlanabilir menkul kıymeti satın alır ya da satar. Örneğin firmanın nakit düzeyi üst limit noktasına (H) ulaşmışsa, firma “ $H-Z$ ” kadar pazarlanabilir menkule yatırım yapar; ya da alt limite (L) ulaşılmışsa, bu defa “ $Z-L$ ” kadar pazarlanabilir menkul kıymet satılarak nakde dönüştürülür (Shapiro, 1990) (Ercan, 2005, s. 292).

Miller-Orr modelinde kullanılan formüller ise aşağıdaki gibidir:

$$Z = L + \sqrt[3]{\frac{3 \cdot M_t \cdot \sigma^2}{4 \cdot M_b}}$$

$$H = 3Z - 2L$$

$$\text{Ort. Nakit} = \frac{4Z - L}{3}$$

Daha önce Baumol modelinde kullandığımız örnek üzerinden gidersek ve firmanın asgari nakit düzeyini (L) 100 TL olarak belirlediğini, aylık net nakit akımlarına ilişkin standart sapmanın ise 40 TL olduğunu varsaydığımızda firmanın ihtiyaç duyacağı ortalama nakit tutarı aşağıdaki gibi olacaktır.

$$Z = 100 + \sqrt[3]{\frac{3 \cdot 3 \cdot 40^2}{4 \cdot 0,1}} = 133$$

$$H = 3 \cdot 133 - 2 \cdot 100 = 199$$

$$\text{Ort. Nakit} = \frac{4 \cdot 133 - 100}{3} = 144$$

4.3.4. Stone Modeli

Optimal nakit miktarının belirlenmesi amacıyla kullanılan ve Bernell K. Stone tarafından geliştirilen model, Miller-Orr modelinde olduğu gibi firmanın nakit akışlarının rastsal olacağı varsayımını yapmayan ve diğer taraftan da Baumol modelindeki gibi nakit akışlarının kesin olarak bilineceğini iddia etmeyen bir modelledir (Sayılğan, 2008) (Yılğör, 2012).



Şekil 9. Stone Modeli

Şekil incelendiğinde, Miller-Orr modelinde tek kademeli olan alt ve üst limitlerin, bu modelde iki kademeli olduğu görülecektir. Z düzeyi firmanın hedef nakit düzeyini temsil etmektedir. Firmanın sahip olduğu nakit miktarı Z düzeyinin üzerine, örneğin H_1 düzeyine çıkarsa firma Miller-Orr modelinde olduğu gibi hemen bir müdahale gerçekleştirmez. Böyle bir durumda firma, yakın geleceğe dair nakit düzeyi ile ilgili öngörülerde bulunur ve eğer firma söz konusu dönemde nakit düzeyinin L_1 sınırının üzerinde olacağını tahmin ediyorsa, aradaki farkı menkul yatırımı yaparak değerlendirir. Ancak eğer yakın gelecekte böyle bir beklenti söz konusu değilse, firma herhangi bir eylem gerçekleştirmez. Aynı durum nakit yetersizliği için de geçerli olacaktır. Yani firma menkul kıymet satışı için nakit miktarının H_0 seviyesine düşmesiyle yetinmeyecek, yakın gelecekte bahsedilen düzeyin L_0 düzeyinde olacağını da öngörmesiyle harekete geçecektir (Sayılğan, 2008, s. 178).

5. ALACAKLARIN YÖNETİMİ

5.1. Alacak Yönetiminin Önemi ve Amacı

Firmalar satışlarını doğrudan nakit ile değil de, daha çok kredili olarak yaparlar. Bu şekilde gerçekleşen bir satış, müşteriler açısından çoğunlukla kısa vadeli bir fon niteliği taşır. Söz konusu verilen bu ticari krediler, işletmenin *ticari alacaklarını* temsil eder. Dünya genelinde, firmaların sahip oldukları varlıklar incelendiğinde ticari alacakların kayda değer bir boyutta olduğunu söylemek mümkündür. Ancak, bu denli büyük bir tutarın, müşterilerin finanse edilmesine adanmasının sebebi nedir? Neden esas faaliyet amacı borç para vermek olmayan bu firmalar, bahsedilen şekilde müşterilerinin finansmanını sağlarlar? Diğer taraftan ise, neden müşteriler finansal olmayan (*non-financial*) bu şirketler tarafından finanse edilmek konusunda gönüllü olurlar?

Konuyla ilgili olarak yapılan ilk çalışmalar, bu türden bir durumun kredi bulma olanakları nispeten daha iyi olan firmaların, söz konusu imkâna daha az sahip olan firmalara bu vasıtayla bir kredi aktarım mekanizması yarattığı yönündedir. Yakın zamanda yapılan çalışmalar da bu iddiayı destekler niteliktedir. Ancak bu defa, firmaların böyle bir mekanizmayı desteklemelerinin gerekçelerini irdelemek gerekecektir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 71).

Esasında firmalar, tabiatıyla, satışlarını kredili yapmaktan ziyade peşin olarak yapmayı tercih ederler. Dolayısıyla, firmaların çoğu zaman söz konusu bu kredi aktarım mekanizmasını tercih etmedikleri, daha ziyade bu yönüme bir zorunluluktan, rekabet etme zorunluluğundan başvurmak zorunda kaldıklarını söyleyebiliriz (Brigham & Ehrhardt, 2008, s. 789). Firmaların faaliyette buldukları sektörlerin rekabet düzeyi ile parasal koşullar, firmaları, müşterilerini bu şekilde finanse etmeye zorlamaktadır. Özellikle rekabet düzeyinin şiddetli olduğu sektörlerde - eğer firmanın finansal olarak kısıtı yoksa - firmaların kredili satış politikalarının daha agresif oldukları gözlenmektedir. Benzer şekilde zaman içinde finansal olanaklarda meydana gelecek değişim de firmaların kredili satış politikaları üzerinde etkili olur. Dolayısıyla ticari alacaklar ile çalışmak rekabet düzeyine, sektörün yapısına ya da ekonomideki finansal olanaklara göre şekillenmekte ve farklılık göstermektedir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 72). Bu gerekçelere ek olarak, firmaların, özellikle satıcı (ticari) kredilerini ihtiyari olarak sunduklarını gözlemek de mümkündür. Örneğin, ürettiği nihai ürünün başka bir firma için envanter niteliği taşıdığı bir firma, tedarik sağladığı

firmanın satışlarının artmasını, dolaylı olarak kendi satışlarının artması şeklinde yorumlayabileceği için, bu yolla tedarik sağladığı firmayı finanse etmeyi gönüllü olarak isteyebilir.

Firmalar açısından ticari krediler iki gruba ayrılabilir: ticari (satıcı) krediler ve tüketici kredileri (Okka, 2010, s. 229) (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993, s. 807):

Ticari (Satıcı) Kredileri, ürünün nihai ürün olarak satılmadığı, firmalar arasında gerçekleşen kredili satışlardır.

Tüketici Kredileri, ürünün nihai ürün olarak satıldığı ve müşterinin son tüketici olduğu durumlarda gerçekleşen kredili satışlardır.

5.2. Alacak Yönetimi Süreci

Ticari alacakların yönetimine ilişkin plan ve programlar oluşturulurken çok sayıda unsurun dikkate alındığını söylemek mümkündür. Bu unsurların en önemli olanları ise (Sagner, 2011, s. 89):

- Alacaklara ilişkin politikalar (kredili satış politikası) geliştirmek
- Alacakların yönetimine ilişkin organizasyon oluşturmak

5.2.1. Kredili Satış Politikası

Firma, satışlarını belirli bir düzeyde tutabilmek için faaliyette bulunulan sektöre ilişkin uygulamaları ve rakiplerin davranışlarını göz önünde bulundurarak kredili satış politikası belirleyip yürütmek zorundadır (Usta, 2005, s. 149).

Alacak (kredili satış) politikaları, müşterilere sunulacak kredinin boyutu, kapsamı ve uzunluğu gibi konularda belirlenecek kurallardan meydana gelmektedir. Söz konusu bu kurallar;

- Spesifik müşteri gruplarına ne miktarda kredinin verileceği,
- Verilecek krediye ilişkin koşulların ne olacağı,
- Müşterilerin borçlarını ödemesi için standart sürenin ne olacağı,

- Erken ödemelerde nakit iskontosunun yapılıp yapılmayacağı ya da yapılacaksa hangi oranda yapılacağı,
- Nakit iskontosu dışında indirimlerin söz konusu olup olmayacağı,
- Ödemelerini geciktiren ya da yapmayan müşterilerin nasıl izleneceği,
- Kullanılacak mekanizmaların ne olduğu ve bunların ne zaman devreye sokulacağı,
- Alacaklara ilişkin ödemeler beklenirken, bu süreçte firmayı asiste etmesi için finansal araçların sunduğu varlığa dayalı krediler kullanılmalı mı?
- Faktöring uygulamasının kullanılıp kullanılmayacağı,
- Firmanın satış temsilcilerinin satış gerçekleştirmek adına yetkileri dışında kredi vaatlerinde bulup bulunmadıklarının denetlenmesi,
- Alacakların tahsili için bir acentenin yardımına başvurulup başvurulmayacağı,

Yazılı politikaların oluşturulması kararların alınması esnasında bir tutarlılığın olmasını sağlarken, diğer taraftan bazı müşterilere yapılacak ayrımcılığı da önlemiş olur. Bir krediye ilişkin olarak sonradan yapılacak düzeltmelerde ya da ceza gerektiren durumlarda ne yapılacağına dair standart bir yol haritası çizilmiş olur. Ayrıca firmanın farklı departmanlarının konuyla ilgili benzer uygulamalar içinde olmasını sağlar (Sagner, 2011, s. 91).

Bir işletmenin başarılı olup olmayacağı genelde firmanın ürettiği ürüne/hizmete olan talebe bağlıdır; çünkü bu basit ve genel kural ne kadar çok satış, o kadar çok kar şeklindedir. Diğer taraftan satışlar ise birtakım etmenlere bağlıdır. Bunlardan bazıları sistematik, bazıları ise işletmenin kontrolü dâhilinde olan etmenlerdir. Talebe ilişkin olarak işletmenin kontrol edebildiği faktörler şunlardır: satış fiyatı, ürünün kalitesi, ürünün pazarlanması ve kredi politikasıdır. Kredi politikasını oluşturan unsurlar ise şu şekildedir (Brigham & Ehrhardt, 2008, s. 790).

- Kredi Vadesi
- Nakit İskonto Oranı
- Kredi Standartları
- Tahsilat Politikası ve Alacakların İzlenmesi

5.2.1.1.Kredinin Vadesi (Uzunluğu)

Kredi vadesi, müşterilere tanınan sürenin uzunluğunu temsil eder. Örneğin, kredinin vadesi “2/10 net 30” şeklinde ifade edilmişse bu, kredi vadesinin 30 gün olduğunu ifade eder.

Firmalar açısından kredi vadesinin uzatılması, satışlarda bir artış olması beklentisini doğurur. Bu hedef doğrultusunda firma, artan satışları dolayısıyla kar rakamlarında da bir artış beklentisi içine girer. Ancak artan satışlar dolayısıyla elde edilecek ilave karın, vadenin uzatılmasıyla kaybedilecek karı aşması gerekmektedir. Dolayısıyla firma açısından optimal bir vadenin tespit edilmesi zaruridir (Aksoy & Yalçiner, 2005, s. 245) (Özdemir, 1997, s. 246).

Genel olarak, firmaların kredilere ilişkin vadeyi saptarken göz önünde bulundurdıkları unsurlar şunlardır (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993, s. 808):

- Müşterinin temerrüde düşme olasılığı
- Kredinin büyüklüğü
- Krediye konu olan ürünün niteliği

5.2.1.2. Nakit İskonto Oranı

*İskonto, müşterilerin erken ödemelerini teşvik etmek amacıyla alacakların bir kısmından vazgeçmektedir*². Nakit iskonto oranı, müşterinin erken ödeme yapması halinde yapılacak indirim tutarını temsil eder. Nakit iskontosu, müşterileri erken ödemeye teşvik etmek amacıyla çoğu firmanın benimsediği bir uygulamadır (Shapiro, 1990, s. 859). Örneğin, “2/10 net 30” şeklindeki kredi için iskonto şartı ve oranı, ilk 10 gün içinde yapılacak ödemelerde %2 olduğunu ifade eder.

Firmalar için nakit iskontosu, ticari alacakların nakde dönüş hızını arttırıp, bu alacakların ortalama tahsil süresini kısaltan bir uygulamadır (Ross, Westerfield, & Jaffe, 1993, s. 809). Nakit iskontosu, esasında bir tür fiyat indirimidir ve bu durum müşteri açısından ürünün efektif (gerçek) fiyatında bir düşüşü temsil eder. Nakit iskontosu, ürünün fiyat esnekliği dolayısıyla satışlarda bir artışa neden olur. Ancak

² (Aksoy & Yalçiner, İşletme Sermayesi Yönetimi, 2005, s. 250)

hemen belirtmek gerekir ki firma, iskonto oranı ile, yani gelirlerinden vazgeçmenin bedeli ile satışlardaki artışın ya da tahsil süresinin hızındaki artışın sağlayacağı faydayı mukayese edip iskontoya dair optimal kararı vermek durumundadır (Akgüç, 1998, s. 273).

5.2.1.3. Kredi Standartları (Müşterilerde Aranacak Nitelikler)

Kredili satış için aranan asgari finansal olanakları, müşterilerin niteliklerini, kredibilitelerini, ödeme potansiyellerini temsil eder. Bu standartların düşük düzeyde tutulması satışları arttıracak, ancak borçların niteliğini düşürecektir (Brigham & Ehrhardt, 2008, s. 790). Bu noktada firmanın fayda-maliyet açısından durumu değerlendirip, kendisi için optimal olan düzeyi belirlemesi gerekir. Şöyle ki, standartların düşük düzeyde tutulması firmanın satışlarını arttırırken, aynı zamanda bilançoda alacak hesapları artacak, artan hesapların kontrolü güçleşecek, şüpheli alacaklara daha sık rastlanacak ve alacak tahsil süresinin uzaması dolayısıyla ek finansman ihtiyacı doğacaktır (Akgüç, 1998, s. 264). Bunun yanı sıra firma, satışların maksimize edilip, ileride sıkıntı doğurması muhtemel kötü nitelikli borçların maliyetinin minimize edilmesiyle yetinmeyip, müşterilerin bu şekilde finanse edilmesi için tahsis edilen fonların alternatif maliyetini de göz önünde bulundurması gerekecektir (Shapiro, 1990, s. 869).

5.2.1.4. Tahsilat Politikası ve Alacakların İzlenmesi

Geciken ödemeler karşısında alınacak tutumu ifade eder. Sıkı bir tahsilat politikasının uygulanması tahsilat sürecini hızlandırabilirken, aynı zamanda müşterilerin firma ile ilişkilerinin bozulmasına ve dolayısıyla firmanın müşteri kaybetmesine neden olabilecektir.

Diğer tüm varlık türlerine yatırımda olduğu gibi, alacaklara ilişkin politikaların amacı da ortakların menfaatini maksimize etmektir. Bu yüzden bu politikalara dair alınacak kararların optimal olması gerekmektedir. Yani, alacaklara ilişkin söz konusu politikaların meydana getireceği marjinal giderler ile gelirlerin iyi bir şekilde analiz edilmesi ve bu analizler sonucunda optimal kararların alınması gerekmektedir (Okka, 2010, s. 231).

Alacakların tahsil edilmesi firmalar açısından çoğunlukla sıkıntılı bir proses olarak görülür. Müşteriler yükümlülüklerini yerine getirirken, sıklıkla, kendilerine tahsis edilen sürenin ötesine geçme çabası sergilerler. Bu türden davranışları tetikleyen birtakım sebeplerin olması da muhtemeldir. Örneğin, resesyona uğradığı bir endüstride bu türden gecikmelere rastlamak olağandır (Shapiro, 1990, s. 875). Firma açısından ise alacakların tahsiline ilişkin politikaların yanında söz konusu alacakların izlenmesine de ihtiyaç duyulur. Bu amaçla firmaların kullandığı yöntemler aşağıdaki gibidir:

5.2.1.4.1. Alacakların Tahsilat Süresi

Alacakların tahsilat süresi, firmanın alacak devir hızının yıl içindeki gün sayısına oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır. Söz konusu rasyo Bölüm III'te Çalışma Sermayesi Oranları kısmında ayrıntılı olarak inceleneceği için burada detaya girilmekten kaçınılmıştır.

5.2.1.4.2. Alacakların Yaşlandırılması

Yaşlandırma programları, firmanın mali tablolarında sunulan özet bilgilerden ziyade, ticari alacaklar defterinde tutulan kayıtlarla hazırlanır. Örgütlenmenin ve departmanlaşmanın nispeten gelişmiş olduğu büyük firmalar da tüm kayıtlar elektronik ortamlara aktarıldığından, programın düzenlenmesi daha kolay olacaktır. Firma yönetimi ise söz konusu bilgiler ışığında sürekli olarak alacakların tahsil süresi (*RCP*) ile alacakların yaşlandırılması çizelgesi üzerinden ticari alacaklara ilişkin tahsilat durumu ile kredi politikasını karşılaştırmalıdır (Brigham & Houston, 1991, s. 713).

5.2.2. Alacak Yönetimi Organizasyonu

Çoğu firmanın, spesifik bir alacak yönetimi departmanına sahip olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Bu görev işletmelerde, sürecin kendisini ilgilendiren

departmanlar arasında paylaştırılmış bir durumdadır. Örneğin, satış aşamasında bu görev pazarlama departmanındayken, tahsilatın gerçekleşmesi aşamasında muhasebe departmanındadır. Her ne kadar bu geleneksel yaklaşım kabul edilebilir olsa da, alacakların yönetimine ilişkin optimal etkinliğin sağlanması için yeterli olacağı söylenemez.

Yeterli bir alacak yönetimi departmanı, konuyla ilgili tüm durumları analiz eden, gerekli düzenlemelerin ve düzeltmelerin yapılmasını sağlayan, daha eski faturalara ya da müşteri profillerine ilişkin bilgilerin derlenmesinden, faturaların ihraç edilmesine kadar gerekli tüm konularda çalışmalar yürüten bir departman şeklinde olmalıdır. Yine sağlıklı bir alacak yönetimi gerektiğinde, örneğin çalışma sermayesinin finanse edilmesi için faktöring bağlantılarının kurulmasını sağlayarak finansman departmanını ya da diğer konulardaki faaliyetleriyle konuyla ilişkili diğer departmanları asiste etmelidir (Sagner, 2011, s. 94).

5.3. Kredi Riski

Daha önce de bahsedildiği üzere, firmaların ticari alacak kalemlerinin ciddi meblağlara ulaşması, söz konusu firmaların müşterilerine önemli derecede yatırım yaptıkları anlamına gelir. Bu yatırımların beklenen getirisi, satışlarda gerçekleşecek artışa bağlı olacaktır. Ancak bu getiri beraberinde, hem bir fırsat maliyetini, hem de yatırılan sermayenin geri dönmeme riskiyle bağlantılı bir maliyeti doğurur. Daha açık bir ifadeyle, firmanın hâlihazırda müşterilerini finanse etmek adına katlandığı paranın zaman değerinden kaynaklanan maliyetin yanında bahsedilen risklerden kaynaklanacak ilave maliyetler de söz konusu olacaktır. Söz konusu bu risk, kredi riski olarak adlandırılır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 74).

Müşterilerine esnek bir kredi politikası uygulayan işletmeler söz konusu riskler ve maliyetlerle birlikte yüksek satış ve karlılık rakamlarına ulaşırlar. Bu doğrultuda, firmaların diğer finansal kararlarda olduğu gibi alacak yönetiminde de risk-getiri ya da maliyet-kar dengelerini optimize etmeye yönelik politikalar belirlemeleri gerekir (Özdemir, 1997, s. 238). Ancak ilginçtir ki, faaliyetlerini bu şekilde yürüten çoğu firmanın, müşterilerinin borçlarını geri ödemek için yeterli bir nakit akışına sahip olup olmadıkları konusunda yararlanılacak bir değerlendirme sistemine

sahip olmadıkları görülür. Doğal olarak bu durum, müşterilerin temerrüde düşmelerinden kaynaklanacak riskin boyutunu göstermektedir. Dolayısıyla, esasında, ödemesini zamanında ya da hiç yapamama olasılığı olan müşterileri finanse etmenin firmalar açısından oldukça riskli olduğunu söylememiz mümkündür. Bu yüzden müşterilerini finanse eden firmaların, kredi riski ile karşı karşıya kalmaları muhtemeldir.

Firmalar için söz konusu kredi riskinden kaçınmanın iki yolu olduğu söylenebilir: bunlardan ilki, firmaların müşterilerinin kredi değerliliğine ilişkin olarak bir değerlendirme sistemi geliştirip, bu müşterilerin ödeme güçlerini esas alan bir kredi limiti oluşturmak olacaktır. Diğer bir yöntem ise, yapılan kredili satışların riskini çeşitli finansal araçlar (faktöring gibi) kullanarak düşürmeye çalışmak olabilir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 78).

5.3.1. Müşterilerin Kredi Değerliliğinin Tespit Edilmesi

Bazı firmaların, özellikle kredi verirken standart bir prosedür uygulayan finansal kuruluşlarla karşılaştırıldıklarında oldukça liberal bir tutum sergiledikleri görülür. Bankaların genellikle her müşterisinin kredi değerliliğini belirleyen risk departmanları vardır. Bu departmanlar müşterilerine ilişkin bilgileri değerlemek konusunda uzmanlaşmış bir kadroya sahiptir ve söz konusu departmanların esas görevi de bu doğrultudadır. Firmalar ise, özellikle de nispeten küçük boyuttakiler bu türden imkânlardan yoksundurlar. Bu yüzden çoğu firma müşterilerine kredili satış yaparken kayda değer düzeyde bir değerlendirme yaptıklarını söylemek doğru olmaz.

Bir firma müşterisini finanse ederken aşağıda sıralanan hususlara dikkat etmelidir:

- Müşterinin gelecekte gerçekleşebilecek muhtemel nakit akışlarının tahmin edilmesi
- Müşterilerinin mali tablolarının analiz edilmesi
- Finansal piyasalardan elde edilen bilgilerin göz önünde bulundurulması
- Müşterilerin geçmiş sicillerine dair bilgilerin incelenmesi
- Varsayımsal bir tahmin modelinin kullanılması
- Kredi limitlerinin oluşturulması

İşletme bu türden analizler yaparak müşterileri hakkında daha fazla bilgiye erişir ve bu bilgiler ışığında müşterilerini bir sınıflandırmaya tabi tutar. Söz konusu sınıflandırmada regresyon analizleri de kullanılmaktadır (Özdemir, 1997, s. 237). Ayrıca firmanın elde ettiği sonuçlarla oluşturacağı kriterleri temel alarak belirleyeceği kredi politikalarının firma için oldukça faydalı olduğunu söylemeliyiz.

5.3.2. Müşterilerin Temerrüde Düşmelerinin Etkilerini Azaltma

Müşterinin kredilerini ödeme konusunda temerrüde düşmesi halinde, firmalar bazı finansal araçları kullanarak bu durumun etkilerini minimize edebilirler. Eğer bir firma müşterilerine kredi sunma konusunda kendini sınırlandırmak istemiyor, fakat aynı zamanda bu durumdan kaynaklanacak riskten de kaçınmak istiyorsa finansal olarak başvuracağı birtakım yol ve yöntemler aracılığıyla bu durumdan kaynaklanacak maliyetleri minimize edebilir. Bu araçların başında firmanın kredi portföyünü çeşitlendirmek gelir. Bu türden kredi çeşitlendirmeleri bankaların sıkça başvurduğu yöntemlerden biridir. İşletmelerin de benzer şekilde çeşitlendirme yoluna gitmeleri seçeneğinin yanında, ödemenin yapılmaması halinde uygulanacak yaptırımları içeren şartlı ödemelerden de bahsetmek mümkündür. Şarta bağlı bu ödemeler genellikle kredi türevleri ya da sigorta poliçeleri şeklinde sunulur. Bahsedilen yöntemlerin dışında bir de firmanın alacaklarına ilişkin likidasyon (tasfiye) değerini arttıracak teknikleri kullanması söz konusudur. Böyle durumlarda firmalar, borcun ödenmemesi durumuna karşılık bir teminat isterler ve temerrüdün gerçekleşmesi halinde firma bu teminata başvurur (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 81).

5.4. Alacakların Finansmanı

5.4.1. Faktöring

Faktöring, ticari alacak düzeyi büyük rakamlara ulaşan firmaların, bu satışlarından doğan alacak haklarını faktör ya da faktöring şirketi olarak adlandırılan kuruluşlara, belirli bir iskonto ile ve bedeli peşin tahsil edilmek üzere devretmesidir (Ceylan, 2010, s. 1) (Sariaslan & Erol, 2008, s. 394).

Konuyu somutlaştırmak adına, bir firmanın alacaklarını %2 iskonto ile faktöriinge devrediyor olduğunu varsayalım. Bu durumda, alacakları devralan faktör'ün, söz konusu işletmeye beher liralık alacak için 98 kuruş ödediği anlaşılmaktadır. Ortalama tahsilat süresinin bir ay olduğu varsayılırsa, faktör açısından bu işlemin bir aylık periyotta, bugünden ödediği 98 kuruş için 1 lira tahsil edecek olması söz konusudur (Brealey, Myers, & Marcus, 2001, s. 186).

Faktöring işlemi yalnızca cari varlıklar için kullanılabilen bir finansal araç olup, uygulamada çoğunlukla vadelerin 1-4 ay arasında yoğunlaştığı görülmektedir (Aydın, Başar, & Coşkun, 2010, s. 235). Faktöring sürecinin yürütülmesi, faaliyette bulunan ülkenin yerel hukuk kuralları çerçevesinde değişiklik gösterebilmektedir. Ancak faktöring sürecinin ana fikri, alacaklarına ilişkin haklarını devreden firma için söz konusu borcun muhatabının artık esas faaliyet konusu kredi tahsilatı gerçekleştirmek olan başka bir kişi ya da kurum olmasıdır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 83).

Faktöringin bir finansman tekniği özelliğinin yanında yönetsel bir özellik de taşımaktadır. Esas olarak faktöring firmanın elindeki kredili alacakların nakde dönüşmesini sağlamaktır; ancak, bu temel işlev ile birlikte faktöring (Toroslu, 2010, s. 20):

- Vade tarihinden önce ön ödeme yapmak
- Kredili alacakların temerrüde düşme riskini üstlenmek
- Firmanın muhasebe kayıtlarını tutmak şeklinde firmanın yönetimine üç ayrı hizmet sunarak katkıda bulunur.

5.4.2. Teminatlı Borç

Ticari alacak kavramı nitelik olarak işletmenin varlık türünden bir unsur olduğu için söz konusu bu unsurun bir varlıksal değere sahip olması doğaldır. Varlık değeri olan bu ticari alacaklar, işletmenin kısa vadeli borçlarına karşılık bir teminat olarak kullanılabilirler. Bu amaç doğrultusunda ticari alacakların farklı işlem biçimleriyle kullanılabilirliği olasıdır; ancak, uygulamada en sık rastlanılan bir tröst oluşturmak şeklindedir.

6. STOKLARIN YÖNETİMİ

6.1. Stok Kavramı ve Önemi

Eski, fakat çok doğru ve bilgelik dolu bir deyiştir “kazanç, ticarettedir” sözü. Özellikle son yıllarda, söz konusu bu anlayış firmalar açısından genel kabul görmüş bir konsepti oluşturmaktadır. Ancak bu doğrultuda ilerlemek, yani tedarik etmek, üretmek ve satmak oldukça zahmetli bir faaliyet sürecini de beraberinde getirir.

İşletmelerin, nispeten yakın dönem içinde söz konusu bu faaliyetleri yürütürken en çok çaba harcadıkları unsurların zaman içinde değiştikleri görülmektedir. Örneğin, 60’lı yılların sonuna doğru, piyasalarda hala talep fazlalığı söz konusuydu ve firmaların en çok ihtiyaç duyduğu unsur, söz konusu talebe yanıt verebilecek üretim miktarı için gereken “yeterli zaman”dı. 70’lerin başlarında ise durum birdenbire farklılaştı ve çoğu pazarda işletmelerin en önemli meselesi “satış ve pazarlama” olarak değişti. Bu noktadan itibaren firmalar için pazarlama ve satış hakkında tüm bildiklerini tekrar gözden geçirme ve bu kavramlara olabildiğince odaklanma vakti gelmişti. 90’lı yıllarda ise küreselleşmeyle birlikte, firmaların en önemli meselesi artan rekabet baskısına dönüşmüştür. Firmaları oldukça zorlayan satış ve pazarlamaya ilişkin optimizasyon kararlarının ardından, odak noktası bu kez maliyetlere yönelmiştir. Sonucunun çok sayıda relokasyonlar olduğu, maliyetler açısından en optimal yerin belirlenmesi sorunu, esasında küreselleşen dünya üzerindeki popüler eğilimlerin de bir sonucuydu. Uzak lokasyonların oldukça kısa ve ucuz bir hale dönüştüğü bu küresel dünyada, internet sayesinde firmalar kendilerine Mangolia’dan tedarikçi, Alaska’dan müşteri bulabilir olmuştur. Artık yönetim kurullarında CPO (chief procurement officer)’lar boy göstermeye başlamıştır. Günümüzde satın alma, özellikle de tedarik zinciri yönetimi büyük firmalarda önemli bir departman olarak görülmeye başlamıştır (Heesen & Moser, 2013, s. 216).

Firmaların tedarik-üretim-satış faaliyetleri içinde tıpkı diğer çalışma sermayesi unsurlarının olduğu gibi, stok unsurunun da hayati bir öneme sahip olduğu söylenebilir. Ancak stok kavramı işletmeler açısından çok farklı formlarda olabilir. Mesela, bir üretici firma için stok, belirli hammaddelerden oluşan ve bir üretim sürecinin girdisini oluşturan, sonrasında yarı mamul olarak işlenmeye devam eden ve nihayetinde satışa hazır hale getirilmiş bir mamulü ifade eder. Perakendeciler içinse

stok, çoğunlukla, sadece üretimi tamamlanmış ve bir katma değer yaratmanın söz konusu olmadığı mamuldür. Hizmet işletmelerinde ise depolanacak herhangi bir ürün mevcut değildir. Söz konusu bu stoklara ilişkin yatırımlar ise, nakit mevcuduna ve alacaklara yapılan yatırım ile birlikte bir işletmenin operasyonel düzeydeki yatırımlarının başlıcalarını oluştururlar. Stoklar ya da diğer adıyla envanter, firmanın ana faaliyetini gerçekleştirmesinde esas unsurlardan biridir, ancak bir firma için söz konusu bu stoklara yapılacak yatırımları önemli ya da gerekli kılan etmenler nelerdir?

Bu etmenlerin başında stokların, firmanın, talepte meydana gelecek değişimlere yanıt verebilmesine olanak sağlaması gösterilebilir. Ayrıca stoklar firmaya, üretimde ihtiyaç duyulacak esnekliğe zemin oluşturmak ya da sipariş büyüklüğünün sağlayacağı fiyat avantajlarından yararlanma imkânı verir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 86). Yanı sıra enflasyonun yoğun olarak yaşandığı ekonomilerde, cari fiyat üzerinden yapılacak spekülâtif stok alışları, firmalar açısından oldukça karlı sonuçlar doğurabilecektir (Pinches, 1996, s. 514).

Çok uluslu ya da uluslararası firmalar açısından ise stok yönetimi, ulusal ölçekte faaliyet gösteren firmalara nispetle çok daha karmaşık ve zahmetli bir süreci gerektirir. Gümrük muameleleri ve ithalat denetimleri, uluslararası taşıma ve nakliye ile vergi ile döviz fiyatlarındaki farklılıklar söz konusu süreci oldukça farklı ve girift bir şekle dönüştürmektedir. Diğer taraftan, her ülke ya da bölge için farklı bir stok yönetimini zorunlu kılar. Ayrıca söz konusu firmalar açısından optimal stok düzeyinin belirlenmesi de benzer biçimde oldukça zor bir süreci beraberinde getirecektir (Aksoy & Yalçın, 2005, s. 318).

6.2. Stokların Yönetimi

Firmaların düzenli ve istikrarlı bir üretim ve satış çizgisi yakalayıp sürdürmeleri açısından stoklar, dolayısıyla stok yönetimi oldukça önemlidir. Bunun yanı sıra stok yönetimi, işletmeler için tedarik-üretim-satış bağlamında birden çok departmanın işbirliğini gerektirmektedir. Örneğin tedarik departmanı toptan alımların yapılıp indirimlerden yararlanılması taraftarı olabilirken, satış departmanı ürünlerin çeşitleri konusunda taleplerde bulunabilir. Üretim departmanı ise üretimin akmasının

önlenmesi için hammadde, yardımcı maddelerin yeterli düzeyde olmasını isteyebilirken, finans departmanı büyük miktarda stok düzeyine yatırım yapılmasının alternatif maliyeti olacağı gerekçesiyle karşı çıkabilecektir (Sarıaslan & Erol, 2008, s. 373). Bu bağlamda stok yönetimi, üretim ve pazarlama departmanının etkinliği açısından oldukça önemlidir. Finansal yönden ise, elde stok bulundurmanın sağlayacağı faydalar ile söz konusu durumdan kaynaklanacak maliyetlerin değerlendirilmesi ve stoklara yapılacak yatırımların kaynak maliyetini minimize etmeye yönelik stok planlaması ve denetimi yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla stok yönetiminin, birden çok departmanın fikir birliğini gerektirdiğini ve stok yönetiminin temel amacının optimal stok düzeyinin belirlenmesi olduğunu söylemek mümkündür (Pamukçu, 1999, s. 349).

Stoklara ilişkin yönetim ne denli etkin yürütülürse, normal koşullar varsayımı altında, işletme stoklarına o denli az yatırım yapacaktır ve dolayısıyla bu durum firma değerine olumlu yönden katkı sağlayacaktır (Pinches, 1996, s. 514).

6.2.1. ABC Yöntemi

Firmalar stoklarını farklı kategorilere ayırmak yoluyla, etkin stok kontrolünün en önemli olduğu kategorileri saptayarak odaklanma imkânına sahip olacaktır (Pinches, 1996, s. 515). ABC Yöntemi de, stokların üç (ya da daha fazla) kategoriye ayrılmasını baz alan bir yaklaşım olarak bilinir. Bu yaklaşımın temelinde yatan mantık ise, nicelik açısından küçük bir payı temsil eden bir grup stokun, değer açısından büyük bir payı temsil edebileceğidir (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, s. 726).

ABC yönteminde firmanın sahip olduğu stoklar A, B ve C şeklinde üç gruba ayrılır. Yöntemde, en büyük tutara, dolayısıyla en fazla öneme sahip olan A grubu, orta düzey tutara ve öneme sahip olan B grubu ve en önemsiz tutarlara sahip olan C grubu şeklinde bir tasnif yapılır (Büyükmirza, 2007, s. 733).

Bu yöntemin firmaya iki türden katkı sağladığını söylemek gerekir. Firmalar söz konusu yöntemi kullanarak dikkatlerini en verimli olan stok alanlarına

yönlendirmiş olurlar ve bunu yapmakla finansal açıdan firma stok yönetimini optimal noktaya taşımış olur (Pinches, 1996, s. 515).

6.2.2. Malzeme İhtiyaç Planlaması (MRP)

Malzeme ihtiyaç planlaması (materials requirement planning – MRP) firmanın ne zaman ve ne miktarda stoka ihtiyaç duyduğunun belirlenmesinde kullanılan bir yöntem olarak bilinir. Stokların planlanması ve denetlenmesi konusunda kullanılan söz konusu yöntem 1970'lerde Kuzey Amerika'da ortaya çıkmış ve sıklıkla Amerika ve Japonya'da kullanılagelen bir tekniktir (Tekin, 2012, s. 30). Yöntem, tamamlanmış mamulden geriye doğru gidilerek kullanılan madde ve malzemelerin en gerekli oldukları zamanda elde hazır bulundurmaya amaçlamaktadır. Böylelikle firma stokların ambarda bekleme sürelerini, dolayısıyla elde bulundurma maliyetlerini önemli ölçüde azaltarak, firmanın stoklar için daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duymasını sağlamaktadır (Kobu, 2003, s. 367).

6.2.3. Tam Zamanında Üretim (JIT)

Tam zamanında üretim yaklaşımı (just in time – JIT) Japonlar tarafından geliştirilmiş bir üretim tekniği olup, Toyota Motors firması tarafından pratiğe taşınmış bir uygulamadır. Günümüzde ise söz konusu uygulamanın önemi oldukça artmış ve çoğu işletme tarafından kullanılır olmuştur (Yükçü ve diğ., 742). Tam zamanında üretim doğru malzeme/parça/mamulün doğru zamanda ve doğru yerde olması ve ayrıca fazladan her envanterin maliyet ve israf anlamı taşıdığı bir anlayıştan oluşur. JIT programlarının etkinliği, satıcıların sıkı bir teslimat programı ile üst düzeyde yürütülecek bir kalite kontrolü mekanizmasının varlığına bağlıdır (Sagner, 2011, s. 124).

JIT, stok düzeyinin sıfır olduğu, ancak aynı zamanda stok bulundurmamaktan kaynaklanabilecek gecikmelerin ise olmadığı bir ideali amaçlamaktadır. Satılmak üzere bir ürüne ihtiyacın belirlenmesinden hemen önce, üretimde kullanılacak materyal ve parçalar tedarik edilir ve üretim gerçekleştirilir. Söz konusu sürecin başarılı bir şekilde yürütülmesi ile ilintili olarak firmanın stoklarında önemli ölçüde bir düşüş meydana gelir. Dolayısıyla firma ticari borçlarına karşılık gelecek varlığa çok kısa bir

süre içinde sahip olur. Böylece firma faaliyetlerini çok düşük bir çalışma sermayesi düzeyi ile sürdürebilme imkanı elde eder (Pike & Neale, 2006, s. 366).

6.3.Optimal Stok Düzeyinin Belirlenmesi

Stok yönetimi, elde stok bulundurmanın sağlayacağı faydayı maksimize ederken, yeterli stok bulundurmamanın yol açacağı maliyeti minimize edecek ayarlamalar gerektirir. Çoğu firma açısından stok yönetimi özellikle hassas bir konudur. Çünkü, örneğin, ürünlerinin demode olma olasılığı olan ya da belirli bir süre sonunda çürüme veya bozulmaların gerçekleşebileceği ürünler satan firmalar için optimal stok düzeyinin üzerine çıkılması ciddi maliyetlere yol açabilmektedir. Diğer taraftan, satışının çok sık olmadığı ve uzun üretim süreçleri gerektiren (özellikli mallar gibi) ürünlerde yeterli stok bulundurmamakla kaçırılacak satışların maliyeti yüksek olabilecektir. Dolayısıyla farklı türden firmaların, farklı gerekçelerle, farklı düzeylerde stok bulundurması söz konusu firmalar açısından stok yönetiminin, özellikle de optimal stok düzeyinin belirlenmesinin önemini açıkça ortaya koymaktadır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 87).

Tedarik, üretim ve satış süreçlerinin vazgeçilmez unsuru olan etkin bir stok kontrol ve yönetiminin hedefinde, stoklara ilişkin tüm hareketlerin izlenmesi ve optimal stok düzeyinin tespit edilmesi için gereken çalışmaların yapılması vardır (Sarıaslan & Erol, 2008, s. 374). Stok yönetiminin bu hedefi doğrultusunda en çok kullanılan teknik *ekonomik sipariş miktarı* yöntemidir.

6.3.1. Ekonomik Sipariş Miktarı (EOQ)

Stok kontrol modelleri içinde en eski ve en yaygın kullanılan model Ekonomik Sipariş Miktarı modelidir. İlk olarak 1915'te Ford W. Harris tarafından ortaya konan bu model günümüzde kullanılan pek çok modelin temelini oluşturmaktadır. İşletmelerin sıklıkla kullandığı bu yöntem toplam stoklama maliyetlerini minimize eden sipariş miktarını ve böylece optimal stok düzeyini belirlemeye çalışan bir modeldir (Sarıaslan & Erol, 2008, s. 375). Ekonomik sipariş miktarı modeline ilişkin hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

Stok Bulundurma Maliyeti: Firmanın stok düzeyine ilişkin toplam stok bulundurma maliyeti ortalama stok düzeyi ($Q/2$) ile stok bulundurma maliyetinin (M_b) çarpılması suretiyle hesaplanır:

$$\frac{Q}{2} M_b$$

Sipariş Maliyeti: Firmanın toplam sipariş maliyeti, bir yıl içinde gerçekleşen sipariş sayısı (I/Q) ile her sipariş için katlanılacak maliyetlerin (M_t) çarpılmasıyla bulunur:

$$\frac{I}{Q} M_t$$

Toplam Maliyet: Firmanın belirleyeceği stok düzeyine ilişkin olarak katlanacağı toplam maliyet, stok bulundurma maliyeti ile sipariş maliyetinin toplamından oluşacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{Q}{2} M_b + \frac{I}{Q} M_t$$

Ekonomik Sipariş Miktarı (Q): Toplam sipariş maliyetlerinin toplam stok bulundurma maliyetlerine eşit olduğu düzeyi temsil eder.

$$\frac{Q}{2} M_b = \frac{I}{Q} M_t$$

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times I \times M_t}{M_b}}$$

Örneğin, bir işletmenin yıllık hammadde ihtiyacının 1.200 ton, beher alımda ortaya çıkan ek maliyetin ise 200 TL olduğunu varsayalım. Satın alınacak beher ton hammaddenin stok olarak bulundurulmasının maliyeti ise 3 TL'dir. Buna göre firmanın optimal stok düzeyini ve bu düzeyde gerçekleşecek toplam maliyeti hesaplırsak (Büyükmirza, 2007, s. 740):

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times 1.200 \times 200}{3}}$$

$$Q = 400 \text{ ton}$$

Söz konusu işletmemiz için optimal stok düzeyi 400 ton olarak belirlenmiştir. Bu düzey üzerinden toplam maliyeti hesaplırsak;

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{400}{2} \times 3 + \frac{1.200}{400} \times 200$$

$$\text{Toplam Maliyet} = 1.200 \text{ TL}$$

Ekonomik sipariş miktarı modeli, satın alınan madde ve malzemelerin optimal büyüklüğünü hesaplamak amacıyla kullanılan matematiksel bir modeldir. Satın alma kararları esnasında envanterin nakliye giderleri ya da ürünün olağan zayıyatından meydana gelecek kayıplar gözden kaçırılabilir. Örneğin, büyük bir üretici firmanın, üretim döngüsü başlamadan çok önce söz konusu döngüde kullanılacak madde ve malzemeleri sık bir periyotla satın almakta olduğunu varsayalım. Bu türden bir satın alma politikası nakliye giderleri için aşırı bir tutarın ödenmesine ya da doğal şartlar dolayısıyla malzemelerde bozulma veya çürümelerin yaşanmasına neden olabilecektir (Sagner, 2011, s. 123).

7. KISA VADELİ KAYNAKLARIN YÖNETİMİ

7.1. Ticari Borçların Yönetimi

Firmalar varlıklarını finanse ederken pasiflerinde yer alan kısa vadeli kaynakları ile uzun vadeli kaynaklarını ve özkaynakları birlikte kullanırlar. Cari kaynakları oluşturan krediler, vadesi bir yıldan kısa olan ticari kredileri, banka kredilerini, tahakkuk etmiş giderlerini ve uzun vadeli kredilerin cari dönemde muaccel olmuş kısımlarını ihtiva eder. Özellikle büyük sayılmayan firmalar, yeterli finansal kaynak ve imkânlarla sahip olmadıklarından söz konusu faaliyetlerini finanse ederlerken çoğunlukla ticari kredilere başvururlar (Okka, 2009, s. 249).

Uygulamada firmalar nasıl ki ürünlerini satarken peşin satışla yetinmez ve kredili olarak da satış yaparlar, benzer durum yükümlülüklerini yerine getirirken de söz konusu olur. Daha açık bir ifade ile firmalar varlıklarını sadece peşin olarak satın almaz, çoğunlukla ticari kredilere başvururlar. Dolayısıyla ürün ya da hizmetlerin satışında hem alıcı açısından hem de satıcı açısından ticari bir kredi söz konusu olmaktadır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 97).

Yine nasıl ki firmalar ticari alacaklarını etkin bir şekilde yönetmek zorundalar, benzer şekilde ticari borçların yönetiminin etkin bir şekilde yürütülmesi kaçınılmazdır. Çünkü söz konusu bu unsurlar firmanın çalışma sermayesi açısından oldukça önemli olup, firmanın kendisinin ya da müşterilerin finanse edilmesi için gerekli olan unsurları teşkil etmektedirler (Schweser, 2008, s. 61). Daha açık bir ifade ile cari varlıklara yatırım, finanse edilmeyi gerektirir ve bu türden bir finansmanda öncelikli olarak başvurulacak kaynak cari borçlar, özellikle de ticari borçlar olacaktır (McMenamin, 2005, s. 646).

Yine satışlarını kredili olarak yapan bir işletme nasıl kredi politika ve limitlerine ilişkin kararlar alıp yürütüyorsa, alışlarını kredili olarak yapan bir işletme de benzer ilkeler doğrultusunda ticari borçlarına ilişkin politikalar belirleyip yürütecektir (Sariaslan & Erol, 2008, s. 392).

Tahsilatlar ile ödemeler arasındaki ve firma açısından müspet nitelikteki zaman aralığının verdiği avantajdan yararlanmak, firmalar için bir finansman aracı olarak görülmektedir. Sermaye piyasalarına erişmekte güçlük çeken ya da finansal kurumlar nezdinde pek kredibilitesi olmayan özellikle de küçük boyuttaki işletmeler bu türden bir finansman kullanarak faaliyetlerini sürdürmeyi amaçlarlar (Meyer, 2007, s. 76).

7.2. Banka Kredilerinin Yönetimi

Firmaların ticari krediden sonra en sık başvurduğu kısa vadeli finansal kaynak banka kredileridir. Banka kredileri firmaların finansal açıdan kullandıkları en esnek araçlardan biridir. Çünkü, örneğin, ticari krediler firmaların her istediklerinde bulabilecekleri bir finansman aracı değildir. Ancak, eğer firmanın kredibilitesi ile ilgili

sıkıntılar söz konusu değilse, firmaların bu türden taleplerine en uygun ve çabuk yanıt verebilecek araç banka kredileri olacaktır (Shapiro, 1990, s. 902).

Firmaların bankalardan kredi temin edebilmesindeki ilk koşul, banka tarafından yapılacak kredi analizinin müspet yönden neticelenmesidir. Çünkü bankalar verdikleri kredinin geri ödeneceği konusunda kuşkularını minimize etmek isterler. Bu nedenle bankalar ilk başta söz konusu kredi talebinde bulunan firmaları iyi bir şekilde tetkik edip, incelerler (Hatiboğlu, 1975, s. 162). Banka, bu analiz esnasında firmanın kredibilitelerini ve diğer bazı faktörleri göz önünde bulundurarak söz konusu firma hakkında bir karara varacaktır. Pratikte yeni kurulan firmalar ile daha eski firmalar karşılaştırıldığında, normal koşullar altında, eski firmaların yeni firmalara nispetle banka kredilerine erişme hususunda daha çok imkâna sahip olduklarını söylememiz gerekir. Çünkü yeni firmalar bankalar nezdinde pek güvenilir olarak addedilmezler. Ayrıca hem kredibiliteleri düşük, hem de teminat olarak kullanılacak yeterli varlıklara sahip değildirler. Diğer taraftan ise söz konusu yeni firmalar, çalışma sermayelerinin finansmanında mümkün olduğunca banka kredisi kullanmaya çalışırlarken, daha eski firmalar ise bu finansman için çoğunlukla firma içi kaynaklar ile sermaye piyasası araçlarına başvurular (Aksoy & Yalçiner, 2005, s. 329).

Çalışma sermayesini finanse ederken ihtiyatlı finansman stratejisi uygulayan firmalar değişken çalışma sermayesinin bir kısmını, dengeli finansman stratejisi uygulayan firmalar ise değişken işletme sermayesinin tamamını banka kredileri ile karşılarlar. Agresif finansman politikası izleyen firmalarda ise genellikle çalışma sermayesinin tümü söz konusu kısa vadeli banka kredileri ile finanse edilir (Uçkun, 2012, s. 228).

Banka kredilerinin kısa vadeli olarak kullanılmasının, uzun vadeli olarak kullanılmasına kıyasla bünyesinde daha fazla risk unsuru barındırdığını söylemek mümkündür. Ancak kısa vadeli banka kredisi erişmek, uzun vadeliye göre daha çabuk ve kolay bir süreci gerektirir. Ayrıca yine kısa vadeli bir kredi, uzun vadeliye göre firma için daha yüksek oranda bir esneklik sağlar.

7.3. Finansman Bonosu

Finansman bonosu, işletmelerin borçlu sıfatıyla düzenleyip Sermaye Piyasası Kurulu kayıtlarında belirtmek suretiyle ihraç ettikleri ve satışa sundukları menkul kıymetleri ifade eder (Aksoy & Tanrıöven, 2007, s. 423).

Çoğunlukla kredibilitesi yüksek olan işletmeler, finansman bonosu kullanmak suretiyle varlıklarını finanse edecek bir kaynağa ulaşmış olurlar. Büyük ve itibarlı firmalar ihraç ettikleri finansman bonoları doğrudan satma imkanına sahip olabilirken, bu imkandan yoksun olan işletmeler için bu süreci çoğunlukla sigorta şirketleri, tasarruf sandıkları, yatırım fonları ya da bankalar yürütmektedir (Büker & Aşıkoğlu, s. 233).

BÖLÜM III: ÇALIŞMA SERMAYESİ ANALİZİ

8. ÇALIŞMA SERMAYESİ ANALİZİ

Bir firmanın salt temel mali tablolarını incelemek suretiyle, o firmanın performansı ya da potansiyelleri hakkında çıkarımlarda bulunmak kolay değildir. Söz konusu mali tablolarda yer alan rakamlar firma büyüklüğü, sektör, teknoloji, hükümet gibi çok sayıdaki parametreden etkilenmektedir. Ancak mali tablolarda yer alan bu datalar, firmanın durumunun daha anlaşılır bir formatta okunabilmesine zemin oluşturacak rasyolara dönüştürülebilir. Bir rasyonun yansıttığı bilgiyi doğru bir biçimde okuyabilmek içinse, bu bilginin ya da değerini nasıl elde edildiğini veya bu bilginin hangi unsurları bünyesinde barındırdığını bilmek gerekecektir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 42).

8.1. Çalışma Sermayesi Oranları

8.1.1. Çalışma Sermayesi Oranı

Net çalışma sermayesinin sıfırdan büyük olması, cari varlıkların cari kaynakları aştığını ve söz konusu tutar kadar cari varlığın devamlı sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Cari varlıkların cari kaynakları aşan kısmı, firma açısından bir hava yastığı olarak addedilebilir. Diğer taraftan, tam tersi bir durumun varlığında ise, yani, cari kaynakların cari varlıkları aşması durumunda, söz konusu tutar kadar duran varlığın kısa vadeli finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanıldığını gösterir ki bu durumda firma açısından bir likidite riskinden bahsetmemiz mümkündür (Haunerding & Probst, 2006, s. 182).

Çalışma sermayesi rasyosu net çalışma sermayesi ile dönen varlıkların, yani brüt çalışma sermayesinin oranlanmasıyla elde edilir:

$$\text{Çalışma Sermayesi Oranı} = \frac{\text{Net Çalışma Sermayesi}}{\text{Brüt Çalışma Sermayesi}}$$

Pozitif bir çalışma sermayesi rasyosu bizlere, dönen varlıkların yüzde kaçının devamlı sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Normal koşullar altında bu oranın %30-50 arasında olması arzulanır. Negatif bir çalışma sermayesi rasyosu ise dönen varlıkların yüzde kaç kadar kısmına denk gelen duran varlığın, cari yükümlülükler için kullanıldığını gösterir.

8.1.2. Nakit Dönüşüm Süresi (CCC veya CCP)

Çalışma sermayesi ile ilgili teori ve pratik incelendiğinde; teorinin, çoğunlukla nakit akışları baz alınarak belirlenen optimal likidite ile nakit dengesinin, pratikte ise çalışma sermayesi ihtiyacı ile likidite rasyoları baz alınarak belirlenen likit varlık düzeyinin üzerinde yoğunlaştıkları görülür. Teori ve pratiğin söz konusu noktalara yoğunlaşmasıyla, optimal çalışma sermayesi düzeyinin belirlenmesi hususunda ciddi ilerlemeler kaydedilmiştir. Ancak, likidite oranlarının statik bir yapıda olmaları, gerçekçi sonuçlar elde edilmesini güçleştirmektedir. Bu güçlüğü gidermek adına geliştirilmiş ve *nakit dönüşüm süresi/periodyu ya da çevirimi* (Cash Conversion Period or Cycle) adı verilen yeni bir ölçüden bahsetmek mümkündür (Uçkun, 2012, s. 153).

Daha önce de belirtildiği gibi, çalışma sermayesi kavramı köken olarak envanter satın almak amacıyla bankadan borçlanan, daha sonra bu envanteri satıp bankaya borcunu ödeyen ve bu döngüyü sürekli tekrarlayan eski Kuzey Amerikalı (Yankee) seyyar satıcılara dayanmaktadır. Günümüzde firmalar, genel olarak, envanter satın alıp, bunları kredili olarak satan ve daha sonra bu alacakları tahsil eden bir döngüyü takip ederler. Söz konusu bu döngü, nakit dönüşüm süresi (periodyu veya çevrimi) olarak bilinir. Nakit dönüşüm süresi modeli, yukarıda belirtilen adımları formüle eder (Brigham & Houston, 1991, s. 690):

$$CCC = RCP + ICP - PDP$$

Nakit Dönüşüm Süresi = Alacak Tahsil Süresi + Stok Bekleme Süresi - Borç Erteleme Süresi

CCC or CCP	Cash Conversion Period	Nakit Dönüşüm Süresi
RCP or DSO	Receivables Collection Period or Days Sales Outstanding	Alacak Tahsil Süresi
ICP or ITP	Inventory Conversion or Turnover Period	Stok Dönüşüm/Bekleme Süresi
PDP	Payable Deferral Period	Borç Erteleme Süresi

Alacak, stok ve borç hesapları birlikte nakit dönüşüm periyodunu (CCC) meydana getirirler. Nakit dönüşüm süresi, üretim ve satış süreçlerine bağlanan ve henüz nakde dönüşmemiş her bir liranın zaman olarak miktarını temsil eder. Bu döngü, çalışma sermayesi kavramının üç temel unsurunu göz önünde bulundurduğundan dolayı çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğinin ölçülmesinde sıklıkla kullanılır. CCC, stokların satılması için gereken süre, alacakların tahsil edilmesi esnasında geçen süre ile firmanın borçlarını ödeyebilmesi için ihtiyaç duyduğu süreleri dikkate alan bir ölçüttür (Höijer, s. 8).

Nakit dönüşüm süresi, alacakların tahsili için gereken süre ile stokların bekleme süreleri toplamından borçları ödemek için firmaya tanınan sürenin çıkarılmasıyla bulunur. Formülde yer alan alacak tahsil süresi (RCP), stok dönüşüm süresi (ICP) ile borç erteleme süresi (PDP) sırasıyla, alacak devir hızının (RTR), stok devir hızının (ITR) ve borç devir hızının (PTR) bir yıl içindeki gün sayısına oranlanması yolu ile elde edilir.

8.1.2.1. Ticari Alacaklar

8.1.2.1.1. Alacak Devir Hızı (RTR)

Bir firmaya ilişkin hesaplanan alacak devir hızı (*receivables turnover ratio – RTR*), alacakların yılda kaç kez devrettiğini göstermektedir. Alacak devir hızının yüksek olması firma açısından olumlu bir durum olarak addedilebilir ve firmanın böyle bir orana sahip olması çalışma sermayesi ihtiyacını azaltacaktır denilebilir. Ancak daha sağlıklı bir değerlendirme için söz konusu oranın firmanın geçmiş yıllarına ilişkin ya da benzer firmalara ilişkin alacak devir hızlarıyla karşılaştırılması gerekir (Altuğ, 1988, s. 312).

$$RTR = \frac{\text{Satışlar}}{\text{Alacaklar}}$$

8.1.2.1.2. Alacakların Tahsilat Süresi (RCP)

Bir firmanın müşterilerine sunduğu ticari kredilerin miktarının ölçülmesi konusunda analistler çoğunlukla alacakların tahsilat süresi (Receivables Collection Period - RCP) yöntemine başvurmaktadır. Uygulamada bu yöntemin farklı adlarla nitelendirildiği de görülmektedir: ortalama tahsilat süresi (Average Collection Period – ACP) ya da ticari alacaklar gün sayısı (Days of Trade Receivables – DSO). Alacak tahsil süresi, firmanın alacaklarını nakde dönüştürebilmesi için gereken ortalama süreyi ifade eder ve kimi zaman “tamamlanmamış/tahsil edilmemiş günlük satışlar” (Days Sales Outstanding – DSO) şeklinde de adlandırılır. Söz konusu periyod, ticari alacakların gün başına düşen satış miktarına oranlanmasıyla hesaplanır:

$$RCP = \frac{\text{Ticari Alacaklar} \cdot 365}{\text{Satışlar}} = \frac{\text{Alacaklar}}{\text{Günlük Satışlar}}$$

$$RCP = \frac{365}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

şeklinde hesaplanır. Örneğin, bir işletmeye ilişkin ticari alacakların 1.800 TL ve satışların 14.600 TL olduğu varsayıldığında, alacaklara ilişkin ortalama tahsilat süresi 45 gün olarak hesaplanır:

$$RTR = \frac{14.600}{1800} = 8,1$$

$$RCP = \frac{365}{8,1} = 45 \text{ gün}$$

Bu denklem, ticari alacaklar ile günlük satışların oranlanması yoluyla hesaplanır. Firmanın ticari alacaklarının tespit edilmesi oldukça kolay olacaktır. Ancak

günlük satış tutarı, tıpkı ticari alacakların bilançodan tespit edilmesi kadar basit olmayacaktır. Dolayısıyla standart bir rakam olan 360 ya da 365 gün sayısını baz almak yoluna gidilebilir. Ayrıca söz konusu rasyo, tüm satışların kredili olarak yapıldığını varsaymaktadır.

RCP oranının hesaplanması oldukça basit, ancak firmanın alacaklarının izlenmesi konusunda etkili bir yöntem değildir. Bu rasyo, brüt bir ölçüdür ve müşteriler arasında satış koşulları açısından var olan bireysel farklılıkları gizlemeye meyillidir. Ayrıca RCP, ticari alacak seviyesindeki ve satışın yapıldığı ayın dışındaki aylarda yapılan satış düzeyindeki değişimlerden etkilenebilir. Örneğin, ticari alacaklarımız 1.800'den 2.000 TL'ye çıktığını varsayarsak, RCP=50 gün olur. Ancak, alacaklarımızın değil de satışlarımızın değiştiğini varsayarsak, 13.140 TL'ye gerilediğini düşünürsek RCP = 50 gün olacaktır. Oysa firmanın alacaklarının 2.000 TL'ye yükselmesi ile satışlarının 13.140 TL'ye gerilemesi durumlarında firma birbirinden farklı eylemlere girişmesi gerekirken, sadece RCP oranına bakarak iki alternatifte de tahsilat süresinin 50 gün olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Pinches, 1996, s. 509).

8.1.2.2. Stoklar

8.1.2.2.1. Stok Devir Hızı (ITR)

Stok devir hızı oranı (inventory turnover ratio – ITR), stokların likit olma durumunun bir göstergesi niteliğindedir. Oran, satılan malın maliyeti ile stokların oranlanması yoluyla hesaplanır (Berk N. , 1990, s. 32):

$$ITR = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Stoklar}}$$

Bir firma için hangi oranda stok devir hızı oranının yeterli olacağına dair herhangi bir standart söz konusu değildir. Oran değerlendirilirken diğer devir hızı oranlarında olduğu gibi firmanın geçmiş yıllarına ilişkin ya da benzer firmalara ilişkin

rakamlar göz önünde bulundurularak değerlendirme yapılması gerekir (Ercan, 2005, s. 41).

8.1.2.2.2. Stok Dönüşüm Süresi (ICP)

Stok dönüşüm süresi (Inventory Conversion Period – ICP) hammaddenin satılabilir mamule dönüşmesi ile bu mamullerin satılması için gereken ortalama süreyi kapsar. Stok dönüşüm süresi, stokların gün başına düşen satış miktarına oranlanmasıyla bulunur:

$$ICP = \frac{Stoklar \cdot 365}{Satışların Maliyeti}$$

$$ICP = \frac{365}{Stok Devir Hızı}$$

8.1.2.3. Ticari Borçlar

8.1.2.3.1. Borç Devir Hızı (PTR)

Ticari Borçlar Devir Hızı Oranı (Payables Turnover Ratio – PTR) bir firmanın borçlarını ödeme hızını ölçen bir değerlendirme olarak tanımlanabilir. Söz konusu oranın firmanın geçmiş yıllarına ya da benzer firmaların borç devir hızlarına nispeten düşme eğilimi göstermekteyse, firmanın ödemelerini gerçekleştirme hızının yavaşladığını ve dolayısıyla firmanın finansal açıdan kötüleştiği sonucuna varmak mümkündür.

$$PTR = \frac{Satışların Maliyeti}{Ticari Borçlar}$$

8.1.2.3.2. Borçların Ertelenme Süresi (PDP)

Borç Erteleme Süresi (*Payable Deferral Period – PDP*) ise, hammadde ve işgücünün satın alınması ile bedellerinin nakden ödenmesi arasında geçen ortalama süreyi temsil eder. Periyod, ticari borçların gün başına düşen satışların maliyetine oranlanması ile hesaplanır:

$$PDP = \frac{\text{Ticari Borçlar} \cdot 365}{\text{Satışların Maliyeti}}$$

8.1.3. Varlık Devir Hızı Oranı (AT)

Varlık devir hızı (Asset Turnover – AT) firmanın tüm varlıklarına ilişkin devir hızını temsil eden bir göstergedir (Brigham & Houston, 1991, s. 94).

$$AT = \frac{\text{Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

8.2. Karlılık Oranları

Bir işletme açısından *karlılık* kavramı, her zaman işletme yönetiminin ilgi alanındaki konuların başında yer almıştır. Ayrıca karlılık kavramının çok geniş bir konsepte sahip olduğunu göz önünde bulundurursak, söz konusu kavramı ifade eden finansal düzeyin ölçüsünü ve kriterlerini belirlemek gerekecektir. Örneğin, %5 civarında bir kar ortalaması olan bir firma, zarar etmediği düşünülerek başarılı olarak addedilebilirse de, söz konusu firmanın içinde faaliyet gösterdiği sektör ortalamasının %50 dolaylarında olduğu dikkate alındığında işletme ile ilgili bakış açısı değişebilecektir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 43).

Kar kavramının çok geniş bir konsepte sahip olması dolayısıyla, değer yaratmaya ilişkin söz konusu göstergeleri kategorize ederek incelediğimizde karşımıza üç ana grup çıkmaktadır (Vernimmen, Quiry, Dalocchio, Fur, & Salvi, 2009, s. 345):

Muhasebe Göstergeleri: 80'lerin ortalarına kadar, şirketlerin yaygın olarak kullandıkları indikatör hisse başına kazanç (earnings per share – EPS) olmuştur. Ancak ne var ki, bu temel muhasebe göstergesinin manipüle edilmeye oldukça elverişli olduğunu söylemek gerekmektedir. Söz konusu bu manipülasyonlar, firmaların ana faaliyet dışı hesaplarına ilişkin düzeltmelerden oluşan ve vitrin düzeltmesi de denilen uygulamaları kapsamaktadır. İkinci nesil muhasebe göstergeleri, kullanılan özkaynak ile getirinin mukayese edildiği ve yatırımcıların karlılık ve verimlilik kavramlarına yoğunlaştığı zeminde ortaya çıkmıştır. Bu rasyo, özkaynağın getirisi (return on equity – ROE) olarak adlandırılmaktadır. Ancak bir firma, borç seviyesinde yapacağı bir artış vasıtasıyla söz konusu gösterge üzerinde kolayca oynayabilmektedir. Dolayısıyla her ne kadar ROE'ye ilişkin değerler iyi gözükse de gerçek anlamda bir değer yaratıldığı konusu oldukça şüpheli bir durumdur. Çünkü aslında artan karlılık değil, borçlar dolayısıyla risk olmaktadır. Bu yanılgının giderilmesini sağlamak amacıyla geliştirilen ROCE (kullanılan sermayenin getirisi – return on capital employed), belli sektörler dışında, bu konuda en temel göstergelerden biri olmuştur. Bankacılık ya da sigortacılık gibi ROCE'nin kullanımına uygun olmayan sektörlerde ise hala ROE kullanılmaktadır. Net bugünkü değer (NPV) ve benzer ekonomik göstergeler stratejik analiz ve firmaların piyasa değerlerinin saptanması konusunda her ne kadar oldukça yararlı göstergeler olsalar da, söz konusu bu göstergelerin temelini oluşturan bilgilerin elde edilmesi oldukça zor bir süreci gerektirmektedir.

Ekonomik Göstergeler: Ekonomik indikatörlerin ortaya çıkmalarındaki en önemli neden, risk unsurunu hesaba katmayan karlılık oranlarının tek başlarına değer kavramını ölçmeye yeterli olamayacağı gerçeğidir. Değer kavramını ölçmek için, getirilerin, kullanılan sermayenin maliyeti ile mukayese edilmeleri gerekmektedir. Bir firmanın varlıklarını finanse etmek için katlandığı maliyetler, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (Weighted Average Cost Of Capital – WACC) olarak adlandırılır ve bu gösterge kullanılarak firmanın bir değer yaratıp ($ROCE > WACC$) yaratmadığını ($ROCE < WACC$) anlamak olanaklı bir hale gelir. Ancak bazı firmalar ekonomik durumlarını sadece bu rasyo ile sınırlandırabilirken, bazıları ise bir adım ileri giderek her yılın başında kullanılan sermayelerine ilişkin hesaplamalar yaparak söz konusu dönem süresince yaratılan değeri ölçmeye çalışır. Böylece değere ilişkin dönemler arası farklar oran cinsinden ziyade tutar olarak ifade edilir. Söz konusu bu

yaygın değer saptama hesaplamalarının en önemlilerinden biri ekonomik kar (economic profit) ya da EVA (ekonomik katma değer – economic value added) olarak bilinir. Ancak tüm bu göstergeler içinde şüphesiz en iyi yöntem, daha önce de bahsedildiği üzere, net bugünkü değer (NPV) yöntemidir. Ancak NPV'nin eleştirilebileceği tek nokta, dışarıdan bir analistin yapmak isteyeceği bir değerlendirme için gereken bilgilere erişilememesi olacaktır.

Piyasa Göstergeleri: Pazar katma değeri (Market Value Added – MVA) ile toplam hissedar getisi (Total Shareholder Return – TSR) hisse senedi piyasası için oldukça hassas oranlar olarak addedilebilir. MVA indikatörü kullanılan sermayeye ilişkin defter değeri ile borçların net değeri ve özsermaye değeri arasındaki farkı ifade etmek amacıyla kullanılır. MVA para birimi cinsinden ifade edilirken, TSR oran olarak ifade edilmektedir. TSR ilave bir hisse getirisini ve sermaye kazanç oranı temsil eder. Söz konusu bu getiri, bir hissedarın belirli bir dönemin başı itibariyle bir hisseyi satın alması, bu hisseden temettü kazancı elde etmesi ve dönem sonunda bu hisseyi satması sonucu elde edilen kazancı belirtmektedir. Söz konusu oranlarla ilgili en temel zaaf, firmanın sermaye getirisi sermaye maliyetinden büyük olduğu halde, yatırımcının gelecek ile alakalı olarak beklentilerinde meydana gelecek kötümserliğin değer üzerinde yaratacağı yıkımdır.

Karlılık oranları bizlere gelir ile faaliyet döngüsü ya da gelir ile finansal kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir. Bu rasyoları sektör ortalamalarıyla ya da benzer firmaların rasyolarıyla mukayese ederek değerlendirmek daha anlamlı sonuçlar elde etmemizi sağlayacaktır (Duplat, 2004, s. 95).

8.2.1. Kar Marjı

8.2.1.1. Brüt Kar Marjı (GPM)

Satışlar ile satılan malın maliyetleri arasındaki farkın (brüt satış karının), satışlara oranlanması yoluyla bulunan değere brüt kar marjı (Gross Profit Margin – GPM) denilmektedir. Oranın mümkün olduğunca yüksek bir değerde olması arzulanır (Okka, 2009, s. 112). Ancak belirtmek gerekir ki, söz konusu orana ilişkin değerin

benzer işletmeler ya da sektör ile mukayese edilip değerlendirilmesi daha doğru olacaktır (Akdoğan & Tenker, 2006, s. 635).

$$GPM = \frac{Brüt\ Kar}{Satışlar}$$

8.2.1.2. Faaliyet Kar Marjı (OPM)

Faiz ve vergi öncesi kar (EBIT) ile satışların oranlanması yoluyla elde edilen rasyo faaliyet kar marjı (Operating Profit Margin – OPM) ya da satışların getirisi (Return On Sales – ROS) olarak bilinir. Satışların getirisi, bir işletmenin esas faaliyetlerinden ne ölçüde kar elde ettiğini temsil eder. Oranın yüksek olması arzulanır ve oranla ilgili değerlendirme yapılırken firmanın geçmiş yıllarına ya da benzer firmalardaki oranlar baz alınabilir (Akdoğan & Tenker, 2006, s. 635).

$$OPM = \frac{FVÖK}{Satışlar}$$

8.2.1.3. Net Kar Marjı (NPM)

Net kar marjı, net dönem karının satışlara oranlanması yoluyla elde edilir. Net dönem karı, firmanın hemen hemen tüm faaliyetlerine ilişkin neticeleri ihtiva eden bir kalem niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla net kar marjı, firmanın faaliyetlerine, yatırım ve finansman politikalarına dair bilgileri bünyesinde bulunduran bir rasyodur.

$$NPM = \frac{Net\ Kar}{Satışlar}$$

Ayrıca şunu belirtmek gerekir ki, net kar rakamı elde edilirken faiz unsuru dışarıda bırakılmış olur. Oysa firmalar finansman aracı olarak özsermaye kadar borç unsuruna da başvurular. Firmanın elde ettiği kar ise borç verenler ile sermayedarlar arasında bölüşülmüş olur. Halbuki, firmalar borç unsurlarını kullanmak suretiyle kendileri için fon sağlarken, diğer taraftan bu borç üzerinden bir gelir elde ederler ve söz konusu bu gelir faiz adı altında borç verenlere geri ödenir. Net kar marjı hesaplanırken, firmanın ne ölçüde kar elde ettiği değil, ne ölçüde karın sermayedarlara

kaldığı tespit edilir. Dolayısıyla firmanın, yabancı kaynak üzerinden elde ettiği ancak nihayetinde geri ödemek zorunda kaldığı karı, firmanın performansına ilişkin bir sonuç olarak değerlendirmek gerekirse, net kar marjı (Brealey, Myers, & Marcus, 2001, s. 143);

$$NPM = \frac{\text{Net Kar} + \text{Faiz Giderleri}}{\text{Satışlar}}$$

,şeklinde ölçülebilir.

8.2.2. Yatırımların Getirisi (ROI or ROCE)

Birincil oran (*primary ratio*) olarak da bilinen yatırımların getirisi (Return On Investment – ROI) oranının kimi zaman varlıkların getirisi (ROA) ya da kullanılan sermayenin getirisi (Return On Capital Employed – ROCE) ile eş anlamlı olarak kullanıldığı görülmektedir. Ancak tam manasıyla ROI, firmanın devamlı sermayesine (net varlıklarına) yaptığı yatırımlardan elde ettiği getirinin ölçülmesini amaçlar (Pike & Neale, 2006, s. 52). Söz konusu oran faiz ve vergi öncesi karın devamlı sermayeye oranlanması yoluyla elde edilir:

$$ROI \text{ (veya ROCE)} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Devamlı Sermaye (veya Net Varlıklar)}}$$

Net varlıklar ya da devamlı sermaye (veya kullanılan sermaye – capital employed) firmanın çalışma sermayesi ile duran varlıklarının toplamından (veya uzun vadeli yabancı kaynaklar + özkaynaklar) oluşmaktadır:

$$\text{Net Varlıklar} = \text{Çalışma Sermayesi} + \text{Duran Varlıklar}$$

$$\text{Net Varlıklar} = \text{Toplam Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$$

Kar yerine faiz ve vergi öncesi karın kullanılmasındaki amaç, firmanın finansal yapısından kaynaklanabilecek faiz ya da vergi giderleri gibi firmanın durumunu farklı gösterebilecek finansal politikaların yansımalarının sonucu etkilemesinden kaçınmaktır. Örneğin bir firma ne kadar çok borçlanma

gerçekleştirmişse, kar/zarar hesabındaki finansman giderleri o kadar yüksek bir görüntü sergileyecektir (McMenamin, 2005, s. 337).

8.2.2.1.Varlıkların Getirisi (ROA)

Yatırımların getirisi (Return On Investment – ROI) olarak da bilinen ROA, bir firmanın toplam varlıklar bazında ne denli etkin kazanç sağlayabildiğini ifade eder. ROA oldukça etkili bir performans ölçüsü olarak kabul edilir (Pinches, 1996, s. 569). Bu oran, firmanın karlılığını, içinde kaldıraç etkisi olmayan bir şekilde yansıtmaktadır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 44).

$$ROA = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

ROA genel olarak net kar hesabının toplam varlıklara oranlanması suretiyle elde edilmektedir. Ancak uygulamada ROA'ya ilişkin farklı hesaplamalara rastlamak da mümkündür:

$$ROA = \frac{\text{Net Kar} + \text{Finansman Giderleri}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$ROA = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

8.2.2.1.1. Net Varlıkların Getirisi (RONA)

Bir işletmenin toplam varlıklarının bir bölümü, firmanın tedarikçileri tarafından finanse ediliyor olabilir. Kredili alışların maliyeti her ne kadar hesaplarda bir finansman gideri şeklinde gözüküyor olsa da, esasında bu maliyet satın alınan envanterin fiyatında gizlidir. Dolayısıyla bu tür durumların varlığı, firmanın

ROA'sının brüt bir nitelikte olmasına neden olabilmektedir. Bunu gidermek amacıyla firmanın toplam varlıkları üzerinden değil de, net varlıkları üzerinden bir hesaplama yapılabilir. Firmanın söz konusu karlılığının değerlendirilmesi amacıyla net varlıklar üzerinden hesaplanacak oran RONA (return on net assets) olarak adlandırılmaktadır (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 44).

$$RONA = \frac{Net\ Kar}{Devamlı\ Sermaye\ (veya\ Net\ Varlıklar)}$$

8.2.2.2. Özkaynakların Getirisi (ROE)

Özkaynakların getirisi (Return On Equity – ROE) hissedarlar tarafından yatırılan fonlardan elde edilen getiriyi ifade eder ve bu yüzden Hissedar Fonlarının Getirisi (Return On Shareholders' Funds – ROSF) olarak adlandırıldığı da görülmektedir (McMenamin, 2005, s. 340). ROE, firmanın, hissedarlarına ait sermayeyi kullanma verimliliğini ölçen bir oran niteliğindedir. Bu oran yoluyla hissedarların yatırdığı her liranın elde ettiği kazanç belirlenmeye çalışılır (Vishwanath, 2007, s. 119). Özkaynak getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$ROE = \frac{Net\ Kar}{Toplam\ Özkaynaklar}$$

8.2.2.2.1. Du Pont Analizi

Bir firmanın özkaynak getirisini temsil eden ROE'yi, süreç içindeki trendini ya da rakiplere kıyasla performansını etkileyen faktörleri kavrayabilmek için analistler çoğunlukla ROE'yi belirli kısımlara bölerek incelemeyi tercih ederler. Söz konusu her oransal unsur, kendi içinde bir anlamlılığa sahiptir ve bu şekilde bir ayrıştırma ile her unsur daha dikkatli bir biçimde incelenebilme olanağına kavuşur (Bodie, Kane, & Marcus, 2007, s. 435). Bu yaklaşım incelendiğinde söz konusu her unsurun, yani net kar marjının, finansal kaldıraç (total debt to total asset) ve ROA üzerinde belirli bir etkiye sahip varlık devir hızının, firmanın özkaynak getirisi ile etkileşim içinde olduğu

görülmektedir. Özkaynaklarından elde ettiği getiriye geliştirmek isteyen bir firmanın karşısına üç alternatif çıkar. Firma ya kar marjını geliştirecek, ya varlık devir hızını arttıracak ya da daha fazla yabancı kaynak kullanarak finansal kaldıraç etkisini artırma yoluna gidecektir. Bahsedilen alternatiflerde yaşanacak değişimler, benzer şekilde firmanın ROE'sini etkileyecektir (Pinches, 1996, s. 572). Du Pont analizi, ROE'nin temsil ettiği bu alternatifleri ayrı ayrı gösteren bir rasyodur:

$$Du\ Pont = \frac{Net\ Kar}{Satışlar} \cdot \frac{Satışlar}{Toplam\ Aktifler} \cdot \frac{Toplam\ Aktifler}{Toplam\ Özkaynaklar}$$

8.2.2.3. Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)

Bir performans ölçüsü olarak ROE, kaldıraç konusunda ROA'ya kıyasla daha hassastır ve dolayısıyla manipüle edilmesi daha kolaydır. Diğer taraftan çalışma sermayesi bağlamında ise ROA'nın, ROE'ye oranla daha hassas olduğunu söylemek mümkündür. Örneğin, ticari alacaklar ile ticari borçların aynı tutarlarda arttırıldığını düşünelim. Böyle bir değişim sonucunda toplam varlıklar, dolayısıyla da ROA azalacaktır. Bu türden bir sıkıntıdan kaçınmak amacıyla başka bir performans ölçüsü olan yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) kullanılabilir (Berk & DeManzo, 2014, s. 43):

$$ROIC = \frac{FVÖK \cdot (1 - Vergi)}{Toplam\ Özkaynak + Net\ Borç}$$

$$Net\ Borç = Toplam\ Yabancı\ Kaynaklar - Nakit\ ve\ Nakit\ Benzeri\ Varlıklar$$

8.2.3. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Finansal oranların yaygın kullanım alanlarından biri de firmaların performanslarının değerlendirilmesidir. Bu hedef doğrultusunda firmaların performanslarının ölçülmesi amacıyla sıklıkla "karlılık" kavramına başvurulduğu görülmektedir. Ancak, karlılık, bir firmanın performans durumunu tam anlamıyla

yansıtamayabilir. Örneğin, bir işletmenin projelerinden elde ettiği getirinin yatırımcısı açısından yeterli olarak görülüyor olması, o işletmenin iyi bir performansa sahip olduğu anlamına gelmez (Bodie, Kane, & Marcus, 2007, s. 444). Ya da örneğin söz konusu geleneksel yaklaşım çerçevesinde yatırımlardan elde ettiği getiri veya özsermaye getirilerinin aynı olması, firmaların performans veya karlılık konusunda bir eşit düzeyde olduğu anlamı taşımaz. Çünkü söz konusu firmalar için sermaye maliyetlerinin farklı olmasının geleneksel karlılık ölçüleri için herhangi bir anlamı olmayacaktır (Akbaş, 2011).

Ekonomik Katma Değer (EVA[®]), Stern Stewart & Co. tarafından geliştirilen ve değere dayalı bir performans ölçüsü aracıdır (Visaltanachoti, Luo, & Yi, 2008). EVA'yı geleneksel performans ölçüsü araçlarından ayıran temel özellik ise sermaye maliyeti ile faaliyet sonuçlarını ilişkilendirip firmanın finansal yapısını dikkate almasıdır (Pantea, Munteanu, Gligor, & Sopoian, 2008). EVA kavramı çeşitli yazarlarca farklı şekillerde tanımlanmıştır. Bazı yazarlar EVA'yı firmanın sermaye kazancı ile sermaye maliyeti arasındaki fark olarak tanımlarken, diğer bazı yazarlar ise bir firma tarafından yaratılan gerçek ekonomik kazancın ölçüsü olarak tanımlar (Al Mamun & Abu Mansor, 2021). EVA'nın temel prensibi ise, firmaların başarılı sayılabilmeleri için alt sınırın kar ile sermaye maliyetinin eşit olması ve firmanın başarısının söz konusu karın sermaye maliyetini aşmasıyla birlikte gerçekleşebileceğidir (Prober, 2000).

Ekonomik katma değer yönetimiyle firma değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

veya

$$EVA = IC \times (ROCE - WACC)$$

NOPAT	Net Operating Profit After Tax Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
WACC	Weighted Average Cost of Capital Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
IC (veya CE)	Invested Capital (Capital Employed) Yatırılan Sermaye (Kullanılan Sermaye)

Belirtmemiz gerekir ki, EVA, birçok firma tarafından sıklıkla kullanılan basit ve güçlü bir performans ölçüm aracıdır. Ancak bu durum EVA'nın sorunsuz olduğu anlamına gelmemektedir (Pike & Neale, 2006, s. 112). Buna ilişkin gerekçeler ise aşağıdaki gibidir:

- Tüm firmaların EVA'yı hesaplayacak yeterli kaynağa sahip olamaması,
- EVA'nın piyasa değerinden ziyade, defter değeri üzerinden hesaplanması,
- Her çalışma birimi için sermaye maliyetinin hesaplanmasının zor olması,
- Eğer firma yöneticilerinin ücretleri EVA'ya endekslenmişse EVA'nın anlamsız ya da işlevsiz bir değerlendirme aracına dönüşebilmesi.

EVA'nın hesaplanabilmesi için firmanın muhasebe açısından değil de ekonomik olarak okunması gerekecektir. Bunun için kullanılan sermayeye ilişkin belirli unsurların tekrar hesaplanması şarttır (Vernimmen, Quiry, Dalocchio, Fur, & Salvi, 2009, s. 354).

- Firmanın geçmiş 5-10 yılına ilişkin araştırma ve geliştirme giderleri sermayeleştirilerek duran varlıklara eklenmelidir.
- Geçmiş yıllara ilişkin olağanüstü giderler yeniden hesaplanıp, daha önce firmanın bilançosunda meydana getirdiği düşüş nispetinde kullanılan sermayeye (CE) dâhil edilmelidir.
- Kayıtlı şerefiye brüt tutarı üzerinden alınmalı, negatif şerefiye ise varlıklardan düşülmelidir.

Bu düzeltmelerin ardından kar, zarar ve vergiye ilişkin olarak yapılan hesaplamalar söz konusu bu düzeltilmiş rakamlar üzerinden tekrardan hesaplanmalıdır.

8.3. Likidite Oranları

Likidite oranları, firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme becerisini ifade eder. Likidite oranlarının odak noktasında cari varlıklar ile cari kaynaklar yer alır ve çoğunlukla firmanın karlılığı ya da uzun vadeli performansı ile

ilişkili rasyolarla kıyaslandığında önem düzeyinin daha düşük olduğu söylenebilir (Pinches, 1996, s. 565).

8.3.1. Cari Oran

Analistler firmanın ödeme gücü ya da likidite durumunu değerlendirmek için çoğunlukla firmanın bilançosunda yer alan bilgilere başvururlar. Özellikle borç verenler sıklıkla firmanın cari varlıkları ile cari kaynaklarını karşılaştırıp, firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek düzeyde çalışma sermayesine sahip olup olmadığını saptamaya çalışırlar. Söz konusu bu karşılaştırma esasen firmanın cari oranı tarafından temsil edilir (Berk & DeManzo, 2014, s. 36).

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

Cari rasyo, firmanın düzenli bir nakit akışının olduğunu ve stoklar ile alacakların kolayca nakde dönüşebilme becerilerinin olduğunu varsayar (Pinches, 1996, s. 565).

8.3.2. Asit-Test Oranı

Likidite yeteneği oldukça düşük olan stokların, cari varlıklardan düşülerek cari kaynaklara oranlanması yoluyla asit-test oranı hesaplanmış olur (Pinches, 1996, s. 565). Asit-Test oranı, cari orana nispetle daha net bir oran olup, dönen varlıklar hesabını brüt bir şekilde almak yerine nakit ve nakde yakın varlıkları hesaba katmak yoluna gider (Berk & DeManzo, 2014, s. 37). Ancak belirtmek gerekir ki, nakde dönüşebilme yeteneği oldukça yüksek olan stoklar bu kapsamın dışında bırakılabilir (Vishwanath, 2007, s. 116).

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Firmaların asit-test oranının 1 düzeyinde olması beklenir (Ercan, 2005, s. 40) (Okka, 2009, s. 105).

8.3.3. Nakit Oranı (Disponibilite Oranı)

Hassas oran olarak da bilinen bu rasyo firmanın bilançosundaki en likit varlıkların (para, döviz, pazarlanabilir menkul gibi) cari borçlarla oranlanması yoluyla elde edilir. Nakit oranı bir firmanın likiditesi düşük varlıklarını (alacaklar, stoklar gibi) nakde çevirememesi halinde elindeki nakit ve nakit benzeri varlıklarla cari yükümlülüklerini ne ölçüde yerine getirebileceğini gösterir (Okka, 2009, s. 105).

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Nakit} + \text{Pazarlanabilir Menkuller}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Nakit oranının 0,2-0,25 dolaylarında olması arzulan değerlerdir (Ercan, 2005, s. 40) (Okka, 2009, s. 105). Oranın çok yüksek olması ise firmanın likit varlıklarını atıl olarak tuttuğu anlamına geleceği için arzulan bir durum değildir (Singh, 2007, s. 113).

8.4. Kaldıraç Oranları

Bir işletme finanse edilirken borç unsurunun kullanılması kaldıraç etkisi olarak ifade edilir. Kavramın esinlendiği fizik bilmi açısından kavram, gönderilen bir kuvvetin etkisini arttırmaya yarayan nesne olarak tanımlanır. Finans literatüründe de kavram benzer manaya işaret edecek bir biçimde borçları, firmanın performansını arttıracak bir araç olarak görülmektedir (Preve & Sarria-Allende, 2010, s. 49).

8.4.1. Kaldıraç Oranı (Toplam Borç Oranı)

Toplam borç oranı olarak da bilinen bu oran, toplam varlıkların ne kadarının finanse edilirken borç kullanıldığını temsil eden orandır. Firmaya borç verenler bu oranın düşük olmasını isterken, firma sahipleri ise söz konusu oranın yüksek olması taraftarıdır. Böylece borçlanmanın sağlayacağı kaldıraç etkisinin ve dolayısıyla

karlılığın artmasını isterler. Oysa borçlanma oranının artması daha önce de bahsedildiği üzere riski arttıracığı için firma açısından sakıncalı olarak nitelendirilir (Özdemir, 1997, s. 40) (Büker & Aşıkoğlu, s. 38).

$$Kaldıraç\ Oranı = \frac{Toplam\ Borçlar}{Toplam\ Kaynaklar}$$

Kaldıraç oranı çeşitli varyasyonlarda sınıanabilir. Bu doğrultuda firmanın cari borçları ile uzun vadeli borçları ayrı ayrı özsermaye ya da toplam kaynaklara oranlanarak firmanın sermaye yapısına ilişkin çeşitli sonuçlar elde etmek mümkündür.

8.4.2. Faaliyet Kaldıracı (DOL)

Faaliyet kaldıracı (Degree of Operating Leverage – DOL), satış hacminde meydana gelen değişimin, kar üzerinde meydana getireceği etkinin oransal ifadesi şeklindedir. Bu etki, karda meydana gelen oransal değişimin, satış hacminde meydana gelen değişime bölünmesi suretiyle hesaplanır (Büyükmirza, 2007, s. 423):

$$DOL = \frac{\% \Delta FVÖK}{\% \Delta SATIŞ} = \frac{Kardaki\ Yüzdelerlik\ Değişim}{Satışlardaki\ Yüzdelerlik\ Değişim}$$

8.4.3. Finansal Kaldıraç (DFL)

Finansal kaldıracı oranı (Degree of Financial Leverage – DFL), firmaların risklerini ölçmek amacıyla kullanılan bir yöntemdir. Bir firmanın toplam kaynakları içindeki borç oranının yükselmesi bir taraftan özkaynak getirisini arttırırken, diğer taraftan firmanın borçlarını ödeyememe riskini de arttıracaktır (Shapiro, 1990, s. 743).

$$DFL = \frac{\% \Delta HBK}{\% \Delta FVÖK} = \frac{Hisse\ Başına\ Kazançtaki\ Yüzdelerlik\ Değişim}{Satışlardaki\ Yüzdelerlik\ Değişim}$$

8.4.4. Faiz Karşılama Oranı (ICR veya TIE)

Faiz karşılama oranı (Interest Coverage Ratio ya da Times Interest Earned), sıklıkla, firmaların faiz ile ilgili yükümlülüklerini yerine getirebilme yeteneklerini değerlendirmek için kullanılan bir rasyodur. Burada göz önünde bulundurulması gereken diğer bir unsur ise faiz harcamalarının bir çarpanı olarak faiz ve vergi öncesi kardır (EBIT). Yüksek bir ICR, firmanın finansman giderleri dolayısıyla yapması gereken ödemenin daha çok kazandığını gösterir (Berk & DeManzo, 2014, s. 38).

$$ICR = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Finansman Giderleri}}$$

Kreditörler, bir referans noktası olarak, faiz karşılama oranının 5'i aşmasını arzularlar. Oranın 1,5'un altına düşmesi halinde, borç verenler açısından, firmanın geri ödeyememe riskinin doğması anlamı çıkarılabilir (Berk & DeManzo, 2014, s. 39). Oranın yüksek çıkması ise yıllık kazancın kayda değer miktarda yıllık finansal maliyetlerden yüksek olduğu, dolayısıyla firmanın iflas riskinin oldukça düşük olduğu anlamı taşır (Bodie, Kane, & Marcus, 2007, s. 436).

Firmanın faiz ve vergi öncesi karı (EBIT) hesaplanırken itfa payları ile amortisman giderleri bu kardan düşülür; ancak, söz konusu giderler esasında bir nakit çıkışına neden olmazlar. Bu yüzden finansal analizler yapılırken sıklıkla EBIT yerine firmaların faaliyetleri sonucu elde ettiği ve finansman giderlerini karşılamak için hazır olan nakdin bir ölçüsü olarak EBITDA (faiz, amortisman ve vergi öncesi kar – FAVÖK) kullanılır (Berk & DeManzo, 2014, s. 39).

$$EBITDA = FVÖK + \text{Amortisman ve İtfa Payları}$$

BÖLÜM IV: UYGULAMA, SONUÇ VE TARTIŞMALAR

9. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Çalışma sermayesi ve unsurları ile karlılığın karşılaştırıldığı ya da aralarındaki ilişkinin irdelendiği uygulamalarla ilgili olarak yabancı ve yerli literatürde araştırmacılar birçok çalışma yapmıştır. Aşağıda bu çalışmalardan bir kısmına yer verilmiştir. Genel olarak firmanın karlılığı ya da performansı ile çalışma sermayesini temsil edecek likidite oranları, faaliyet (devir hızı) oranları ya da çalışma sermayesi oranları (nakit dönüşüm periyodu ve unsurları) incelenerek aralarındaki ilişki ve söz konusu ilişkinin yönü sınanmaktadır. Konuyla ilgili yapılan çalışmaların bazıları şu şekildedir:

9.1. Yabancı Literatür

Soenen ve Solano (1993) çalışma sermayesinin karlılık üzerine etkilerini incelemek adına İspanya’da faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli firmaların verileri üzerinden panel data analizi uygulaması yapmışlardır. 1996-2002 yıllarını ihtiva eden finansal verilere ilişkin sonuçlar, firmanın alacak tahsil süresi (RCP) ya da stok dönüşüm süresi (ICP) gibi nakit dönüşüm periyoduna (CCC) ilişkin unsurların değerlerinin büyümesinin firmanın karlılığını olumsuz yönde etkileyeceği şeklinde olmuştur (Soenen & Solano, 1993).

1998 yılında Shin ve Soenen 58.985 firmanın 1975-94 yılları arasına ilişkin verilerinden oluşan bir örneklem üzerinden firmanın net ticaret döngüsü ile karlılık arasında bir ilişki olup olmadığını sınamıştır. Uygulamacılar, tüm durumlar için, firmanın karlılığı ile ticaret döngüsünün uzunluğu arasında oldukça güçlü negatif bir ilişki tespit etmişlerdir (Shin & Soenen, 1998).

Deloof (2003) Belçika’da finansal olmayan (*non-financial*) 1.009 firmaya ilişkin olarak 1992-96 yıllarını kapsayan ve çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğinin artırılmasının, hissedarların gelirlerinin maksimize edilmesine katkıda bulunup bulunmayacağını araştıran bir çalışma yürütmüştür. Bulgular, brüt faaliyet karı ile nakit dönüşüm süresi (CCC) ve unsurları olan alacak tahsil süresi (RCP) ve stok bekleme süresi (ITP) arasında ters yönlü bir ilişki olduğu yönünde olmuştur.

Analiz, ayrıca, karlılık ile borç erteleme süresi (PDP) arasında da negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir (Deloof, 2003).

Lazaridis ve Tryfonidis 2001-2004 yılları arasını kapsayan ve Atina Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 131 firmaya ilişkin bilgiler üzerinden çalışma sermayesi ile karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2006 yılında yapılan bu analizde çalışma sermayesini temsilen kullanılan nakit dönüşüm periyodu (CCC) ve unsurları ile karlılık arasında istatistiksel olarak bir ilişki tespit edilmiştir (Lazaridis & Tryfonidis, 2006). Benzer bir çalışma da Khan, Shah ve Hijazi (2006) tarafından Pakistan'ın finansal olmayan 30 firmasına ilişkin data seti kullanılarak yapılmıştır. Çalışmaya ilişkin neticeler, firmaların brüt karları ile nakit dönüşüm periyodu (CCC) ve unsurları arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin varlığını destekler niteliktedir (Khan, Shah, & Hijazi, 2006). Aynı yıl yine Pakistan'da Shah ve Sana tarafından yürütülen bir çalışma ile petrol ve doğalgaz firmalarına ilişkin 2001-05 dönemlerini kapsayan bir çalışma yürütülmüştür. Araştırma bulguları, firma yöneticilerinin çalışma sermayesi yönetimi konusunda etkinliği sağlamaları halinde sermaye sahiplerinin kazançlarının maksimize edilmesi yolunda katkı sağlayacağı yönünde olmuştur. Ayrıca bulgular kar marjı ile alacaklar, nakit döngüsü, satış büyüklüğü ve stok dönüşüm süresi arasında ters yönlü bir ilişki olduğu şeklindedir (Shah & Sana, 2006).

2006 yılında yapılan diğer bir çalışma ise Padachi tarafından yürütülmüştür. Analiz, çalışma sermayesinin firmanın performansına etkileri üzerine olmuştur. Çalışmada bağımlı değişken ve karlılık ölçütü olarak varlıkların getirisi (ROA) kullanılmıştır. Küçük ölçekli 58 imalat firmasının 1998-2003 yılları arasındaki verileri üzerinden yürütülen çalışmanın sonuçları alacak ve stok kalemlerine yapılacak yatırımların artmasının, karlılığı azaltacağı yönünde olmuştur (Padachi, 2006).

Karlılık ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi irdeleyen diğer bir çalışma ise Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2007) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada 8.872 İspanyol firmasına ait 6 yıllık (1996-2002) finansal veriler kullanılmıştır. Çalışma nispeten daha karlı görünen firmaların alacaklarını daha kısa bir sürede tahsil edebildiklerini, hammaddenin tamamlanmış ürüne dönüşümünü daha hızlı bir şekilde gerçekleştirdiklerini, borçlarını daha etkin bir şekilde

ödeyebildiklerini, kısaca nakit dönüşüm periyotlarının (CCC) daha kısa olduğunu göstermektedir (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007).

Gill, Biger ve Mathur (2010) New York Borsasında işlem gören 88 firmanın oluşturduğu ve 2005-07 yılları arası 3 yıllık periyodu kapsayan bir örneklem üzerinden karlılık ile çalışma sermayesi arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. Elde edilen sonuçlar önceki çalışmalarda olduğu gibi negatif ve anlamlı bir ilişki şeklindedir. Çalışmada ayrıca alacak tahsil periyodunun yavaş olmasının karlılığı olumsuz yönde etkilediği, borç erteleme periyodunun ise karlılık ile istatistiksel açıdan herhangi bir ilişkisi olmadığı vurgulanmaktadır (Gill, Biger, & Mathur, 2010).

Quayyum (2011) Dakka Borsasında işlem gören ve çimento sektöründe faaliyet gösteren firmalara ilişkin olarak 2005-09 yıllarını kapsayan bir inceleme yapmış ve önceki çalışmaların bulgularına paralel şekilde sonuçlar elde etmiştir (Quayyum, 2011).

Daha yakın bir zamanda yapılan başka bir çalışmada da Mansoori ve Muhammad (2012) Singapur'da faaliyet gösteren firmalara ilişkin 7 yıllık (2004-2011) veriler baz alarak çalışma sermayesi ile karlılık arasındaki ilişki sınıamıştır. Çalışmada, finansal yöneticilerin etkin bir çalışma sermayesi yönetimi yürüterek firmanın karlılığını olumlu bir şekilde etkileyebileceği vurgulanmaktadır (Mansoori & Muhammad, 2012).

9.2. Yerli Literatür

Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008) İstanbul Borsasında faaliyette bulunan imalat firmalarına ait 1998-2007 yıllarını kapsayan ve çeyrek dönemlik mali tablolar üzerinden çoklu regresyon analizi uygulamıştır. Analiz bulguları sonucunda çalışma sermayesini temsilen kullanılan nakit dönüşüm periyodu ve unsurları ile karlılık arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur (Şamiloğlu & Demirgüneş, 2008).

Uyar (2009) nakit dönüşüm periyodu (CCC) ile firma büyüklükleri ve karlılık arasındaki ilişkiyi incelemek üzere bir uygulama yürütmüştür. Söz konusu uygulamada İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 166 firmanın 2007

yılına ilişkin verileri kullanılmıştır. Firma büyüklüğünü temsilen satış gelirleri ile toplam varlıklar kullanılırken, karlılık ölçüsü olarak varlıkların getirisi (ROA) ve özkaynakların getirisi (ROE) baz alınmıştır. Analiz, perakendeci veya toptancı şeklinde faaliyet gösteren ticaret firmalarının, üretim ve imalat yapan firmalara oranla daha kısa/küçük bir nakit dönüşüm periyoduna sahip olduklarını göstermektedir (Uyar, 2009).

10. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Bu çalışmanın uygulama kısmı çalışma sermayesi ile karlılık arasındaki ilişkinin irdelenmesi üzerine tasarlanmıştır. Endüstri olarak Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST-100’de işlem gören imalat sanayi firmalarına ilişkin veriler kullanılmıştır. Modelde kullanılacak veri seti 10 yıllık (2003-2012) olarak belirlenmiş ve bu doğrultuda söz konusu döneme ait verilerine ulaşılabilen 120 firmadan yararlanılmıştır. Araştırmaya ilişkin toplam gözlem sayısı 1.200 (120x10)’dür.

Literatürde çalışma sermayesini temsilen kullanılan göstergeler genel olarak likidite oranları ya da faaliyet oranları şeklindedir. Bu çalışmada yer alan uygulama çalışma sermayesini temsilen likidite oranları üzerinden modellenmiştir. Bu amaçla söz konusu firmalara ilişkin olarak cari oran, asit-test oranı ve nakit oran modelin bağımsız değişkenleri olarak belirlenmiştir.

Diğer taraftan modelin bağımlı değişkeni niteliğindeki karlılık kavramına ilişkin olarak literatür çalışmalarında kar marjlarının, getiri oranlarının ve daha efektif olduğu düşünülen bir takım modern göstergelerin (EVA, MVA, TSR, NPV vb.) kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada karlılık göstergesi olarak en sık kullanılan indikatörlerin başında gelen ve geleneksel sayılabilecek net kar marjı (NPM) ve özellikle son dönemlerde firma değerinin saptanmasında oldukça itibar gören ekonomik katma değer yöntemi (EVA) kullanılmıştır. Modelde yer alan bağımlı değişkenlerden net kar marjı, net karın satışlara oranlanması yoluyla elde edilmiştir:

$$Net\ Kar\ Marjı = \frac{Net\ Kar}{Satışlar}$$

Diğer bağımlı değişken olan ekonomik katma değer ise vergi sonrası net faaliyet karından (NOPAT) firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti (WACC) ile yatırılan sermayenin (IC) çarpımının düşülmesi yoluyla elde edilmiştir:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

Formülde yer alan NOPAT değerleri faiz ve vergi öncesi kardan (EBIT) verginin düşülmesi suretiyle hesaplanmıştır:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - T)$$

Firmaların ağırlıklı sermayesini temsilen yıllık ortalama mevduat faiz oranları baz alınmıştır. Yatırılan sermaye ise çalışma sermayeleri ile duran varlıkların toplamı üzerinden belirlenmiştir:

$$IC = WC + FA$$

Bu şekilde hesaplanan EVA değerlerine ilişkin doğal logaritmalar alınarak uygulamaya yerleştirilmiştir.

Modelde kullanılan kontrol değişkenleri firma büyüklüğünü temsilen dönem başı satış tutarları ile kaldıraç oranı olarak kullanılan toplam borçların toplam kaynaklara oranı şeklindedir.

Literatürde yapılan uygulamalar incelendiğinde çalışma sermayesi ile karlılık arasındaki ilişkiye dair elde edilen bulguların oldukça tutarlı oldukları görülmektedir. Bu doğrultuda çalışma sermayesinin etkin olarak yönetildiğini ifade eden kısa bir nakit dönüşüm periyodu ile karlılık arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Daha açık bir ifade ile çalışma sermayesinin etkin bir şekilde yürütülmesi nakit dönüşüm periyodunun kısılmasını ya da değer olarak küçülmesini sağlamaktadır. Dolayısıyla nakit dönüşüm periyodu – ya da genel olarak faaliyet oranları – küçüldükçe, firma karlılığının arttığını söylemek mümkündür.

Diğer taraftan çalışma sermayesini simgeleyen diğer bir gösterge likidite oranlarıdır. Etkin bir çalışma sermayesi yönetimi genel olarak optimal değerlere yakın likidite oranlarını beraberinde getirmektedir. Başka bir ifade ile likidite oranları firmanın çalışma sermayesi ihtiyacını karşılamak konusunda yeterli bir düzeyde

seyreder. Dolayısıyla likidite oranlarının *belirli bir düzeye kadar ve normal şartlarda* yüksek olması arzulanır. Söz konusu oranlar büyüdükçe, karlılığın da büyümesi beklenir. Bu yüzden model kurulurken likidite oranları ile karlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olması beklenebilir.

Ancak şunu belirtmemiz gerekir ki, yürüttüğümüz söz konusu uygulama Türkiye’de faaliyet gösteren, dolayısıyla bu bölgeye ait ekonomik, finansal, politik, teknik vb. koşulların etkisi altında ve spesifik bir endüstri kolunu simgeleyen imalat sanayi firmalarını baz alan bir çalışmadır. Dolayısıyla elde edilecek sonuçlarla hem oransal olarak hem de teyamel olarak spesifik bir makro ekonomi içerisinde faaliyet gösteren spesifik bir sektörü temsil etmesi amaçlanmaktadır.

11. ANALİZ ve SONUÇLARIN TARTIŞILMASI

Çalışmanın bu bölümünde, incelediğimiz Türk firmalarının çalışma sermayeleri ile karlılıkları arasındaki ilişki üzerine elde edilen ampirik bulgular sunulacaktır. Bunun yanı sıra, söz konusu ilişkiye dair tartışmalar yürütülecektir. Bu bölüm, 2003-2012 arası 10 yıllık periyot boyunca BIST-100’da işlem gören 120 imalat firmasına ilişkin tanımlayıcı istatistik (descriptive statistics) ile regresyon analizine (regression analysis) dair bulguları ihtiva etmektedir. Söz konusu ampirik bulgulara ilişkin yorumlamalar da yine bu bölümde sunulmaktadır.

11.1. Tanımlayıcı İstatistik (Descriptive Statistics)

Çalışmanın tanımlayıcı (betimsel) istatistikleri Tablo 1’de gösterilmektedir. Bu tablo, elde edilen değişkenlerin istatistikî değerlerinden oluşmaktadır. Belirtilen 10 yıllık periyotta, söz konusu 120 firmanın bağımlı değişkenleri ile (ekonomik katma değer ve net kar marjı) bağımsız değişkenleri (cari oran, asit-test oranı, nakit oranı) ve kontrol değişkenlerine (kaldıraç olarak kullanılan toplam borçların toplam kaynaklara oranı ile firma büyüklükleri) ait veriler üzerinden minimum değerleri (minimum), maksimum değerleri (maximum), ortalama değerleri (mean) ile standart sapma değerleri (std. deviation) hesaplanmıştır. Toplam gözlem sayısı 1.200 (120 x 10)’dür.

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA_log	1200	3,71	9,12	7,1327	,69315
NP_log	1200	3,94	9,17	7,0237	,82262
Current_R	1200	,06	4,89	1,7367	,82160
Quick_R	1200	,05	4,26	1,1602	,68623
Cash_R	1200	-,01	3,87	,2990	,42689
Lev_TL_TR	1200	,04	8,67	,5367	,57655
FS_Sales_t1	1200	6,75	10,62	8,2745	,65798
Valid N (listwise)	1200				

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler (Descriptive Statistics)

Yukarıdaki tablo bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerine ilişkin minimum, maksimum, ortalama ve standart sapmaları göstermektedir. Tabloda, EVA'ya ilişkin ortalama logaritmik değer 7,1327; NPM'nin ise 7,0237 olduğu görülmektedir. Örnekleme ilişkin kaldıraç oranlarının ortalaması incelendiğinde, firmanın toplam varlıklarının % 53,67'sinin yabancı kaynaklarla, kalan % 46,33'ünün de özsermaye ya da firma içi diğer kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Dolayısıyla söz konusu firmaların yüksek bir kaldıraç oranına sahip olduklarını söylememiz mümkündür. Firmaların likidite oranları olan cari oran, asit-test oranı ile nakit oranına ilişkin ortalama değerlerin ise sırasıyla 1,73; 1,16 ve 0,29 olduğu görülmektedir. Bu değerlerin ise imalat sektörü için arzulanan rakamlara – cari oranın 2, asit-test oranının 1 ve hassas oranın 0,2 – yakın olduğu görülmektedir.

11.2. Regresyon Analizinin Sonuçları

Model 1: Ekonomik Katma Değer ile Cari Oran Arasındaki İlişki

Model 1, Türkiye'de faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının cari rasyoları ile ekonomik katma değerleri arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Modelde kullanılan kontrol değişkenleri kaldıraç oranını temsil eden toplam borçların toplam varlıklara oranı ile firmaların büyüklüğünü temsilen dönem başı satış tutarlarıdır. Tablo 2-4 Model 1'e ilişkin regresyon sonuçlarını göstermektedir. Model 1'e ilişkin kurgulanan hipotezler şu şekildedir:

H0: Ekonomik katma değer ile cari oran arasında herhangi bir ilişki yoktur.

H1: Ekonomik katma değer ile cari oran arasında bir ilişki söz konusudur.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,662 ^a	,439	,437	,51992	1,568

a. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Current_R, Lev_TL_TR

b. Dependent Variable: EVA_log

Tablo 2. Model Summary^b (Model 1)

Tablo 2’den anlaşıldığı üzere, endojen (içsel) değişkenlere ilişkin varyansın % 43,9 ‘u model tarafından açıklanabilmektedir. Daha açık bir ifade ile EVA’ya ilişkin varyansın yaklaşık % 44’ü açıklayıcı değişkenlerle (model sabiti, cari oran, firma büyüklükleri ve kaldıraç oranı) kalan % 56’sı ise söz konusu açıklayıcı değişkenler dışındaki faktörlerle ilintilidir. Bu oran düzeltilmiş rakamlarda ise yaklaşık %43,7 düzeyindedir. Durbin-Watson göstergesinin 2’den küçük olması modelde otokorelasyon sorunu yaşanmadığını göstermektedir.

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	252,768	3	84,256	311,695	,000 ^b
	Residual	323,298	1196	,270		
	Total	576,067	1199			

a. Dependent Variable: EVA_log

b. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Current_R, Lev_TL_TR

Tablo 3. ANOVA^a (Model 1)

Modelin istatistiksel açıdan anlamlı olup olmadığının sınanması amacıyla F-Testi uygulanmıştır. F-Testine ilişkin sonuçlar Tablo 3’te yer almaktadır. Söz konusu tablo incelendiğinde, 311,695 olan F değeri ile ANOVA tablosunun Sig. (Anlamlılık) sütunundaki değer 0,00 olduğu görülmektedir. Söz konusu değer 0,01’den küçük olduğu için, firmaların cari oranları ile ekonomik katma değerleri arasındaki ilişkinin

$p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu söyleyebiliriz. Bu varyans analizi (ANOVA) incelemesi sonucunda, açıklayıcı değişkenlerin (predictors) bağımlı değişken (EVA) ile olan ilişkiye katkı sağladığı görülmektedir.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	1,209	,201		6,004	,000		
	Current_R	,052	,020	,061	2,540	,011	,802	1,247
	Lev_TL_TR	,053	,029	,044	1,799	,072	,787	1,270
	FS_Sales_t1	,702	,023	,666	30,388	,000	,977	1,024

a. Dependent Variable: EVA_log

Tablo 4. Coefficients^a (Model 1)

Tablo 4 incelendiğinde ise cari oran ile EVA arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Bulgular, cari oranda meydana gelecek bir artışın, benzer biçimde karlılık üzerinde de bir artışa neden olacağı şeklindedir. Cari orana ilişkin beta katsayısı ile ilk hipotezimizin test edilmesi sağlanmaktadır. Beta katsayısına ilişkin istatistiksel anlamlılık 0,05 düzeyindedir.

Regresyona ilişkin sonuçlar ilk modelde kurgulanan hipotezi (H1) doğrulamaktadır. Dolayısıyla ilk hipotez kabul edilebilir niteliktedir. Bağımsız değişkenimizin EVA'ya katkısı 0,052 düzeyinde gerçekleşmektedir. Tüm VIF katsayılarının 2'den küçük olduğu ve tolerans katsayılarının da 0,5'ten büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, regresyon analizi açısından, tüm bağımsız değişkenlere ilişkin olarak ciddi herhangi bir çoklu değişken sorunu görülmemektedir.

Standardize edilmiş katsayılar incelendiğinde ise, firmanın ekonomik katma değerine en yüksek katkıyı 0,666 ile firma büyüklüğünün, en az katkıyı ise 0,044 ile kaldıraç oranının yaptığı görülmektedir. Bu bulgular doğrultusunda, firma büyüklükleri ile EVA arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu söylenebilir. Dolayısıyla buradan ekonomik katma değer ile firma büyüklükleri arasında söz konusu

bir ilişkinin varlığına dair kurgulanacak bir hipotezin de kabul edilebilir nitelikte olduğu sonucuna varmak mümkündür.

Model 2: Ekonomik Katma Değer ile Asit-Test Oranı Arasındaki İlişki

Bu kısımda firmaların asit-test oranları ile ekonomik katma değer arasındaki ilişki irdelenmektedir. Model, karlılık ölçütü olarak modelde yer alan EVA'ya karşılık, asit-test oranı ile kontrol değişkenleri olan firma büyüklükleri ve kaldıraç oranı üzerine kurgulanmıştır. Model 2'ye ilişkin regresyon sonuçları Tablo 5-7'de gösterilmektedir. Model 2'ye ilişkin kurgulanan hipotezler şu şekildedir:

H0: Ekonomik katma değer ile asit-test oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur.

H1: Ekonomik katma değer ile asit-test oranı arasında bir ilişki söz konusudur.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
2	,663 ^a	,439	,438	,51983	1,562

a. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Quick_R, Lev_TL_TR

b. Dependent Variable: EVA_log

Tablo 5. Model Summary^b (Model 2)

Tablo 5 incelendiğinde, R-Kare ile düzeltilmiş R-Kare değerlerinin, modeli açıklama gücünün bir önceki modele yakın bir oranda olduğu görülmektedir. Model, söz konusu varyasyonun % 43, 9'unu açıklayıcı niteliktedir. Dolayısıyla EVA'ya ilişkin varyansın %56,1 oranında açıklayıcı değişkenler dışındaki faktörlerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Düzeltilmiş değerler ise % 43,8 seviyesindedir. Yine, Durbin-Watson değerinin de modelde herhangi bir oto korelasyon olmadığını gösterir bir nitelikte olduğunu söyleyebiliriz.

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
2	Regression	252,874	3	84,291	311,927	,000 ^b
	Residual	323,193	1196	,270		
	Total	576,067	1199			

a. *Dependent Variable: EVA_log*

b. *Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Quick_R, Lev_TL_TR*

Tablo 6. ANOVA^a (Model 2)

F-Testinin sonuçları incelendiğinde, Tablo 6’da yer alan 311,927 F değeri ile 0,05’ten küçük olan P değeri, kurguladığımız modelin istatistiki açıdan anlamlı olduğu sonucunu doğurmaktadır. ANOVA testi, açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişken ile olan ilişkiye katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1,275	,196		6,518	,000		
Quick_R	,062	,024	,061	2,616	,009	,864	1,158
Lev_TL_TR	,046	,028	,039	1,646	,100	,852	1,174
FS_Sales_t1	,696	,023	,661	30,227	,000	,981	1,019

a. *Dependent Variable: EVA_log*

Tablo 7. Coefficients^a (Model 2)

Tablo 7’ye bakıldığında ise, asit-test oranı ile firmanın ekonomik katma değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle, asit-test oranında meydana gelecek değişimler, firmanın karlılığı üzerinde aynı yönde bir sonuç soğuracaktır. Dolayısıyla bu bilgiler ışığında firmaların cari varlıkları içindeki stok oranının azalmasının, firmanın karlılığını arttıracığı sonucuna ulaşmamız mümkündür. Dolayısıyla 2. modele ilişkin H1 hipotezimiz de kabul edilebilir niteliktedir.

Model 3: Ekonomik Katma Değer ile Nakit Oranı Arasındaki İlişki

3. Modelinizde söz konusu sektöre ilişkin hassas (nakit) oranlar ile ekonomik katma değer arasındaki bağlantı test edilecektir. Modelde kullanılan kontrol değişkenleri firma büyüklüklerini temsil eden dönem başı satış tutarları ile kaldıraç oranını temsil

eden toplam borç – toplam kaynaklar rasyosudur. Model 3'e ilişkin regresyon bulguları Tablo 8-10'da gösterilmektedir. Model 3'e ilişkin kurgulanan hipotezler şu şekildedir:

H0: Ekonomik katma değer ile nakit oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur.

H1: Ekonomik katma değer ile nakit oranı arasında bir ilişki söz konusudur.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
3	,663 ^a	,440	,438	,51953	1,567

a. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Cash_R, Lev_TL_TR

b. Dependent Variable: EVA_log

Tablo 8. Model Summary^b (Model 3)

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
3					
Regression	252,874	3	84,291	311,927	,000 ^b
Residual	323,193	1196	,270		
Total	576,067	1199			

a. Dependent Variable: EVA_log

b. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Quick_R, Lev_TL_TR

Tablo 9. ANOVA^a (Model 3)

Tablo 8 incelendiğinde, R-Kare ile düzeltilmiş R-Kare değerlerinin, modeli açıklama gücünün bir önceki modellere yakın bir değerde olduğu görülecektir. Model, söz konusu varyasyonun % 44'ünü açıklayıcı niteliktedir. Ayrıca modelde ciddi herhangi bir oto korelasyon olmadığını Durbin-Watson değerlerine bakarak söylememiz mümkündür. Tablo 9'da ise ANOVA testi sonuçlarına yer verilmiştir. Model 3'teki F değerleri 311,927 iken, P değerinin ise 0,05'in altında kalmıştır. Dolayısıyla modelin anlamlı olduğu sonucuna varılabilir.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1,275	,196		6,518	,000		
Quick_R	,062	,024	,061	2,616	,009	,864	1,158
Lev_TL_TR	,046	,028	,039	1,646	,100	,852	1,174
FS_Sales_t1	,696	,023	,661	30,227	,000	,981	1,019

a. Dependent Variable: EVA_log

Tablo 10. Coefficients^a (Model 3)

Tablo 10 incelendiğinde ise cari oran ile EVA arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmekte ve böylece model 3'te bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasında bir ilişkinin varlığını savunan H1 hipotezimiz de bu şekilde doğrulanmaktadır. Ayrıca, firmaların cari oranlarında meydana gelebilecek artışların karlılık üzerinde pozitif bir değişim doğuracağını söylemek mümkündür.

Model 4: Net Kar Marjı ile Cari Oran Arasındaki İlişki

Model 4, Türkiye'de faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının cari rasyoları ile net kar marjları arasındaki ilişkiyi irdelemektedir. Modelde, daha önce kullanılan kontrol değişkenleri (firma büyüklükleri ile kaldıraç oranı) kullanılmıştır. Tablo 11-13 söz konusu modele ilişkin regresyon sonuçlarını ihtiva etmektedir. Model 4'e ilişkin kurgulanan hipotezler şu şekildedir:

H0: Net kar marjı ile cari oran arasında herhangi bir ilişki yoktur.

H1: Net kar marjı ile cari oran arasında bir ilişki söz konusudur.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
4	,744 ^a	,554	,553	,54999	2,053

a. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Current_R, Lev_TL_TR

b. Dependent Variable: NP_log

Tablo 11. Model Summary^b (Model 4)

Model 4'e dair R-Kare ve düzeltilmiş R-Kare değerlerinin yer aldığı Tablo 11, içsel değişkenlere ilişkin varyansın % 55,4 oranında kurgulanan model tarafından açıklanabildiğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile söz konusu varyansın yaklaşık % 44,6'sının açıklayıcı (predictors) değişkenler tarafından açıklanamadığını söyleyebiliriz. Düzeltilmiş R-Kare değeri ise %55,3 düzeyindedir. Ayrıca Durbin-Watson göstergesinin değeri de oto korelasyonun yaşanmadığını göstermektedir.

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
4					
Regression	449,592	3	149,864	495,433	,000 ^b
Residual	361,779	1196	,302		
Total	811,371	1199			

a. Dependent Variable: NP_log

b. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Current_R, Lev_TL_TR

Tablo 12. ANOVA^a (Model 4)

Modelin istatistiki olarak anlamlılığını ölçtüğümüz F-Testine ilişkin sonuçlar Tablo 12'de gösterilmektedir. Bu tablo incelendiğinde F değerinin 495,533 olduğu görülecektir. P değeri ise 0,05'in altındadır. Dolayısıyla kurgulanan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varmamız mümkündür. Ayrıca açıklayıcı değişkenlerimizin, net kar marjı ile olan ilişkiye katkıda bulunduğunu da eklememiz gerekir.

Tablo 13'e bakıldığında ise cari oran ile net kar marjı arasındaki değerin 0,76 olduğunu görmekteyiz. Dolayısıyla 4. modele ilişkin hipotezlerden H1'i destekleyecek şekilde cari oran ile net kar marjı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Sonuçlar dikkate alındığında, örneğin firmaların cari oranlarında meydana gelebilecek azalışların, firmaların karlılığında da benzer şekilde bir azalışa yol açabileceğini söylememiz mümkündür. Tablodan, Beta katsayısına ilişkin istatistiksel anlamlılık düzeyinin 0,061 olduğu görmekteyiz.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
4	(Constant)	-,970	,213		-4,554	,000	
	Current_R	,076	,022	,076	3,537	,000	,802
	Lev_TL_TR	,148	,031	,104	4,781	,000	,787
	FS_Sales_t1	,940	,024	,752	38,508	,000	,977

a. Dependent Variable: NP_log

Tablo 13. Coefficients^a (Model 4)

Standardize edilmiş katsayılar incelendiğinde ise, firmanın net kar marjına en yüksek katkıyı 0,752 ile firma büyüklüğünün sağladığı görülmektedir. Bu bulgular doğrultusunda, firma büyüklükleri ile EVA arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu söylenebilir. Dolayısıyla ekonomik katma değer ile firma büyüklükleri arasında olduğu gibi net kar marjı ile firma büyüklükleri arasında da bir ilişkinin olduğu sonucuna varmak mümkündür.

Model 5: Net Kar Marjı ile Asit-Test Oranı Arasındaki İlişki

Bu kısımda firmaların net kar marjları ile asit-test oranları arasındaki ilişki test edilmektedir. Model, karlılık ölçütü olarak modelde yer alan NMP'ye karşılık, asit-test oranı ile kontrol değişkenleri olan firma büyüklükleri ve kaldıraç oranı üzerine kurgulanmıştır. Model 5'e ilişkin regresyon sonuçları Tablo 14-16'da gösterilmektedir. Model 5'e ilişkin kurgulanan hipotezler şu şekildedir:

H0: Net kar marjı ile asit-test oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur.

H1: Net kar marjı ile asit-test oranı arasında bir ilişki söz konusudur.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
5	,746 ^a	,556	,555	,54871	2,043

a. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Quick_R, Lev_TL_TR

b. Dependent Variable: NP_log

Tablo 14. Model Summary^b (Model 5)

Tablo 14 incelendiğinde, R-Kare ve düzeltilmiş R-Kare değerlerinin yer aldığı Tablo 14, içsel değişkenlere ilişkin varyansın % 55,6 oranında kurgulanan model tarafından açıklanabildiğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle NMP'ye ilişkin varyansın %44,6 oranında açıklayıcı değişkenler dışındaki faktörlerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Düzeltilmiş değerler ise % 55,5 seviyesindedir. Yine, Durbin-Watson değerinin modelde herhangi bir oto korelasyon olmadığını gösterir bir nitelikte olduğunu söyleyebiliriz.

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
5	Regression	451,274	3	150,425	499,609	,000 ^b
	Residual	360,097	1196	,301		
	Total	811,371	1199			

a. Dependent Variable: NP_log

b. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Quick_R, Lev_TL_TR

Tablo 15. ANOVA^a (Model 5)

F-Testinin sonuçları incelendiğinde, Tablo 15'te yer alan 499,609 F değeri ile 0,05'ten küçük olan P değeri, kurguladığımız modelin istatistiki açıdan anlamlı olduğu sonucunu doğurmaktadır. ANOVA testi, açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişken ile olan ilişkiye katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
	5	(Constant)	-,892			,207		
	Quick_R	,106	,025	,088	4,261	,000	,864	1,158
	Lev_TL_TR	,146	,030	,102	4,893	,000	,852	1,174
	FS_Sales_t1	,932	,024	,746	38,346	,000	,981	1,019

a. Dependent Variable: NP_log

Tablo 16. Coefficients^a (Model 5)

Tablo 16'ya bakıldığında ise, asit-test oranı ile firmaların net kar marjı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle, asit-test oranında meydana gelecek değişimler, firmanın karlılığı üzerinde aynı yönde bir sonuç doğuracaktır. Dolayısıyla bu bilgiler ışığında firmaların cari varlıkları içindeki stok oranının azalmasının, firmanın karlılığını arttıracığı sonucuna ulaşmamız mümkündür. Bu doğrultuda 5. modelde kurgulanan hipotezlerden H1'in kabul edilebilir olduğu söylenebilir.

Model 6: Net Kar Marjı ile Nakit Oranı Arasındaki İlişki

6. Modelinizde söz konusu sektöre ait hassas oranlar ile net kar marjı arasındaki bağlantı sınanacaktır. Modelde kullanılan kontrol değişkenleri firma büyüklüklerini temsil eden dönem başı satış tutarları ile kaldıraç oranını temsil eden toplam borç – toplam kaynaklar rasyosudur. Model 6'ya ilişkin regresyon bulguları Tablo 17-19'da gösterilmektedir. Model 6'ya ilişkin kurgulanan hipotezler şu şekildedir:

H0: Net kar marjı ile nakit oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur.

H1: Net kar marjı ile nakit oranı arasında bir ilişki söz konusudur.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
6	,761 ^a	,579	,578	,53411	2,003

a. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Cash_R, Lev_TL_TR

b. Dependent Variable: NP_log

Tablo 17. Model Summary^b (Model 6)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
6	Regression	470,183	3	156,728	549,393	,000 ^b
	Residual	341,188	1196	,285		
	Total	811,371	1199			

a. Dependent Variable: NP_log

b. Predictors: (Constant), FS_Sales_t1, Cash_R, Lev_TL_TR

Tablo 18. ANOVA^a (Model 6)

Tablo 17 incelendiğinde, R-Kare ile düzeltilmiş R-Kare değerlerinin, modeli açıklama gücünün bir önceki modellere yakın bir değerde olduğu görülecektir. Model, söz konusu varyasyonun yaklaşık % 58'ini açıklayıcı niteliktedir. Ayrıca modelde ciddi herhangi bir oto korelasyon olmadığını Durbin-Watson değerlerine bakarak söylememiz mümkündür. Tablo 18'de ise ANOVA testi sonuçlarına yer verilmiştir. Model 6'daki F değerleri 549,393 iken, P değerinin ise 0,05'in altında kalmıştır. Dolayısıyla bu modelde kurgulanan H1 hipotezinin anlamlı olduğu sonucuna varılabilir.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
6	(Constant)	-,762	,199		-3,834	,000	
	Cash_R	,345	,037	,179	9,244	,000	,939
	Lev_TL_TR	,157	,028	,110	5,678	,000	,932
	FS_Sales_t1	,918	,024	,735	38,706	,000	,976

a. Dependent Variable: NP_log

Tablo 19. Coefficients^a (Model 6)

Tablo 19 incelendiğinde ise nakit oranı ile NMP arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Ayrıca, firmaların nakit oranlarında meydana gelebilecek artışların karlılık üzerinde pozitif bir değişim doğuracağını söylemek mümkündür. Bu sonuçlar H1'i destekler niteliktedir.

12. SONUÇ

Temel finansal yönetim açısından oldukça önemli ve kritik bir konuyu temsil eden çalışma sermayesi kavramı literatür yazınında olduğu gibi uygulamada da ihmal edilmiş bir konu niteliği taşımaktadır. Oysa işletmeler açısından kötü bir çalışma sermayesi yönetiminin bu işletmelerin faaliyetlerinin durmasına, fırsatların kaçırılmasına ve hatta varlıklarını idame ettirememelerine neden olabilecek düzeyde hayati bir nitelik taşırken, özellikle ülkemizde konuya ilişkin olarak yapılan çalışmaların sayısının azlığı ile sektörde faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi

yönetimini ihmal etmeleri hem teori açısından hem de uygulama açısından konunun incelenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu hassasiyetleri göz önünde bulundurarak yürüttüğümüz bu çalışmada konunun teorik kısmı ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılmıştır. Söz konusu kavramın oldukça yalın bir ifade ile cari varlıklar ile cari kaynaklar arasındaki farkı temsil etmesinin, konunun basitliğinden ziyade temel bir mesele olduğunu gösterdiğini; cari varlıklar ile cari kaynakların firmaların esasen temel faaliyetlerini ifade ettiğini belirtmemiz gerekmektedir.

Çalışma sermayesi yönetimi bir bütün olarak incelendiğinde konunun başlıca iki politika üzerinde yoğunlaştığı görülecektir. Bunlardan ilki firmaların ne düzeyde bir çalışma sermayesi ile faaliyetlerini sürdürecekleri; diğeri ise söz konusu düzeyin nasıl finanse edileceğidir. Hemen belirtmemiz gerekir ki, firmaların çalışma sermayesi düzeyleri oldukça hassas bir noktayı ifade etmektedir. Çünkü söz konusu düzeyin gerekenden fazla olması işletmenin karlılığını olumsuz yönde etkileyebileceken, düşük olması ise işletmenin faaliyetlerini yürütmesini zora sokacaktır. Dolayısıyla konunun odak noktası optimal çalışma sermayesi düzeyinin belirlenip finanse edilmesi olacaktır. Diğer taraftan çalışma sermayesi kendi içinde farklı yapılara ve istidatlara sahip bir takım unsurlardan meydana gelen bir bütünü ifade eder. Söz konusu bu unsurların başında nakit, alacak ve stok yönetimi gelmektedir. Bir bütün olarak çalışma sermayesi düzeyinin optimalitesinin belirlenmesi gerekliliği, kavramın unsurları açısından da benzer bir gerekliliği beraberinde getirir. Ayrıca çalışma sermayesinin sürekli ve değişken niteliklere sahip kısımlardan oluşması, finansal yöneticiler açısından başka bir zorunluluğu ifade eder. Bu doğrultuda izlenecek politikalar işletme sahiplerinin risk-karlılık ilişkisini temel alan finansal tercihlerini yansıtacaktır.

Çalışma sermayesi ile karlılık kavramının Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede ve lokomotif sektörlerden biri olan imalat sanayi firmaları içinden incelenmesini hedefleyen bu çalışma ile finansal yönetim literatürü ve uygulaması kapsamında söz konusu coğrafya ve sektör için anlamlı ve faydalı olduğunu düşündüğümüz neticeler elde edilmiştir. Çalışma sermayesi kavramı esasen oldukça geniş bir kavramı ifade ettiğinden dolayı konunun likidite açısından incelenmesi yoluna gidilmiş ve bu doğrultuda söz konusu firmaların çalışma sermayesi kapsamında likidite durumlarını ifade etmede sıkça kullanılan cari oran, asit-test oranı ve nakit

oranı gibi rasyolar hesaplanmıştır. Elde edilen veriler ile karlılık indikatörleri arasında en yaygın olan net kar marjı ve günümüzde karlılık değerlendirme yöntemleri arasında popüleritesi yükselen ekonomik katma değer oranları arasında tanımlayıcı istatistik ve regresyon analizi yapılmıştır. Bu analizde kontrol değişkenleri ise firmaların büyüklüklerini temsilen bir önceki yıla ilişkin satış tutarları ile kaldıraç oranını temsilen toplam borçların toplam kaynaklara oranı olarak belirlenmiştir.

Yapılan analizleri bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, firmaların çalışma sermayeleri ile karlılıkları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu görülmüştür. Firmaların esasen temel faaliyetlerinin yürütülmesinde ve bunun yanı sıra ihtiyat ya da spekülasyon amaçlı olarak ihtiyaç duydukları çalışma sermayesi söz konusu çalışma kapsamında firmaların karlılıklarını aynı yönde etkiledikleri görülmüştür. Çalışmada yer alan imalat sanayi firmalarının cari varlıkları ile cari kaynakları arasındaki farkın büyümesinin, diğer bir ifade ile çalışma sermayesinin artmasının bu firmalara ilişkin karlılık rakamlarının da artmasını sağladığı görülmüştür.

KAYNAKÇA

- Akbaş, H. E. (2011). Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Firma Değeri. *Mali Çözüm*, 116-118.
- Akdoğan, N., & Tenker, N. (2006). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim, Yenilenmiş 7. Baskı*. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, Avcıol Basım Yayın.
- Aksoy, A., & Tanrıöven, C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksoy, A., & Yalçınar, K. (2005). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Al Mamun, A., & Abu Mansor, S. (2021). EVA as Superior Performance Measurement Tool . *Modern Economy*, 310-318.
- Altuğ, O. (1988). *Finansal Yönetim - İlkeler, Uygulamalar*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık.
- Berk, J., & DeManzo, P. (2014). *Corporate Finance - Third Edition*. Pearson Education, Inc.
- Berk, N. (1990). *Finansal Yönetim*. Bilim Teknik Yayınevi.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2007). *Essentials of Investments*. New York: McGraw-Hill Companies.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance - Third Edition* -. The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. J. (2008). *Financial Management - Theory and Practice*. Thomson Learning, Inc.
- Brigham, F. E., & Houston, J. F. (1991). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning, Concise 4E.
- Büker, S., & Aşıkoğlu, R. (tarih yok). *Finansal Yönetim*.
- Büyükmirza, K. (2007). *Maliyet ve Yönetim Muhasebesi - 11. Baskı*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ceylan, A. (2010). *Finansal Teknikler*. İstanbul: Ekin Kitabevi.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Cohen, E. (1991). *Gestion Financiere De L'entreprise Et Développement Financier*. Edicef/Aupelf, Universités Francophones.

- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business, Finance and Accounting*.
- Duplat, C.-A. (2004). *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise*. Paris: Librairie Vuibert.
- Ercan, M. K. (2005). *Finansal Yönetim – Değere Dayalı İşletme Finansı*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2. Baskı.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*.
- Hatiboğlu, Z. (1975). *Ayrıntılı İşletme Finansmanı - Kavramlar, İlkeler ve Yönetim*. İstanbul: Fakülteler Matbaası.
- Hauerndinger, M., & Probst, H.-J. (2006). *Finanz und Liquiditätsplanung - in kleinen und mittleren Unternehmen*. Haufe Mediengruppe.
- Heesen, B., & Moser, O. (2013). *Working Capital Management Bilanzierung, Analytik und Einkaufsmanagement*. Berchtesgaden und Landsberg am Lerch, Deutschland: Springer Gabler.
- Höijer, J. (tarih yok). *Introduction to Working Capital*. Cavendi Management Consulting: <http://www.cavendi.se/> adresinden alındı
- Khan, S., Shah, A. M., & Hijazi, S. T. (2006). Impact of working capital management on the profitability of firms: Case of listed Pakistani companies. *Journal of Social Sciences*.
- Klepzig, H.-J. (2010). *Working-Capital und Cash Flow - Finanzströme durch Prozessmanagement optimieren*. Gabler Verlag- Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.
- Kobu, B. (2003). *Üretim Yönetimi - Onbirinci Basım*. Avcıol Basım Yayın.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship Between Working Capital Management And Profitability Of Listed Companies In The Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management & Analysis*.
- Lyrودي, K., & Lazaridis, Y. (2000). The Cash Conversion Cycle and Liquidity Analysis of the Food Industry in Greece. *Social Science Research Network*. <http://ssrn.com/abstract=236175> adresinden alındı
- Mansoori, E., & Muhammad, J. (2012). The Effect Of Working Capital Management On Firm's Profitability: Evidence From Singapore. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business*.

- McMenamin, J. (2005). *Financial Management: An Introduction-Tutor's Guide*. New York and London: Taylor & Francis e-Library.
- Meyer, C. A. (2007). *Working Capital und Unternehmenswert*. Gabler Edition Wissenschaft, Dissertation Universität Göttingen.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim - Teori ve Problemler*. Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim - Teori ve Çözümlü Problemler*. Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, O. (2010). *Finansal Yönetim - Teori ve Çözümlü Problemler*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özdemir, M. (1997). *Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms' performance: An analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of Business Research Papers*.
- Pamukçu, A. B. (1999). *Finans Yönetimi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Pantea, M. I., Munteanu, V., Gligor, D., & Sopoian, D. (2008). The Managerial Performances Evaluation Through The Economic Value Added. *European Research Studies*, 83-100.
- Pike, R., & Neale, B. (2006). *Corporate Finance And Investment Decisions & Strategies*. Pearson Education Limited.
- Pinches, G. E. (1996, Temmuz 26). *Essentials of Financial Management*. Harper Collins College Publishers, University of Kansas. <http://www.unece.org>. adresinden alındı
- Preve, L. A., & Sarria-Allende, V. (2010). *Working Capital Management*. Oxford University Press.
- Prober, L. M. (2000). EVA: A Better Financial Reporting Tool. *Pennsylvania CPA Journal*, 27.
- Quayyum, S. T. (2011). Effects of Working Capital Management and Liquidity: Evidence from the Cement Industry of Bangladesh. *Journal of Business and Technology*.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1993). *Corporate Finance - Third Edition*. Richard D. Irwin Inc.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition*. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Sagner, J. S. (2011). *Essentials od Working Capital Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Sarıaslan, H., & Erol, C. (2008). *Finansal Yönetim - Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

- Sayılgan, G. (2008). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Schweser, K. (2008). *Schweser Study Notes 2008 Level 1 Book3: Financial Statement Analysis*. Schweser.
- Shah, S., & Sana, A. (2006). Impact of Working Capital Management on the Profitability of Oil and Gas Sector of Pakistan. *European Journal of Scientific Research*.
- Shapiro, A. C. (1990). *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
- Shin, H.-H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice & Education*.
- Singh, Y. P. (2007). *Accounting and Financial Management*. New Age International Publishers.
- Smith, V. K. (1979). *Guide To Working Capital Management*. New York: McGraw Hill Book Company.
- Soenen, & Soleno. (1993). Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability. *Journal Of Cash Management*.
- Süleyman, Y. (2007). *Yönetim Aşamasında Maliyet Muhasebesi*. İzmir: Birleşik Matbaacılık.
- Şamiloğlu, F., & Demirgüneş, K. (2008). The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*.
- Tekin, M. (2012). *Üretim Yönetimi*. Konya: Günay Ofset.
- Toroslu, V. (2010). *Çağdaş Finansal Teknikler*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Türko, R. M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Yayınevi.
- Uçkun, N. (2012). İşletme Sermayesi Yönetimi. F. Şamiloğlu, & A. A. İhsan içinde, *Finansal Yönetim* (s. 139-162). İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Usta, Ö. (2005). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim - 2. Baskı*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: An empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dalocchio, M., Fur, Y. L., & Salvi, A. (2009). *Corporate Finance - Theory and Practice - Second Edition*. John Wiley & Sons Ltd.
- Visaltanachoti, N., Luo, R., & Yi, Y. (2008). Economic Value Added and Sector Returns. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 21-23.
- Vishwanath, S. R. (2007). *Corporate Finance - Theory and Practice*. Response Books.

Yılgör, A. (2012). Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkların Yönetimi. F. Şamiloğlu, & A. A. İhsan içinde, *Finansal Yönetim* (s. 163-182). İstanbul: Lisans Yayıncılık.

KİŞİSEL BİLGİLER

- **Ad Soyad** : Yusuf POLAT
- **Doğum Tarihi** : 21.04.1984
- **Doğum Yeri** : Elazığ
- **Tel** : 0539 500 25 43
- **E-posta** : ypolat2384@hotmail.com

EĞİTİM

- 2011 – ... Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü, Yüksek Lisans
- 2003 – 2009 Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Lisans Programı

AKADEMİK FAALİYETLERİ

SINAV PUANLARI

- KPDS Puanı (2010) : 81
- ALES Puanı (2011) : 86
- Lisans Not Ort. : 2,46

YABANCI DİL VE DÜZEYİ

- İngilizce (İleri Düzey)

BİLGİSAYAR BECERİLERİ

- Windows Office