

**T.C.**  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA**  
**STRATEJİLERİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE**  
**ETKİLERİ: İMKB'DE KAYITLI FİRMALAR**  
**ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA**

**Gamze ŞEKEROĞLU**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Danışman**  
**Doç. Dr. MİKAİL ALTAN**

**Konya-2013**





T.C.  
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



**BİLİMSEL ETİK SAYFASI**

Adı Soyadı: **GAMZE ŞEKEROĞLU**

Numarası: **104227031006**

Ana Bilim / Bilim Dalı: **İŞLETME / MUHASEBE FİNANSMAN**

Programı Tezli Yüksek Lisans  Doktora

Tezin Adı: **ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ: İMKB'DE KAYITLI FİRMALAR ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA**

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Öğrencinin imzası  
(İmza)

*Gamze Şekeroğlu*



**T.C.**  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü**



## YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin

Adı Soyadı: **GAMZE ŞEKEROĞLU**

Numarası: **104227031006**

Ana Bilim / Bilim Dalı: **İŞLETME / MUHASEBE FİNANSMAN**

Programı Tezli Yüksek Lisans  Doktora

Tez Danışmanı: **Doç. Dr. MİKAIL ALTAN**

Tezin Adı: **ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ: İMKB'DE KAYITLI FİRMALAR ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA**

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan “Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İmkb’de Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma” başlıklı bu çalışma 10/ 07/ 2013 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı:	Danışman ve Üyeler	İmza
Doç. Dr. Mikail ALTAN	Danışman	
Doç. Dr. Yunus CERAN	Üye	
Doç. Dr. Muhammet BEZİRCİ	Üye	

Alaaddin Keykubat Kampüsü Selçuklu/ KONYA

Tel: 0 332 223 2446 Fax: 0 332 241 05 24

<http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/>

## ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Çalışma sermayesi kavramı, günümüzde çoğu firma farkında olmasa bile firmalar var olduğu süre boyunca önemini yitirmeyecek bir yere sahiptir. Çünkü çalışma sermayesi, firmaların amaçlarını gerçekleştirmeleri için gereken basamaklardan biridir. Ancak burada önemli olan firma karlılığını en üst seviyeye çıkaracak olan çalışma sermayesi miktarı ve çalışma sermayesi stratejileridir. Bu stratejilerin önemine ilişkin olarak çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma karlılığı üzerine etkilerini belirlemeyi amaçlayan bir çalışma yapılmıştır.

Gerek çalışma konusunun seçiminde, gerekse de çalışma bitene kadar geçen süreçte, bilgi ve fikirleriyle beni yönlendiren ve daima yol gösteren değerli hocam ve danışmanım Doç. Dr. Mikail ALTAN'a teşekkürü borç bilirim.

Öğrencilik ve çalışma hayatım boyunca her türlü tecrübesini bizlerle paylaşan saygı değer hocam Prof. Dr. Osman OKKA'ya çok teşekkür ederim.

Tez çalışmam boyunca destek ve fedakarlıklarını esirgemeyen başta sayın hocalarım Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU'na ve Yrd. Doç. Dr. İ. Erem ŞAHİN'e, kıymetli arkadaşlarım Arş. Gör. Esra ÇİFTÇİ'ye, Arş. Gör. E.Nihan CİCİ'ye ve özellikle çalışmamın uygulama bölümünde gösterdikleri yardım ve desteklerinden dolayı değerli arkadaşlarım Arş. Gör. Kazım KARABOĞA'ya ve Arş. Gör. Zeynep ERGEN'e teşekkür ederim.

Çalışma boyunca varlıklarını ve sonsuz desteklerini sürekli hissettiren sevgili eşime ve değerli ailesine yardım ve sabırlarından dolayı teşekkür ederim.

Son olarak, bütün hayatım boyunca bana hep güvenerek, bu günlere gelmemi sağlayan kıymetli anne ve babamla, sevgili kardeşime desteklerinden dolayı çok teşekkür ederim.



T.C.  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	<b>GAMZE ŞEKEROĞLU</b>	Numarası: <b>104227031006</b>
	Ana Bilim / Bilim Dalı	<b>İŞLETME / MUHASEBE FİNANSMAN</b>	
	Danışmanı	<b>Doç. Dr. MİKAIL ALTAN</b>	
Tezin Adı		<b>ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ: İMKB'DE KAYITLI FİRMALAR ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA</b>	

### ÖZET

Firmalar için karlılık, var oldukları günden beri en önemli amaçlardan biridir. Çalışma sermayesi ile firma karlılığı arasındaki sıkı ilişkiden dolayı firmalar için önem arz eden çalışma sermayesi yönetiminin başarısında karlılık, risk ve likidite arasındaki dengenin sağlanması da önemli bir etkidir. Bu dengenin kurulması ise firmaların hangi finanslama stratejisini uygulayacağına bağlıdır. Yapılan bu çalışmada, çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma karlılığı üzerine etkileri belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde çalışma sermayesi yönetimiyle ilgili genel kavramlar, ikinci bölümünde çalışma sermayesi finanslama stratejileri ve karlılık arasındaki ilişki açıklanmıştır. Üçüncü ve son bölümde ise bu ilişkiyi açıklamak için İMKB'de kayıtlı dokuma sanayinde faaliyette bulunan 16 firma üzerinde bir araştırma yapılmıştır. Araştırma verileri 2003 – 2012 yılları arasında dokuma sanayinde faaliyet gösteren firmaların mali tabloları kullanılarak hesaplanan oranlardan oluşmaktadır. Zaman serilerinin durağanlığı Eviews programı yardımıyla birim kök testi ile test edilmiştir, daha sonra da verilerin durağan olduğu görülüp SPSS 15.0 programı kullanılarak basit regresyon analizi yapılmıştır. Buna göre yapılan analiz sonucunda İMKB'de kayıtlı olan ve dokuma sanayinde faaliyette bulunan firmaların “çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin aktif karlılık oranına etkisi yoktur” hipotezi reddedilmiş, ancak “çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin özkaynak karlılık oranına etkisi yoktur” hipotezi kısmen

reddedilebilmiştir. Çünkü teoriye göre dengeli stratejinin karlılığı artırıcı etkisi, muhafazakar stratejiye göre daha yüksek olmasına rağmen, dokuma sanayi firmalarının özkaynak karlılığı için aynı sonuca ulaşılmamıştır. Benzer şekilde karlılığı artırmadaki en etkili strateji atılgan strateji olmasına rağmen, dokuma sanayindeki firmaların özkaynak karlılığı için aynı sonuç sağlanmamıştır.

Anahtar kelimeler: Çalışma sermayesi, Karlılık, Finanslama Stratejisi, Regresyon



**T.C.**  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü**



Öğrencinin	Adı Soyadı	<b>GAMZE ŞEKEROĞLU</b>	Numarası: <b>104227031006</b>
	Ana Bilim / Bilim Dalı	<b>İŞLETME / MUHASEBE FİNANSMAN</b>	
	Danışmanı	<b>Doç. Dr. MİKAİL ALTAN</b>	
Tezin İngilizce Adı		<b>THE EFFECTS OF WORKING CAPITAL FINANCING STRATEGIES ON PROFITABILITY: A RESEARCH ON COMPANIES LISTED ON ISE</b>	

### SUMMARY

Profitability is one of the most important objectives for companies since they have been. Due to the tight relationship between the profitability of the company and working capital, the success of working capital management which is important for companies, depends on ensuring the balance between profitability, risk and liquidity. Establishment of this balance depends on which financing strategy will be applied by companies. In this study, tried to determine the effects of working capital financing strategies on the companies' profitability. In the first part of the study, the basic concepts related to management of working capital, and in the second section, it is explained the relationship between working capital financing strategies and profitability. And in the third and final part in order to explain this association, a research is carried out on 16 publicly traded companies which operates in weaving industry. Research data consist of calculated ratios using financial statements of companies which operate in the weaving industry in between 2003-2012 years. Stationary of time series has been tested with unit root test with the help of Eviews program and having seem that data are stationary and a simple regression analysis was performed using SPSS 15.0 software. According to the result of the analysis, a hypothesis about "Publicly traded companies' operating in the weaving industry



"working capital financing strategies have no effect on the rate of return on assets" is rejected ,however a hypothesis about " Working capital financing strategies have no effect on the rate of return on equity" is partially rejected. Because, according to theory, the effect of increasing the profitability of a balanced strategy, although higher than the conservative strategy, the same conclusions can not be derived for weaving industry companies' return on equity. Similarly, although to increase profitability the most effective strategy is aggressive strategy, the same results can not be derived for the weaving industry companies' return on equity.

Key words: Working capital, Profitability, Financing Strategy, Regression.

**KISALTMALAR VE SİMGELER**

<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>DF</b>	: Dickey-Fuller Testi
<b>ADF</b>	: Çoğaltılmış DF Testi
<b>AKO</b>	: Aktif Karlılık Oranı (Net Kar / Toplam Aktif(Varlık))
<b>ÖKO</b>	: Özkaynak Karlılık Oranı (Net Kar / Özkaynaklar)
<b>CO</b>	: Cari Oran (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)

## TABLolar LİSTESİ

Tablo – 2. 1: Bazı Stratejik Alanlar ve Bu Alanlara İlişkin Stratejik Amaçlar .....	49
Tablo – 2. 2: Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Oranlarla Mukayesesi.....	59
Tablo – 3. 1: Uygulamada Kullanılan Firmalar .....	63
Tablo – 3. 2: Korelasyon katsayılarının gücü .....	67
Tablo – 3. 3: Korelasyon Analizi AKO ( $CO \geq 2$ ).....	68
Tablo – 3. 4: Anova Tablosu AKO ( $CO \geq 2$ ) .....	68
Tablo – 3. 5: Katsayılar AKO ( $CO \geq 2$ ) .....	69
Tablo – 3. 6: Model Özeti AKO ( $CO \geq 2$ ).....	69
Tablo – 3. 7: Eşdoğrusallık Tablosu AKO ( $CO \geq 2$ ).....	70
Tablo – 3. 8: Korelasyon Analizi AKO ( $1 \leq CO < 2$ ) .....	70
Tablo – 3. 9: Anova Tablosu AKO ( $1 \leq CO < 2$ ) .....	71
Tablo – 3. 10: Katsayılar AKO ( $1 \leq CO < 2$ ) .....	71
Tablo – 3. 11: Model Özeti AKO ( $1 \leq CO < 2$ ).....	72
Tablo – 3. 12: Eşdoğrusallık Tablosu AKO ( $1 \leq CO < 2$ ).....	72
Tablo – 3. 13: Korelasyon Analizi AKO ( $CO < 1$ ).....	73
Tablo – 3. 14: Anova Tablosu AKO ( $CO < 1$ ) .....	73
Tablo – 3. 15: Katsayılar AKO ( $CO < 1$ ) .....	74
Tablo – 3. 16: Model Özeti AKO ( $CO < 1$ ).....	74
Tablo – 3. 17: Eşdoğrusallık Tablosu AKO ( $CO < 1$ ).....	75
Tablo – 3. 18: Korelasyon Analizi ÖKO ( $CO \geq 2$ ).....	75
Tablo – 3. 19: Anova Tablosu ÖKO ( $CO \geq 2$ ) .....	76
Tablo – 3. 20: Katsayılar ÖKO ( $CO \geq 2$ ) .....	76
Tablo – 3. 21: Model Özeti ÖKO ( $CO \geq 2$ ).....	77
Tablo – 3. 22: Eşdoğrusallık Tablosu ÖKO ( $CO \geq 2$ ) .....	77

Tablo – 3. 23: Korelasyon Analizi ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ) .....	78
Tablo – 3. 24: Anova Tablosu ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ) .....	78
Tablo – 3. 25: Katsayılar ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ) .....	79
Tablo – 3. 26: Model Özeti ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ).....	79
Tablo – 3. 27: Eşdoğrusallık Tablosu ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ).....	79
Tablo – 3. 28: Korelasyon Analizi ÖKO ( $CO < 1$ ).....	80
Tablo – 3. 29: Anova Tablosu ÖKO ( $CO < 1$ ) .....	81
Tablo – 3. 30: Katsayılar ÖKO ( $CO < 1$ ) .....	81
Tablo – 3. 31: Model Özeti ÖKO ( $CO < 1$ ).....	82
Tablo – 3. 32: Eşdoğrusallık Tablosu ÖKO ( $CO < 1$ ).....	82

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil – 1. 1: Brüt ve Net Çalışma Sermayesi.....	7
Şekil – 1. 2: Sürekli ve Değişken Çalışma Sermayesi.....	8
Şekil – 1. 3: Çalışma Sermayesi Döngüsü.....	10
Şekil – 1. 4: Nakit Dönüş Süresi.....	13
Şekil – 1. 5: Miller-Orr Modeli Nakit Dengesi.....	16
Şekil – 1. 6: Beranek Modeli .....	17
Şekil – 1. 7: Maliyetler ve Kredi Politikası .....	21
Şekil – 1. 8: Ekonomik Sipariş Miktarı .....	24
Şekil – 2. 1: İşletme Sermayesi Yatırım Düzeyi İle İlgili Farklı Politikalar .....	53
Şekil – 2. 2: Muhafazakar (İhtiyatlı) Finanslama Stratejisi .....	54
Şekil – 2. 3: Dengeli (İlımlı) Finanslama Stratejisi .....	56
Şekil – 2. 4: Atılgan (Agresif) Finanslama Stratejisi.....	58

## İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI .....	i
YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU .....	ii
ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR .....	iii
ÖZET .....	iv
SUMMARY .....	vi
KISALTMALAR VE SİMGELER .....	viii
TABLolar LİSTESİ .....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xi
GİRİŞ .....	1
BİRİNCİ BÖLÜM: ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ: GENEL KAVRAMLAR .....	3
1.1. Çalışma Sermayesinin Tanımı .....	3
1.2. Çalışma Sermayesi Yönetiminin Önemi .....	4
1.3. Çalışma Sermayesi Türleri .....	7
1.2.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi .....	7
1.2.2. Sürekli ve Değişken Çalışma Sermayesi .....	7
1.2.3. Olağanüstü Çalışma Sermayesi .....	8
1.4. Çalışma Sermayesinin Özellikleri .....	9
1.5. Çalışma Sermayesi Unsurları .....	11
1.5.1. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar .....	11
1.5.1.1. Nakit Bulundurma İhtiyacını Belirleyen Faktörler .....	14
1.5.1.2. Optimum Nakit Düzeyinin Belirlenmesine Yönelik Modeller ve Yöntemler .....	15
1.5.2. Alacaklar .....	18

1.5.3. Stoklar .....	22
1.6. Çalışma Sermayesi İhtiyacı ve Bu İhtiyaca Etki Eden Faktörler.....	26
1.6.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi .....	32
1.6.1.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi.....	32
1.6.1.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi .....	33
1.6.1.3. Schmallenbach Yöntemi .....	33
<b>İKİNCİ BÖLÜM: ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ VE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİSİ.....</b>	<b>35</b>
2.1. Literatür Çalışması.....	35
2.1.1. Konuyla İlgili Yurtdışında Yapılan Çalışmalar.....	35
2.1.2. Konuyla İlgili Yurtiçinde Yapılan Çalışmalar .....	40
2.2. Çalışma Sermayesi Finansmanı .....	46
2.2.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar ile Finansman .....	46
2.3. İşletmelerde Karlılığı Etkileyen Faktörler .....	49
2.4. Risk ve Karlılık Açısından Çalışma Sermayesi Yönetimi.....	50
2.4.1. Dönen Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları .....	51
2.4.2. Dönen Varlıklarla İlgili Finansman Kararları .....	51
2.5. Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejileri .....	52
2.5.1. Muhafazakar (İhtiyatlı) Finanslama Stratejisi.....	54
2.5.2. Dengeli (İlımlı) Finanslama Stratejisi .....	55
2.5.3. Atılgan (Agresif) Finanslama Stratejisi.....	57
2.6. Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Üzerine Etkileri .....	59
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ VE BİR ARAŞTIRMA.....</b>	<b>62</b>

3.1. Araştırmanın Amacı.....	62
3.2. Araştırmanın Veri Seti .....	62
3.3.Araştırmanın Yöntemi .....	64
3.4.Dokuma Sanayinde Uygulama .....	65
SONUÇ.....	83
KAYNAKÇA.....	87
EKLER.....	95
ÖZGEÇMİŞ .....	108



## GİRİŞ

İşletmeler için kıt olan sermayenin yönetimi ve kullanılacak stratejiler bir firmanın geleceğinin belirlenmesinde en önemli faktörlerden biridir. Çünkü günümüz rekabet koşullarında firmaların sürekliliklerini koruyabilmeleri için ellerinde yeterli miktarda çalışma sermayesi bulundurmaları gerekmektedir. Aksi bir durum firmaları iflasa kadar sürükleyebilir.

Çalışma sermayesi, genel anlamda firmaların tüm dönen varlıklarıyla ifade edilmektedir. Ancak dönen varlıklar içerisinde çalışma sermayesi unsurlarını oluşturan üç ana kalem vardır. Bunlar; nakit ve nakit benzeri varlıklar, alacaklar ve stoklardır. Çalışma sermayesi yönetiminde bu unsurların etkin bir şekilde entegrasyonunun sağlanması büyük bir önem arz etmektedir.

İşletmelerin mevcut varlıklarını etkin bir şekilde yönetebilmeleri için ise, dışarıdan fon sağlamaları ve bu fonları zamanında ödeyebilmeleri gerekmektedir. Çünkü dışarıdan sağlanan fonlar, vadesinde ödenemediği zaman firmaların itibarı zedelenabilir. Ayrıca bu durum firmaların gelecek dönemlerde fon bulmalarını zorlaştıracak için firmalar iflas etme riskiyle karşılaşacaklardır.

Buradan hareketle çalışma sermayesi yönetiminin iki temel boyutu vardır. Bunlardan ilki çalışma sermayesi kalemlerinin nasıl yönetileceği, ikincisi ise çalışma sermayesi finansmanının nasıl olacağıdır. Çalışma sermayesi kalemlerinin etkin yönetilmesi ve etkin bir çalışma sermayesi finanslama stratejisinin benimsenmesi firmaların karlılığını artırmaktadır.

Alacak yönetiminde etkinliğin sağlanması firmaların tahsilat politikalarıyla ilgiliyken, stok yönetimindeki etkinlik stok bulundurma ve bulundurmama maliyetlerine göre değişmektedir. Nakit yönetiminde ise firmaların nakit gereksinimlerinin optimum düzeyde belirlenmesi ve gereğinden fazla ya da az nakit bulundurmaktan kaçınması gerekmektedir. Bu sayede firmaların karlılıkları artmaktadır.

İşletmelerin karlılığını artıran diğer bir etmen de uygun çalışma sermayesi finanslama stratejisinin benimsenmesidir. Çünkü çalışma sermayesi finansmanında uygulanan stratejilere bağlı olarak, firmanın sahip olduğu varlıkların hangi vade yapısındaki borçlarla finanse edildiği değişiklik göstermektedir. Uygulanan bu stratejiler de firmaların likiditesini, riskini, dolayısıyla da karlılığını etkilemektedir.

Çalışmamızın amacı da çalışma sermayesi finansmanında tercih edilen kaynakların vade yapılarına ve varlıklara yaptıkları yatırım miktarına göre firmaların benimsedikleri finanslama stratejilerinin, firma karlılığı üzerindeki etkilerini belirlemektir.

Bu amaçla yapılan çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, çalışma sermayesi kavramı tanımlanarak, çalışma sermayesi yönetiminin önemi, türleri, özellikleri ve unsurları açıklanmış, çalışma sermayesi ihtiyacı ve bu ihtiyaca etki eden faktörler üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde, çalışma sermayesiyle ilgili olarak yapılan yurt içindeki ve yurt dışındaki çalışmalar toplanarak literatür çalışması yapılmış, çalışma sermayesi finansmanından bahsedilmiş, risk ve karlılık açısından çalışma sermayesi yönetimi üzerinde durularak, çalışma sermayesi finanslama stratejileri açıklanmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise, doküman sanayinde faaliyette bulunup İMKB’de kayıtlı olan 16 firmanın 2003 – 2012 yılları arasındaki yıllık mali tablolarından hesaplanan oranlar, çeşitli testlerle analiz edilmiş ve çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma karlılığı üzerindeki etkileri belirlenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ: GENEL KAVRAMLAR

#### 1.1.Çalışma Sermayesinin Tanımı

Çalışma sermayesi, ilk önceleri, tarıma dayalı sanayi firmalarının hasat mevsimi ile başlayan ve bir sonraki hasat mevsimine kadar süren para ihtiyacını ifade etmek için kullanılmaya başlanmıştır. Sanayinin, tarıma dayalı olma özelliği zamanla değişip tarım dışı sanayi kollarının ortaya çıkmasıyla da değişmeyen para gereksiniminin devam etmesiyle, çalışma sermayesi finans literatüründeki yerini almıştır (Kaval, 2009: 4).

Üretimin başlatılabilmesi için gerekli olan ve gider gruplarına bağlanan para ve krediye çalışma sermayesi ya da başka bir ifadeyle işletme sermayesi adı verilmektedir. Kısaca çalışma sermayesi kavramı, firmanın dönen varlıklarını ifade etmek için kullanılmaktadır (Usta, 2011: 168). Çalışma sermayesini, üretime yalnızca bir defa girip, üretim sırasında tükenerek veya şekil değiştirerek, mamul madde durumuna gelen ve mamullerin satılması ile de firmaya para olarak geri dönen varlıklar şeklinde tanımlamak da mümkündür (Atioğlu, 2009: 4).

Varlıklar sınıflandırılırken, kıstas olarak varlık kalemlerinin paraya çevrilebilme kolaylığı göz önüne alınmaktadır. Buna göre de varlıklar, dönen varlıklar ve sabit varlıklar olarak ayrılmaktadır. Bu ayrıma göre dönen varlıklar, aynı çalışma döneminde paraya çevrilebilen varlıklardır. Buradan hareketle, çalışma sermayesi de normal çalışma dönemi içinde geri dönecek veya bir kısmı yenilenecek varlıkları, başka bir ifadeyle de firmanın dönen varlıklarına yapmış olduğu yatırımları ifade etmektedir (Taşlıca, 1994: 5).

Günlük firma faaliyetleri, firmanın tam kapasite çalışmasının, üretime kesintisiz devam edebilmesinin, kısa vadeli borçlarını ve faizlerini ödeyebilmesinin sağlanması için gerekli olan faaliyetlerdir. Bu faaliyetlerin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi için, firmaların yeterli düzeyde nakit ve benzeri varlıklar ile bir yıldan daha kısa sürede paraya dönüşebilme özelliği taşıyan varlıklara sahip olmaları

gerekmektedir. Çalışma sermayesi de firmaların günlük faaliyetlerini yürütebilmeleri açısından gerekli olan nakit ve nakit benzeri varlıklar ile bir yıl içinde paraya çevrilebilecek varlıkların tümünü ifade etmektedir (Sayılğan, 2006: 169).

Diğer bir tanımla; firmanın kısa sürede paraya çevrilebilen ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade eden çalışma sermayesi, bilançolarda da dönen varlıklar altında toplanan nakit ve nakit benzeri varlıklar, menkul kıymetler, alacaklar ve stokları kapsamaktadır (Chowdhury ve Amin, 2007: 75). Bu tanım çerçevesinde belirtilen çalışma sermayesine literatürde brüt çalışma sermayesi de denmektedir. İlerleyen kısımlarda, brüt çalışma sermayesinden daha detaylı olarak bahsedilecektir.

Çalışma sermayesi, firmanın faaliyetleri sonucunda sürekli olarak şekil değiştiren ve mal-nakit akımı yaratan varlıklar olarak da ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle, firmanın cari aktifi olarak, firmayı yaşatan ve onu statik durumdan dinamik duruma geçiren unsurların tümüne çalışma sermayesi adı verilmektedir (Usta, 2011: 168).

İşte bir firmanın üretim faaliyetlerini herhangi bir aksama olmadan sürdürebilmesi için gerekli olan dönen varlıkları oluşturan bilanço kalemlerinin, uygun miktarlarının belirlenmesi, bunların nasıl ve hangi kaynaklarla finanse edileceğinin kararlaştırılması “çalışma sermayesi politikası” olarak adlandırılmaktadır. Bu politika çerçevesinde dönen varlıkların yönetilmesine ise “çalışma sermayesi yönetimi” adı verilmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2008: 354).

## **1.2.Çalışma Sermayesi Yönetiminin Önemi**

İşletmenin amaçlarını gerçekleştirmesinde, çalışma sermayesi yönetiminin çok önemli bir yeri vardır. Çalışma sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretiminin kesintisiz olarak devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılabilmesi, kredibilitesinin artırılabilmesi, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmesinin önlenbilmesi, faaliyetlerinin karlı ve verimli bir şekilde yürütülmesinin sağlanabilmesi açılarından büyük önem taşımaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 5).

Çalışma sermayesi yönetimi, günümüzde finans yönetiminin önemli görülen konularından biri olmuştur. Bunun başlıca nedenlerini şöyle sıralamak mümkündür (Usta, 2011:170):

- İşletmelerde dinamik bir durum söz konusudur. Para döngüsü de devamlı ve her gün yürütülen bir iş olduğundan, finans yöneticisi günlük çalışmalarının büyük kısmında paranın günlük akışıyla ilgilenmek zorundadır.
- Çoğu firmada dönen varlıkların ağırlığı, duran varlıkların ağırlığını aşmaktadır. Böyle bir durumda çalışma sermayesi yönetiminin önemi de artmaktadır.
- İş hacmi genişleyen firmaların, çalışma sermayesi ihtiyaçları da artmaktadır.
- Çalışma sermayesi ile firma karlılığı arasında sıkı bir ilişki vardır.
- Küçük firmaların varlıklarını sürdürüp, gelişen koşullara ayak uydurabilmeleri için yeterli bir çalışma sermayesine ihtiyaçları vardır.

İşletmeler için bu kadar önemli olan çalışma sermayesi yönetiminde, finansman yöneticisinin yapacağı hatalar, firmalar açısından bazı sakıncalara neden olabilmektedir. Bunların başlıcaları şu şekilde sıralanmaktadır (Akgüç, 2010: 201-202):

- Dönen varlıklara yapılan yatırımların belli bir maliyeti vardır. Eğer bir firmada gereğinden fazla dönen varlık varsa ve bu dönen varlıklar yabancı kaynaklarla finanse ediliyorsa firmanın finansman giderleri artacak, özkaynaklarla finanse ediliyorsa, bu sefer de firma özkaynağı kullanım alanında sağlayacağı gelirden yoksun kalacaktır. Dolayısıyla finansman şekli ne olursa olsun firmanın gereğinden fazla çalışma sermayesine sahip olması, firmanın karlılığı üzerinde olumsuz bir etki yapacaktır.

- Çalışma sermayesi firmalar için kimi zaman gereğinden fazla olabildiği gibi kimi zaman da yetersiz olmaktadır. Bu yetersizlik, üretimde kesintilere neden olmakta, maliyetleri yükseltmekte, müşteri isteklerinin karşılanmasını olanaksız hale getirerek satış fırsatlarının kaçırılmasına yol açmaktadır. Ayrıca, elverişli koşullarda satış yapma olanağını ortadan kaldırarak iş hacminin daralmasına da neden olmaktadır.
- Çalışma sermayesi yetersizliği, firmanın süresi gelmiş yükümlülüklerini yerine getirememesine de neden olmaktadır. Böyle bir durum öncelikle firmaları teknik açıdan yükümlülüklerini yerine getiremez hale düşürürken, çalışma sermayesi noksanlığı firmanın nihai olarak tavsiyesine bile yol açmaktadır.
- Enflasyon dönemlerinde faiz hadlerindeki yükselişler, dönen varlıkların ya da diğer bir deyişle çalışma sermayesinin çok önemli bir bölümünü kısa vadeli banka kredileriyle finanse eden firmaları, gerek karlılık gerekse de likidite yönlerinden zor duruma düşürmektedir.
- İşletmeler, piyasadaki kredibilitelerini artırabilmek hatta koruyabilmek için yeterli bir çalışma sermayesine sahip olmak durumundadırlar. Bankalar, kredili satış yapan satıcılar, hisse senedi ve tahvillere yatırım yapan birikim sahipleri, firmanın çalışma sermayesi durumunu analiz etmektedir. Dolayısıyla da firma dışına güven verme kavramı, çalışma sermayesi yönetiminde göz önüne alınması gereken diğer bir etmen olmaktadır.

### 1.3.Çalışma Sermayesi Türleri

İşletmelerin, faaliyetlerini sürdürebilmeleri için bir takım harcamalar yapmaları gerekmektedir. Her firmada gerekli fon miktarı farklı olduğu gibi değişik zamanlarda aynı firmanın fon ihtiyaçlarında da farklılıklar olabilmektedir. Bunun yanı sıra, firmalar faaliyetlerini aksatmamak için daimi olarak çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar. Çalışma sermayesini tek bir tanım yerine, aşağıda belirtilen türlere ayırarak incelemek daha uygun olmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 13):

#### 1.3.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesinin sınıflandırılmasındaki ilk kriter; brütlük ve netlik kriteridir. Buna göre, tüm dönen varlıklar brüt çalışma sermayesi olarak ifade edilmektedir. Yani, bir faaliyet dönemi içinde paraya çevrilmesi, kullanılması veya tüketilmesi mümkün olan varlıkların toplamı, brüt çalışma sermayesini oluşturmaktadır. Literatürde de, daha önce belirttiğimiz gibi çalışma sermayesi kavramı ile belirtilen kavram brüt çalışma sermayesidir.

#### Şekil – 1. 1: Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

<b>CARİ AKTİFLER (DÖNEN VARLIKLAR) = BRÜT ÇALIŞMA SERMAYESİ</b>	
<b>CARİ PASİFLER ( KISA VADELİ BORÇLAR)</b>	<b>NET İŞLETME SERMAYESİ</b>

Kaynak: Okka, 2009: 585.

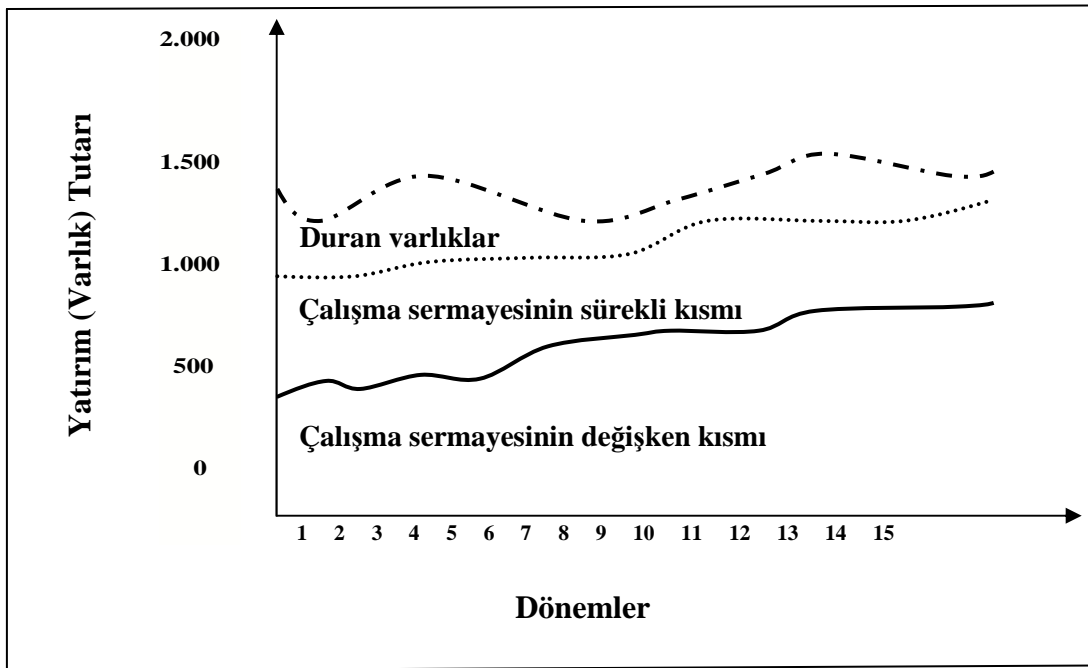
Buna karşılık net çalışma sermayesi kavramı ise; şekilde de görüldüğü gibi dönen varlıklar ile geçici sermaye olarak da adlandırılan kısa vadeli borçlar arasındaki olumlu fark olarak ifade edilmektedir. Başka bir ifadeyle de öz sermaye ve uzun vadeli borçların toplamı olan devamlı sermaye ile duran varlıklar arasındaki fark olarak belirtilmektedir. Net çalışma sermayesi, firmanın borç ödeme gücünün saptanmasında önemli bir gösterge olduğundan, kredi veren kurumlarca her zaman göz önünde bulundurulmuş bir konu olmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2010; 343-344).

#### 1.3.2. Sürekli ve Değişken Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesinin sınıflandırılmasındaki diğer bir kriter; süreklilik ve değişkenlik kriteridir. İşletme sermayesinin bir bölümü, mevsimlik dalgalanmaların

etkisiyle veya firma yönetiminin izlediği politikalar sonucunda dalgalanma göstermektedir. Dalgalanma gösteren çalışma sermayesine değişken çalışma sermayesi adı verilmektedir. Sürekli çalışma sermayesi ise, iş hacminin arttığı yani satışların ve üretim düzeyinin arttığı dönemlerde, üretim bölümünün girdi talebi ile tüketicilerin ürün taleplerini karşılamak üzere bulundurulmuş sermaye olarak tanımlanmaktadır (Sayılğan, 2006: 170-171).

**Şekil – 1. 2: Sürekli ve Değişken Çalışma Sermayesi**



**Kaynak:** Sayılğan, 2006: 171.

### 1.3.3. Olağanüstü Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesinin sınıflandırılmasındaki son kriter olağanüstülük kriteridir. Tüm firmalar çeşitli beklenmeyen olayların etkileri altındadır. Grevler, yangınlar, sel baskınları, deprem, harp gibi olağanüstü durumlarla karşılaşılması halinde ortaya çıkacak zorlukların üstesinden gelebilmek amacıyla çalışma sermayesine ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu durumlarda ortaya çıkan çalışma sermayesi olağanüstü çalışma sermayesi olarak adlandırılmaktadır. Ancak, olağanüstü şartların tahmini önceden yapılamadığından, ihtiyaç duyulacak olağanüstü çalışma sermayesi tutarı da önceden belirlenmemektedir. Bu durumlarda, karşılaşılabilecek risklerin kısmen



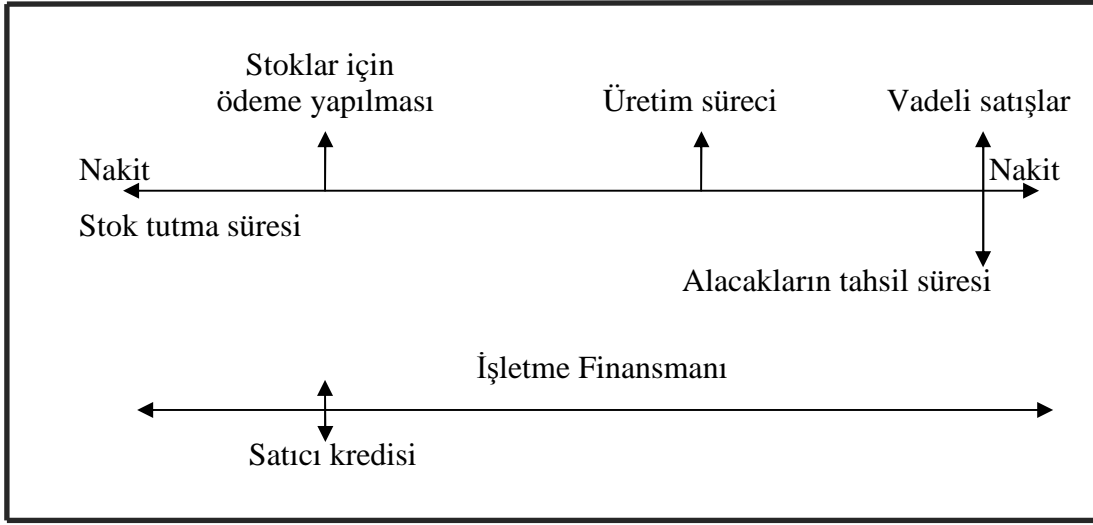
önlenmesi için de firmaların karlarının fazla olduğu dönemlerde bu karın bir kısmını ihtiyat olarak bulundurmaları uygun olmaktadır (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 17).

#### 1.4.Çalışma Sermayesinin Özellikleri

İşletmelerin bilançolarında yer alan dönen varlıklar, çalışma sermayesini oluşturduğu için, çalışma sermayesi unsurları dönen varlıkların özelliklerini taşımaktadırlar. Bu özellikler ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır;

- **Kısa vadeli:** Nakit hammaddeye, hammadde mamule, mamuller alacaklara, alacaklar da tekrar nakde dönüşmekte, böylece nakit ile başlayan süreç yine nakit ile bitmektedir. Çalışma sermayesi unsurlarını oluşturan kalemler de bir yıl içinde yani kısa vadeli olarak nakde dönüşmektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 11).
- **Birbirleriyle ilişkilidir:** Bir üretim firması kasada belli bir miktar parayla işe başlayıp, bu parayla hammadde ve malzemeleri satın almaktadır. Bu işlem stokları etkilemekte ve stoklarda bir artış meydana getirmektedir. İşletme, ilave stoklara ihtiyaç duyarsa bunları ticari kredilerle satın alabilmektedir. Daha sonra üretim esnasında hammadde stokları ve işçilik için nakit kullanılmaktadır. Üretim sonucunda mamul elde edilmekte, mamuller yani bitmiş mal stokları da kredili olarak satıldığında alacak kalemini oluşturmaktadırlar. Müşterilerden tahsilat yapılması halinde ise, firmanın kasa ve banka bakiyeleri ortaya çıkmaktadır. Sağlanan bu fonlarla da alınan ticari krediler geri ödenmektedir (Kiracı, 2000: 18).

Şekil – 1. 3: Çalışma Sermayesi Döngüsü



Kaynak: Coşkun, 2004: 115.

Şekilde de görüldüğü gibi çalışma sermayesini oluşturan kalemler sürekli olarak birbirleriyle etkileşim ve dönüşüm halindedirler.

- **Değişmeler ani değildir ve birlikte meydana gelmezler:** Bir firma üretim, satış, tahsilat gibi üç temel fonksiyondan oluşmaktadır. Bu üç temel fonksiyon aynı anda yerine getirilmiş olsa çalışma sermayesi yönetiminin bir önemi kalmayacaktır. Örneğin, firma üretmiş olduğu malların hepsini hemen satabiliyor olsa, stok yönetiminin bir önemi olmayacaktır. Yine aynı şekilde, satışları peşin olarak yürütüyor olsalar, alacak yönetimine ihtiyaç duyulmayacaktır. Buradan da anlaşılacağı gibi çalışma sermayesi unsurlarındaki değişmeler birlikte meydana gelmediği gibi, önceden planlanmış biçimde gerçekleştiklerinden ani olmayan faaliyetler sonucunda görülmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 277).

### 1.5.Çalışma Sermayesinin Unsurları

Çalışma sermayesi kavramı; bir üretim dönemi içinde şekil değiştiren veya tamamen tükenen dönen varlıkları kapsarken, diğer taraftan bunların karşılanmasında kullanılan kısa vadeli finansman kaynaklarını da içine almaktadır. Çünkü eğer firmadaki mevcut nakit, firmanın ihtiyacı olan çalışma sermayesini karşılayamazsa, bu durumda gerekli olan nakit yabancı kaynaklardan sağlanmaktadır. Dolayısıyla çalışma sermayesinin unsurları; dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır (Taşlıca, 1994: 7). Yani çalışma sermayesini oluşturan ana kalemler şunlardır;

- Nakit ve nakit benzeri varlıklar,
- Alacaklar,
- Stoklar,
- Kısa vadeli yabancı kaynaklar.

#### 1.5.1. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar

Bir firmanın iktisadi varlıklara yaptığı yatırımlar incelenirken genellikle ilk hareket noktası, nakit ve nakit benzerlerini yönetmede ve kontrol etmede ne ölçüde etkinlik sağladığını saptamaktır. Nakit yönetimi, para giriş ve çıkışlarını tahmin etmek, elde tutulacak optimum nakit miktarını belirlemek, nakit girişlerini hızlandırmak, nakit çıkışlarını yavaşlatmak ve nakit mevcudunu en verimli şekilde değerlendirmek şeklinde tanımlanabilmektedir (Sayılğan, 2006: 185).

Eğer nakit giriş ve çıkışları eş zamanlı olsaydı ve kesin olarak tahmin edilebilme olanağı bulunsaydı, firmaların nakit bulundurmalarına gerek kalmaz, ayrıca nakit yönetimi gibi bir sorunları da olmazdı. Ancak genel olarak ekonomik yaşamda böyle bir durum söz konusu olmadığından, nakit yönetimine ilişkin çeşitli çalışmaların yapılması kaçınılmaz olmaktadır (Akgüç, 2010: 229).

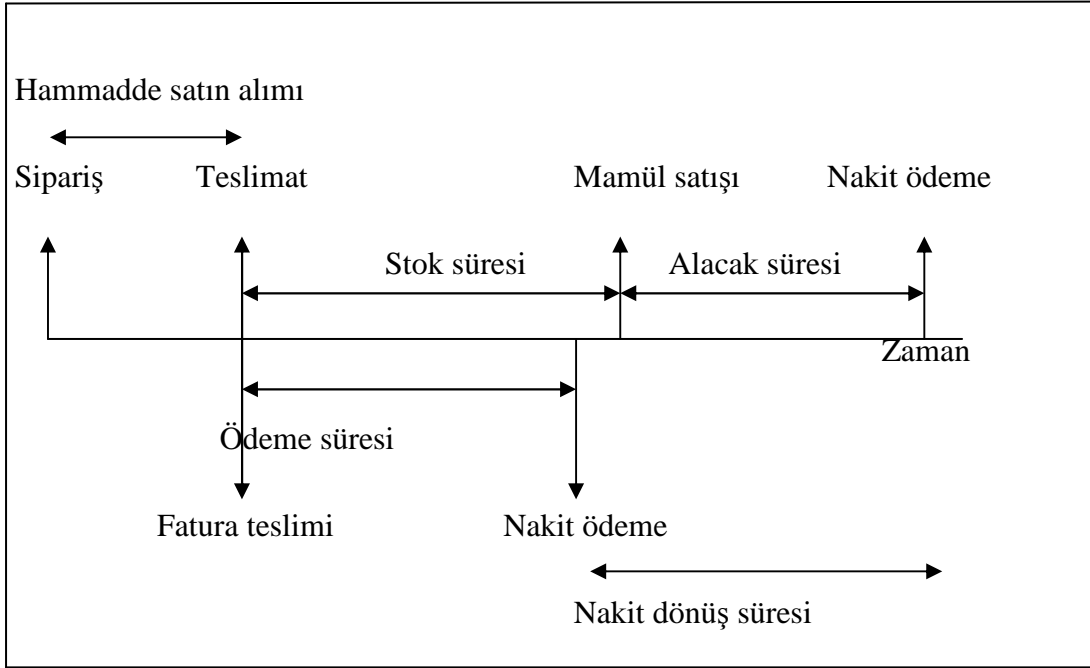
İşletmelerin nakit bulundurma ihtiyacı, paranın mübadele aracı olarak kullanılmaya başlandığı günden beri var olmuş ve bilimsel olarak ilk defa Ekonomist

John M. Keynes tarafından ele alınmıştır. Keynes, nakdin elde tutulma gerekçelerini faaliyet, ihtiyat ve potansiyel yatırım fırsatları olmak üzere üç nedene bağlamıştır (Taşlıca, 1994: 20):

- **Faaliyet (işlem) nedeniyle bulundurulacak nakit:** Firmanın günlük faaliyetleri sırasında hammadde ve malzeme alımı, işçilik ödemeleri, vergi, temettü gibi ödemelerde kullandığı nakit olarak ifade edilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 189).
- **İhtiyat nedeniyle bulundurulacak nakit:** Firmanın beklenmedik ihtiyaçlarını karşılayabilmek için ihtiyaç duyduğu nakit miktarına denmektedir. Firmalar karşılaşacakları olağanüstü durumlar için daima hazırlıklı olmaya çalışmaktadırlar. Çünkü firmanın nakit giriş ve çıkışları ne ölçüde belirsiz olursa, ihtiyat nedeniyle elde tutulacak para miktarı da o ölçüde çok olmaktadır (Okka, 2010: 221).
- **Potansiyel yatırım fırsatları (spekülasyon) nedeniyle bulundurulacak nakit:** Firmaların fırsat olarak değerlendirebilecekleri iş ilişkilerine girebilmek, fiyatların düşmesi gibi elverişli koşullarda alım yapabilmek, yatırım fırsatlarını kaçırmamak gibi amaçlarla ellerinde bulundurmaları gereken nakit miktarı olarak tanımlanmaktadır (Sayılğan, 2006: 186).

İşletmelerin nakit bulundurma nedenleri böyle sıralanırken, bulunduracakları nakit düzeyi de çok sayıda faktörün etkisi altındadır. İşletmenin gereksinim duyacağı nakit tutarını belirleyen temel faktörler; firmanın kredibilitesi, stokları ve tedarik koşulları ile satış politikasıdır (Sayılğan, 2006: 186). Bir firmanın elinde bulunduracağı nakit miktarını belirleyen en önemli faktör ise nakit dönüş süresidir.

Şekil – 1. 4: Nakit Dönüş Süresi



Kaynak: Bodie ve Merton, 2000: 428.

Nakit dönüş süresi, firmanın tedarikçilerine ödeme yapmaya başlamak zorunda olduğu tarih ile müşterilerinden nakit tahsil etmeye başladığı tarih arasındaki gün sayısı kadardır. Şekilden de görüldüğü gibi nakit dönüş süresi, bir yanda stok ve alacak sürelerinin toplamı ile diğer yanda ödemeler süresi arasındaki farkı göstermektedir. Yani; “Nakit Dönüş Süresi = Stok Süresi + Alacak Süresi – Ödemeler (Borçlar) Süresi” şeklinde formülize edilmektedir (Bodie ve Merton, 2000: 428).

Firmanın nakit dönüşüm süresini hesaplamasının başlıca amacı firma faaliyetlerinin normal yürütülmesine zarar vermeden, mümkün olduğu ölçüde bu sürenin kısaltılması ve dönen değerlere yapılan yatırımın azaltılmasıdır (Okka, 2010: 219). Çünkü firmanın çalışma sermayesine ihtiyacı olan yatırım, doğrudan bu firmanın nakit dönüş süresinin uzunluğuyla ilgilidir. Eğer borçları ödeme süresi, stok tutma ve alacak tahsil etme sürelerinin toplamını karşılayacak kadar uzun ise bu takdirde firmanın çalışma sermayesine olan ihtiyacı kalmayacaktır (Bodie ve Merton, 2000: 428).

### 1.5.1.1.Nakit Bulundurma İhtiyacını Belirleyen Faktörler

Firmaların nakit bulundurmalarına ilişkin etmenler, endüstri koluna göre farklılık gösterebildiği gibi aynı endüstrideki farklı firmalara göre de değişiklik gösterebilmektedir. Burada önemli olan firma yöneticilerinin vereceği kararlardır. Çünkü yöneticilerin bazı kararları firmaların nakit bulundurma gereksinimlerine doğrudan etki etmektedir. İşte firmada nakit bulundurma ihtiyacını belirleyen faktörler şöyle sıralanmaktadır (Akgüç, 2010: 234-237):

- Firmanın geleceğe ilişkin nakit akış tahmini,
- Firma faaliyetlerinin niteliği ile nakit giriş çıkışı arasındaki zaman uyumu,
- Firmanın ürün alış ve satış şartları
- Alacakların devir hızı,
- Stok miktarı ve stokların devir hızı,
- Firmanın kredi sağlama kapasitesi,
- Ödenememiş sermaye miktarı,
- Firmanın borç süre yapısı,
- Firmanın yakın gelecekte büyük ödemeler yapma olasılığı,
- Beklenmedik olağanüstü durumlarla karşılaşma olasılığı,
- Yabancı para cinsinden borç tutarı,
- Beklenen nakit girişlerinin gerçekleşme olasılığı,
- Firmanın dönemsel ve mevsimlik hareketlerden etkilenme olasılığı,
- Endüstri kolundaki rekabet.

### 1.5.1.2. Optimum Nakit Düzeyinin Belirlenmesine Yönelik Modeller ve Yöntemler

Finansal yönetici fazla nakit bulundurmanın firmaya sağlayacağı yararlarla, nakit bulundurmamanın yaratacağı fırsat maliyetini göz önünde bulundurduktan sonra, firma için gerekli olan optimum nakit tutarını belirlemektedir (Akgüç, 2010: 241). Bu tutar belirlenirken de bir takım modeller ve yöntemler kullanılmaktadır. Kullanılan yöntemler, genel olarak 3 tanedir. Bunlar (Taşlıca, 1994: 132-133):

- **Günlük satış tutarı yöntemi:** Genellikle nakit yöneticileri nakit planlarındaki sapmalara karşı ve diğer olumsuzlukları giderebilmek için belirli bir düzeyde nakdi ellerinde bulundurmak istemektedirler.
- **Kısa vadeli borçlara göre nakit düzeyi yöntemi:** Nakit yöneticileri, kısa vadeli borçlarının belirli bir oranını daima ellerinde bulundurmak isteyebilmektedirler.
- **Günlük ortalama nakit çıkışı yöntemi:** Nakit yöneticileri bazen de günlük ortalama nakit çıkışlarının belli bir yüzdesini ellerinde bulundurmak isteyebilmektedirler.

Optimum nakit düzeyinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler bu şekilde sıralanırken, finansal yöneticiler tarafından kullanılan optimum nakit düzeyini belirlemeye yönelik modeller ise; Baumol modeli, Miller-Orr modeli, Beranek modeli ve White-Norman modeli şeklindedir.

- **Baumol Modeli:** Bu model, üretim firmalarında, toplam siparişin sürekli olarak partiler halinde alınması kabulüne dayanmaktadır (Kobu, 2010: 343). William Baumol tarafından geliştirilen bu modelde nakit ihtiyacının başka bir alandan çekildiği veya borçlanma yoluyla sağlandığı varsayılır ki nakit ihtiyacının sağlanmasında firma belli bir maliyete katlanmaktadır. Bu maliyetin sabit olarak işlem başına 'b' TL olduğu, firmanın nakit ödemelerinin 'T' olduğu, nakit tutmanın alternatif maliyetinin 'i' olduğu ve dönem içerisinde her seferinde borç

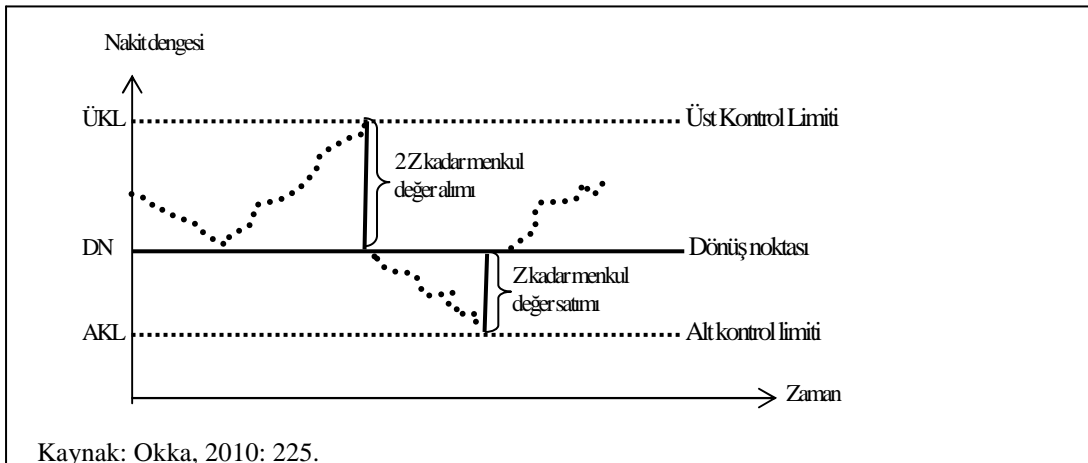
alınacak miktar veya çekilecek fonların 'C' olduğu ve bunların dönem içerisinde düzenli olduğu varsayımı altındaki bu model şöyle formülize edilmektedir (Taşlıca, 1994: 131):

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

Bulunan sonuca göre C/2 oranı da firmada optimum olarak bulundurulacak ortalama nakit tutarını ifade etmektedir (Okka, 2010: 224).

- **Miller-Orr Modeli:** Merton Miller ve Daniel Orr tarafından geliştirilmiş olan bu modelde, firmaların net nakit akışlarının rastlantısal olarak hem azalışları hem de artışları kapsayacak şekilde çift yönlü olduğu kabul edilmekte; gözlem sayısı arttıkça nakit akışının normal dağılım göstereceği varsayılmaktadır (Akgüç, 2010: 245). Şekil 1.5. bize Miller-Orr modelindeki nakit dengesini göstermektedir.

**Şekil – 1. 5: Miller-Orr Modeli Nakit Dengesi**



Miller-Orr modeli alt kontrol limiti (AKL) ve üst kontrol limiti (ÜKL) olmak üzere iki kontrol limiti ve bir adet de dönüş noktası (DN) kullanmaktadır. Dönüş noktası, şekilde de görülebileceği üzere  $AKL + Z$  kadardır. ÜKL ise  $AKL + 3Z$ 'ye eşit olmaktadır. 'Z' değişkeni ise 'b' ile gösterilen işlem maliyeti, 'i' ile gösterilen her dönem için faiz oranı ve 'δ' net nakit akımının standart sapmasına bağlıdır. Faiz oranı ve net

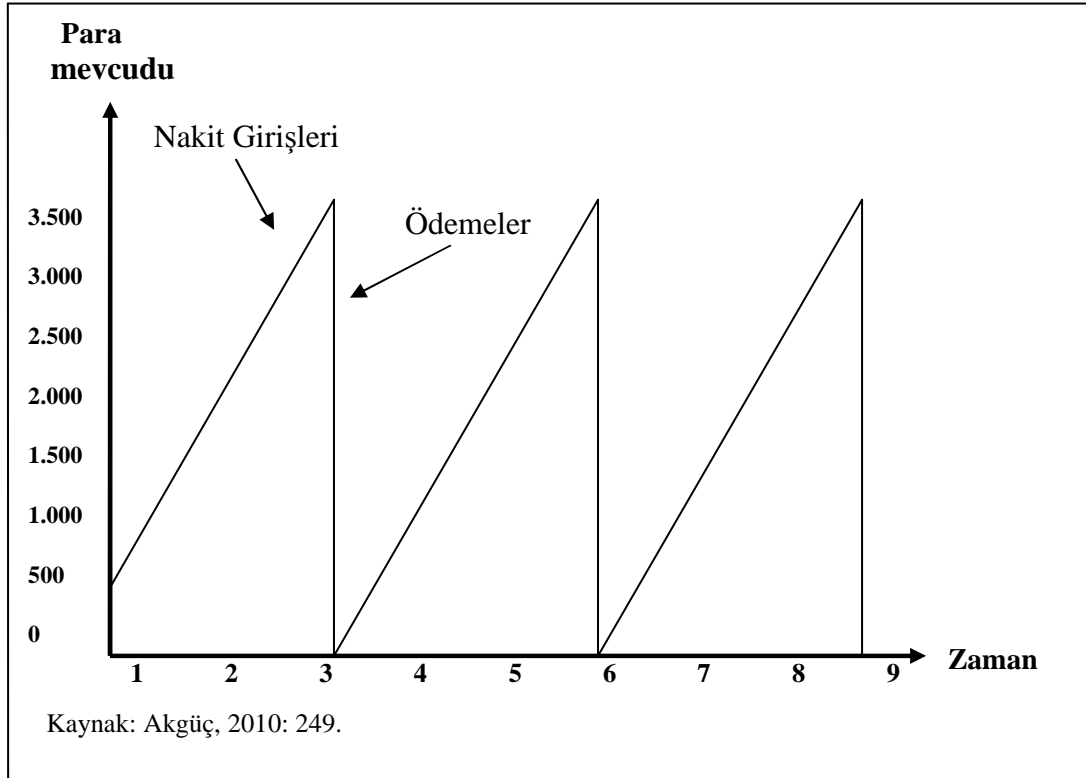


nakit akımı standart sapması aynı döneme, mesela aynı güne, ait olmalıdır. Bu durumda Z değişkeni şöyle hesaplanmaktadır (Okka, 2010: 225, 226):

$$Z = \left[ \frac{3 b \delta^2}{4 i} \right]^{1/3}$$

- **Beranek Modeli:** Beranek modelinde, nakit akımlarının olasılık dağılımı, nakit yetersizliğinin doğuracağı maliyetler, nakit bulundurmanın alternatif maliyetlerinin göz önünde bulundurulması yoluyla geliştirilmiş bir maliyet fonksiyonundan hareketle optimum nakit düzeyi belirlenmektedir. Modelin uygulanabilmesi için nakit girişlerinin olası dağılımının yanı sıra yeterli düzeyde nakit bulundurmamaktan kaynaklanan maliyetlerin de bilinmesi gerekmektedir (Sayılğan, 2006: 196).

Şekil – 1. 6: Beranek Modeli



Bu model, firmaya nakit girişlerinin devamlı olduğunu ancak nakit çıkışlarının ya da ödemelerin belli günlerde, büyük tutarlar halinde yapıldığını ve bu sürecin belli aralıklarla sürekli olarak tekrarlandığını varsaymaktadır. Modelin bu varsayımına göre de nakit giriş ve çıkışları da yukarıdaki şekil 1.6.da görüldüğü gibidir (Akgüç, 2010: 248).

- **White-Norman Modeli:** Bu modelde, nakit giriş ve çıkışlarının rastgele dalgalanma gösterdiği, başka bir deyişle yatırım kararlarındaki gibi periyodik olmadığı varsayılmakta ve nakitsiz kalmanın maliyeti değerlendirilmektedir. Ancak para ve menkul kıymetler arasındaki değişimin maliyeti göz önünde bulundurulmamaktadır (Taşlıca, 1994: 132).

Optimum nakit düzeyini saptamaya yönelik olarak geliştirilen modeller ve yöntemler, her ne kadar gerçeği belirlemeye yönelik olsa da, çok sayıda olasılığı içermesi ve uygulamada geçerli birçok varsayımı ele almaması nedeniyle firmalar tarafından gözü kapalı uygulanmaması gerekmektedir (Taşlıca, 1994: 133).

### 1.5.2. Alacaklar

İşletmeler açısından nakit oldukça önemli bir yere sahipken, neredeyse tüm firmalar çoğu faaliyetlerini yerine getirirken nakit ödeme yapmayı tercih edemezler. Böyle durumlarda da işlemlerin vadeli olarak yapılması mümkün olmaktadır. Çalışma sermayesi yönetiminin unsurlarından biri olan alacaklar da likidite açısından nakit ve nakit benzeri varlıklardan sonra gelmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 235-237).

Alacakların yönetimi, alacaklarda önemli boyutlara varan fonların birikmesini önlemeyi amaçlamaktadır. Alacak yönetiminde, bir yandan alacaklara bağlanan fonların maliyeti, diğer yandan kredili satışlar yoluyla satışların artması sonucu doğan karlılık göz önünde tutulur (Apak ve Demirel, 2013: 235). O halde buradan hareketle ilk önce alacaklara bağlanan kaynakların tutarını etkileyen faktörlere, sonrasında ise kredili satış politikalarına değinmek gerekmektedir.

Alacaklara bağlanan kaynakların tutarını etkileyen faktörler şu şekildedir (Apak ve Demirel, 2013: 235):

- **Satış hacmi:** Bir firmadaki satış hacminin artması, alacaklara bağlanan kaynak miktarının da artmasına neden olmaktadır.
- **Kredili satış koşulları ve politikası:** Fonlarını alacaklara bağlamak istemeyip, kredili satıştan kaçan firmalar mal ve hizmetlerini peşin olarak satmayı tercih etmektedir. Ancak firmaların mevcut durumları göz önünde bulundurulduğunda, her zaman peşin satış yapmak mümkün olmamaktadır. Böyle durumlarda da firmalar kendileri için uygun satış politikaları belirlemektedir.
- **Satışların mevsimlik oluşu:** Piyasadaki bazı ürünlerin satışı, mevsimlik olarak değişiklik gösterebilmektedir. Bu gibi durumlarda da satışların arttığı mevsimlerde alacaklara bağlanan fonlar artış gösterirken, azaldığı mevsimlerde alacaklar da azalma göstermektedir.
- **Üretilen malların niteliği:** Üretilen malların niteliğine göre dayanıklı ya da dayanıksız olması kredili satışlardaki vadeyi etkileyen faktörlerdendir. Öyle ki dayanıklı bir ürünün satış vadesi daha uzunken, dayanıklı olmayan bir ürün için durum tam tersidir.
- **İşletmenin büyüklüğü:** Büyük firmalar genellikle daha çok özkaynak miktarına sahip olduklarından ve yabancı kaynaklarını da daha kolay ve az maliyetli olarak bulduklarından; daha fazla kredili satış yapmakta ve böylece de alacaklara daha fazla fon bağlamaktadırlar.
- **Alacakları tahsil politikası:** İşletmelerdeki alacak tahsil politikası ne kadar sıkı ve etkin olursa, firmalar alacaklara o kadar az fon bağlamaktadırlar.
- **Ekonomik Konjonktür:** Ekonomilerdeki durgunluk ve genişleme dönemleri, firmaların alacaklarına bağladıkları fon miktarını

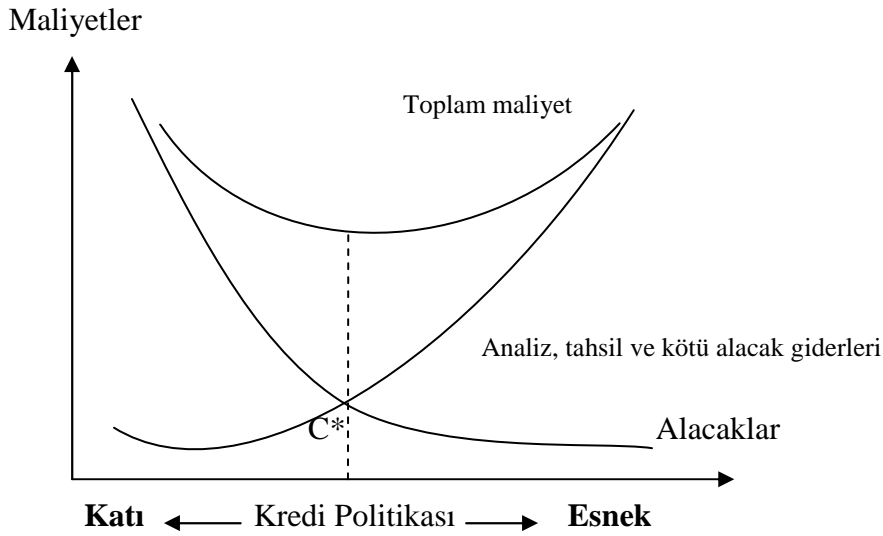
etkilemektedir. Çünkü durgunluk dönemlerinde firmalar satışlarını artırmak için daha fazla kredili satış yaptıkları için alacaklara bağladıkları fon miktarları artırmaktadır. Ancak genişleme dönemlerinde çoğu firma alışlarını peşin olarak yapabilme gücüne sahip olduğundan kredili satışlar azalmakta ve alacaklara bağlanan fonlar da düşüş göstermektedir.

Alacaklara bağlanan kaynakların tutarını etkileyen faktörler bu şekilde sıralanmışken, firmaların kredili satış politikalarına da değinmek gerekmektedir. Firmalar satış hacimlerini artırmak için kredili satış yapmaktadırlar. Ancak, müşterilerin borçlarını ödeyememesi gibi bazı olasılıklar söz konusu olduğundan, kredili mal satmanın maliyeti yüksek olabilmektedir. Ayrıca alacaklara bağlanan paranın fırsat maliyeti olduğundan, artan satışların sağlayacağı yarar ile kredili satış yapmanın maliyetleri karşılaştırılmalıdır. Burada önemli olan finans yöneticisinin uygun bir kredili satış politikası belirlemesidir. Kredili satış politikası, kredili satış yapılacak müşterilerin seçimi, kredi standartlarının belirlenmesi ve kredi koşullarının saptanması gibi işlemlerden oluşmaktadır (Gürsoy, 2012: 417).

Alacaklara yapılan yatırımın önemli tutarlara ulaşması, hatta çoğu firmada stoklara yapılan yatırım tutarını büyük ölçüde aşması ve alacakların satışlara oranının yükselme eğilimi göstermesi, başarılı bir alacak yönetimi politikası uygulamayı gerekli hale getirmektedir (Akgüç, 2010: 259). Alacakların tahsil edilmesinde katı ve esnek olmak üzere iki temel politika vardır. Bu politikalar uygulanırken ise şu noktalara dikkat edilmelidir (Apak ve Demirel, 2013: 243):

- Katı politika müşteri kaybına neden olabilir,
- Katı politika dolayısıyla ortaya çıkabilecek analiz, tahsil ve kötü alacak giderleri alınacak sonuca değer olmalıdır.

**Şekil – 1. 7: Maliyetler ve Kredi Politikası**



Kaynak: Berk, 2000: 139

Şekil 1.7’de görüldüğü gibi, firmanın esnek bir satış politikası uygulaması ile alacaklarında artış görülmektedir. Toplam maliyet giderleri, U şeklinde bir eğri ile gösterilmekte ve  $C^*$  toplam maliyet giderlerinin minimum olduğu noktayı göstermektedir. Eğer firma alacak politikasını  $C^*$  noktasının ötesinde daha da esnekleştirirse, yeni alacakların ek katkısı analiz, tahsil ve kötü alacak giderlerinden daha düşük olmakta ve böylece de  $C^*$  noktasında faaliyet karı maksimum seviyeye ulaşmaktadır (Berk, 2000: 138).

Uygulanacak alacak tahsil politikasının belirlenmesinden sonra finansal yönetici açısından önemli olan diğer bir husus da alacak tahsilinin kontrolünün sağlanmasıdır. Bunun için de üç temel araç söz konusudur (Apak ve Demirel, 2013: 243-244):

- **Alacak devir hızı ve alacak tahsil süresi:** Alacak devir hızının yüksekliği ve alacak tahsil süresinin kısalığı, alacakların tahsil kabiliyetinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir.
- **Şüpheli alacakların kredili satışlara oranı:** Bu oranın yüksekliği alacak tahsil kabiliyetinin düşük olduğu anlamına gelmektedir.

- **Alacakların yaş çizelgesi:** İşletmenin alacakları arasında kısa sürede tahsil edilebilecek alacakların fazla olması firma açısından olumlu bir durum olarak görülmektedir.

Alacak yönetiminde başarıyı artırmak için yapılabilecek başlıca uygulamalar ise aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Sayılğan, 2006: 197- 198):

- Alacakların tahsilinin hızlandırılması,
- Kredi standartlarının yükseltilmesi,
- Kredili satış yapılacak müşterilerde aranacak kriterler konusunda daha kısıtlayıcı davranılması,
- Müşterileri erken ödemeye teşvik edici nakit iskontosu gibi uygulamaların yapılması,
- Alacakların vadesinden önce satılması.

### 1.5.3. Stoklar

İşletmelerin içinde bulunduğu sektöre göre hammadde, yarı mamul ve mamul şeklinde olabilen stoklar üretimin ve satışların kesintisiz bir şekilde devam edebilmesi için bulundurulmaktadır (Okka, 2010: 240). İşletmelerde stoklara ait faaliyetlerin yürütülmesi de stok yönetimi kapsamında ele alınmaktadır. Bu bağlamda stok yönetimi, bir üretim sürecinin ya da hizmet işlemlerinin tamamlayıcı parçası olan ham maddelerin, yarı mamullerin ve üretim için gerekli diğer materyallerin tedarik kaynaklarının saptanması, satın alınması, taşınması, depolanması ve korunmasına ilişkin faaliyetlerin planlanması, örgütlenmesi ve kontrol edilmesi olarak tanımlanmaktadır (Yıldırım, 2006: 154)

Dönen varlıklar grubu içinde önemli bir kalem olan stokların elde bulundurulma nedenlerinden başlıcalarını şu şekilde sıralamak mümkün olmaktadır (Muller, 2003: 3-4):

- Öngörülebilir olmak,

- Talepteki dalgalanmalardan en az etkilenmek,
- Tedarikçilerden kaynaklı herhangi bir kötü durumu önlemek,
- Fiyatlar genel seviyesindeki değişmelerden korunmak,
- Miktar iskontosundan faydalanmak,
- Sipariş maliyetlerini azaltmak.

Bir firmada stok bulundurma nedenleri yukarıdaki gibi sıralanmışken, bulundurulacak stok düzeyinin yeterli olmasının sağlayacağı avantajlar ile yeterli olmaması durumunda getireceği kazanç ve kayıplar arasında bir denge kurulması gerekmektedir. Gereğinden fazla stok tutan firmaların depolama, sigorta gibi giderleri artarken, yetersiz stok bulundurmak da üretim aksaklığı, müşteri kaybı ve pazar payının azalması gibi sonuçlara neden olabilmektedir. Tüm bu sakıncaları ortadan kaldırmak ve optimum stok miktarını belirlemek için de bir takım yöntemler geliştirilmiştir (Sayılğan, 2006: 199-200).

Bu yöntemlerden biri olan ekonomik sipariş miktarı yöntemi kullanılarak optimum stok düzeyinin belirlenmesine geçmeden önce, firmaların stok yönetiminde karşı karşıya kaldıkları bir takım maliyetleri açıklamak gerekmektedir (Kiracı, 2009: 164):

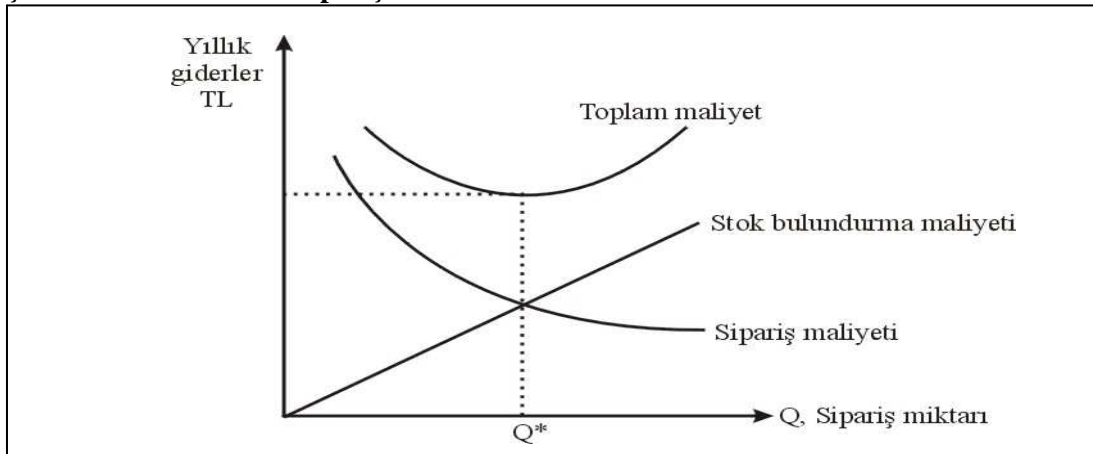
- **Stok Fiyatları:** Stoklarla ilgili ilk ve temel maliyet unsuru stokların fiyatıdır. Buna örnek olarak; hammadde ve malzemenin satın alınma fiyatları verilebilir.
- **Sipariş Maliyetleri:** Stokların tedarik edilip firmada kullanıma hazır hale getirilmesi için yapılan harcamalardır. Buna örnek olarak; yazılı ve her türlü haberleşme giderleri, kalite kontrol analizleri verilebilir.
- **Stok Bulundurma Maliyetleri:** Bulundurulan stok miktarına bağlı olarak değişen, stok miktarı arttıkça artan, azaldıkça azalan bir maliyet türü olarak tanımlanmaktadır (Aksoy, 2005: 298). Bu maliyetler şu

şekilde örneklendirilebilir; finansman maliyeti, stoklama, yükleme, boşaltma giderleri, depo, ambar gibi stokların muhafaza edildiği yerlerin kira, amortisman, bakım, onarım, ısıtma, soğutma, aydınlatma vb. giderleri, stok hizmet giderleri, sigorta giderleri, stok tutma riski (malların bozulması, fiyatların düşmesi, tüketici taleplerinin değişmesi), çalınma ve doğal afetler nedeniyle uğranılan kayıplar.

- **Stok Bulundurmama Maliyetleri:** Stoklara talep olduğunda bunu karşılayacak firmada stokun bulunmamasından doğan alternatif maliyet özelliği gösteren bir maliyettir. Buna örnek olarak; firmanın karlı satış fırsatlarını kaçırmaması, üretiminin durması veya kesintiye uğraması, müşterinin güveninin yitirilmesi gibi durumlar verilebilir.

Yıllık talebin ve bir mamulün kullanımının kesin olarak bilindiğini ve talebin yıl boyunca yeknesak olduğunu kabul eden ekonomik sipariş miktarı yönteminde bir malın stokunun yenilenmesinin anında olduğu kabul edilmektedir. Stokun gecikme olmadan yenilenmesi kabul edildiğinden, firmanın emniyet stoku tutmasına da ihtiyaç kalmamaktadır. Teorik olarak, bir firmanın stok tutma maliyetinin en düşük olduğu stok seviyesi, stoklara yapılacak optimum yatırım tutarını göstermektedir (Okka, 2010: 244). Bu seviye Şekil – 1. 8’de görüldüğü gibidir:

**Şekil – 1. 8: Ekonomik Sipariş Miktarı**



Kaynak: Okka, 2010: 243.



Stok tutmanın gerektirdiği giderler, yani yatırım giderleri, taşıma, sigorta, stoklama, bozulma, demode olma v.b. stok miktarı yükseldikçe artmaktadır. Sipariş giderleri ise stoksuzluğun firmaya vereceği zararlar sonucu oluşmakta ve stok miktarı arttıkça azalmaktadır. Şekil – 1. 8’de de görüldüğü gibi bu iki tip maliyetin birleşmesi toplam maliyeti vermektedir. Toplam maliyet ise önce azalan bir trend göstermekte, bir noktadan sonra yükselmeye başlamaktadır. Toplam maliyetteki azalmanın minimum olduğu nokta, artan stok taşıma giderlerinin ve azalan sipariş giderlerinin kesiştiği noktaya denk gelir. İşte bu nokta (Q\*), şekilde görüldüğü gibi bize ekonomik sipariş miktarını ve siparişin maliyetini vermektedir (Okka, 2010: 243).

Tüm bu açıklamalardan sonra ekonomik sipariş miktarının belirlenmesinde, stok miktarı bulunurken kullanılan formül şu şekilde oluşturulmuştur (Sayılğan, 2006: 201);

$$Q = \sqrt{\frac{2 R O}{P İ}}$$

Burada, ‘R’ gelecekte ihtiyaç duyulacak stok miktarını yani talebi, ‘O’ her bir sipariş için ortaya çıkan satın alma giderini ya da sipariş maliyetini, ‘P’ birim stok alış fiyatını, ‘İ’ ise stok bulundurma giderlerinin stok değerine oranını göstermektedir.

Etkin bir stok kontrol ve yönetim sisteminin temel amacı, tüm stok hareketlerini izlemek ve her bir stok kalemi için ne zaman ve ne miktarda sipariş verileceği konusunda toplam stok maliyetini en aza indirecek çözüme karar vermektir. Ancak bu karar verilirken yukarıdaki gibi geliştirilen teknikleri kullanmak tek başına yeterli olmamakta, finans yöneticisi de stok yönetimi konusunda gerekli bilgiye sahip olmak durumunda kalmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 374).

Çalışma sermayesi unsurlarından olan kısa vadeli yabancı kaynaklar, ikinci bölümde yer alan çalışma sermayesi finansmanı başlığı altında incelenecektir.

### 1.6.Çalışma Sermayesi İhtiyacı ve Bu İhtiyaca Etki Eden Faktörler

Çalışma sermayesi ihtiyacının ne kadar olacağı konusunda optimal bir seviyenin hesaplanması, çalışma sermayesi yönetiminin temel noktalarını oluşturmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 43). Çünkü çalışma sermayesinin yetersiz oluşu, firmanın saygınlığını yitirmesine, kredibilitesinin kaybolmasına, iskonto gibi imkanlardan faydalanamamasına ve hatta mali sıkıntıların artması sonucunda iflasına bile neden olabilmektedir. Buna karşılık çalışma sermayesinin gereğinden fazla olması ise, firmanın atıl varlık bulundurması nedeniyle karlılığını azaltıcı etki yapabilmektedir (Karapınar ve Zaif, 2012: 112).

Çalışma sermayesinin, firmanın kar ve verimliliğini en yüksek düzeye ulaştıracak miktarda yeterli olması en çok arzu edilen durumdur (Akgüç, 2010: 201 ). Hangi miktardaki fonun çalışma sermayesi olarak ayrılıp, dönen varlıklara bağlanacağı ise şu açılardan önemlidir (Apak ve Demirel, 2013: 210):

- İşletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi,
- Üretime kesintisiz devam edebilmesi,
- İş hacminin genişletilebilmesi,
- Yükümlülükleri karşılayamama riskinin azaltılması,
- Kredi değerliliğinin artırılması,
- İşletmenin olağanüstü dönemlerde, zor durumlara düşmesinin önlenmesi,
- Faaliyetlerin karlı ve verimli bir biçimde yürütülmesi.

O halde çalışma sermayesi tutarı, firmanın faaliyetlerini herhangi bir mali sıkıntıya düşmeden yürütebilmesine ve mali bir tehlikeyle karşılaşmadan ani ihtiyaçları ile zararlarını karşılayabilmesine yetecek miktarda olmalı sonucuna ulaşılmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 130-133).

İşletmelerin ihtiyaç duyacağı çalışma sermayesi tutarları, firma içindeki ve dışındaki çeşitli faktörlere bağlı olarak artıp azalabilmektedir. İşletmenin içindeki yani firmayla ilgili faktörler şöyle sıralanabilmektedir:

- **İşletmenin tipi, faaliyet konusu ve büyüklüğü:** Faaliyet hacminin temel göstergesi satış miktarı ve tutarıdır. Bu nedenle de çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenmesinde kullanılan temel gösterge satışlardır. Çünkü satış hacmi arttıkça çalışma sermayesi ihtiyacı da artmaktadır. Diğer taraftan küçük hacimli firmalar ile büyük hacimli firmalar arasında faaliyetlerin etkinliği açısından da fark vardır. Faaliyet konusuna bağlı olarak ise faaliyet devrinin gerektirdiği unsurların artması, ihtiyaç duyulan çalışma sermayesi tutarını da artırmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 44).
- **Stok politikaları:** Özellikle ticari firmalarda çok çeşitli malların tümünün bir arada ya da ayrı ayrı ele alınmasıyla stok devir hızlarının hesaplanması, stokların yönetimi için gereklidir. Çünkü bir firmada stokların devir hızı, likidite hakkında da bilgi vermektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 50). Literatürde stok devir hızı şu formüllerle hesaplanmaktadır;

$$\text{Stok Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Ortalama Stoklar}$$

veya

$$\text{Stok Devir Hızı} = \text{Satılan Malın Maliyeti} / \text{Ortalama Stoklar}$$

Stoklarını etkin kullanan firmalarda stok devir hızı yüksek çıkacaktır. Yani firma stoklarını paraya çevirmede etkin bir stok politikası kullanmaktadır.

Buna göre stok devir hızının düşük olması, çalışma sermayesi ihtiyacının fazla olduğunu, yüksek olması ise çalışma sermayesi ihtiyacının düşük olduğunu göstermektedir.

- **Tedarik ve satış şartları:** Firmaların kullandığı stokların yapısı, stoklara yatırılacak tutarları etkilemektedir. Öyle ki, malların dökümlü ve ömürlerinin kısa olduğu durumlarda, mevsimlik özellik gösteren stok türlerinde çalışma sermayesi ihtiyacı değişiklik göstermektedir. Aynı şekilde, malların tedariğinde kullanılan ulaşım sistemi, malların küçük partiler halinde ya da sık sık tedarik edilmesi, kredili alış veya satış şartları gibi konular da çalışma sermayesi ihtiyacını etkilemektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 51).
- **Üretim Süresi:** İşletmelerde mamullerin üretilmesine kadar geçen sürede yani üretim süresinde, ödenen nakitler hammadde ve yardımcı malzeme gibi girdiler üzerine bağlı kalmaktadır. Dolayısıyla üretim esnasında yapılan giderlerin firmaya satış geliri olarak geri dönmesi ancak üretim sonuçlandığı zaman mümkün olmaktadır. Bu durumda da üretim gerçekleşene kadar firmalar çalışma sermayesine gereksinim duymaktadırlar. Yani bir firmada üretim süresi arttıkça, firmaların ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi miktarı da artmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 364).
- **İşletmenin likidite durumu:** Likidite, varlıkların paraya dönüşme derecesi olarak, başka bir deyişle de likidite firmanın borçlarını vadesinde yerine getirebilme gücü olarak ifade edilmektedir. Çalışma sermayesi unsurları da bir yıl içerisinde paraya çevrilebilme özelliğine sahip olan likit varlıklardır. Bu sebeple, firmaların likiditesinin yüksek olması çalışma sermayesi ihtiyacını azaltıcı bir etmendir (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 52-53).
- **Alacak ve tahsilat politikaları:** İşletmeler, ürettikleri ürünleri her zaman peşin olarak satamamaktadırlar. Böyle durumlarda da müşterilerine belli vadeler tanıyarak alacaklı duruma düşmektedirler. Alacakların yönetimi ve tahsilatı firmalar için oldukça önemli konulardan birini oluşturmaktadır. Eğer firma

alacaklarını tahsil etmekte problem yaşıyorsa, bu problem firmanın kendi borçlarını ödeyememe sorununu doğuracaktır.

Alacak politikasının önemli bir göstergesi olan alacakların devir hızı şu şekilde hesaplanmaktadır;

Alacak devir hızı = Kredili Satışlar / Ortalama Alacaklar

Alacak devir hızının yüksek çıkması, alacak tahsil süresinin kısalmasını sağlayacağından, alacak tahsil süresi kısa olan firmaların, çalışma sermayesi ihtiyaçları da az olacaktır (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2009: 35).

- **Kar dağıtım politikası:** Finansal yönetimin temel amaçlarından biri firmanın net şimdiki değerini ortakları için maksimum kılmak olup, firmanın kar dağıtım politikası da belirtilen amaca yönelik olmalıdır. Bu politika, firmaların faaliyetlerinden elde ettikleri karın ortaklara dağıtılması ya da otofinans kaynağı olarak firmada bırakılması ile ilgili olmaktadır. Burada önemli olan, finansal yöneticinin her firma için uygun kar dağıtım politikasını belirleyebilmesidir. Eğer firma büyük ölçüde kar dağıtımını yaparsa, dağıtılacak bu karlar dağıtım anına kadar kısa vadeli yükümlülüklerin arasında yer alacağından, firmanın çalışma sermayesi ihtiyacında artış olacaktır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 62-63).
- **Amortisman politikaları:** İşletmeler, likidite ihtiyaçlarının bir kısmını da amortisman yoluyla sağlamaktadırlar. Çünkü amortismanlar, nakit çıkışı gerektirmeyen giderler olarak görülmekte ve firmaya vergi tasarrufu sağlamaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken ise, kullanılan amortisman yönteminin (sabit yüzdelerle amortisman, azalan bakiyelerle amortisman, çoğalan bakiyelerle amortisman vb.) iyi tercih edilmesidir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 68).

- **İşletme yöneticisinin risk karşısındaki tutumları:** Yöneticiler karar aşamasında bir takım risklerle karşılaşmakta ve bu risk sonucunda elde edilecek verimliliğin kendilerine sağlayacağı faydaya göre riske yaklaşmaktadırlar (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 70). Burada yöneticilerin tutumları oldukça önem arz etmektedir. Çünkü riski seven bir yönetici elinde fazla miktarda çalışma sermayesi tutmaktan kaçınırken, risk almayı sevmeyen bir yönetici ise elinde fazla miktarda çalışma sermayesi bulundurmamayı tercih edecektir.

Tüm bu açıklamalardan sonra çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyen firma dışı faktörler de şöyle sıralanmaktadır:

- **Vergi uygulamaları:** Firmaların ödeyecekleri vergiler firmalar açısından farklılık göstermektedir. Yine de vergi ödemesi sonucunda firmalarda oluşan karın bir bölümü dışarı çıkmakta ve karın çalışma sermayesini finanse eden kısmı azaldığı için de firmanın çalışma sermayesi ihtiyacı artmaktadır. Ancak devlet tarafından yapılan vergi düzenlemeleriyle yeni vergilerin konulması, mevcut olanların oranlarının değiştirilmesi, ödeme zamanlarının değiştirilmesi gibi uygulamalar ödenecek verginin tutarını değiştirdiğinden, çalışma sermayesi ihtiyacını da etkilemektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 71-73).
- **Enflasyon ve devalüasyon:** Fiyatlar genel seviyesindeki artış ve azalışlar satın alma gücü riski olarak kabul edilmekte olup, çalışma sermayesi ihtiyacına etki etmektedir. Öyle ki, enflasyon dönemlerinde sürekli olarak artan fiyatlar, firmalarda çoğu kez tahminlerin bile üstünde bir sermaye ihtiyacı doğurmakta ve bu yüzden de firmaların çalışma sermayesi ihtiyacı artmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 75). Bir ülkenin milli parasının yabancı ülke paraları karşısında değer kaybetmesi olarak tanımlanan devalüasyon da firmaların çalışma sermayesi ihtiyacına etki eden bir faktör olarak sayılmaktadır. Bu durum genellikle, ithalat yapan firmaların net

çalışma sermayesi ihtiyacını artırıcı etki yaparken, ihracat yapanlarınkini ise azaltıcı yönde etkilemektedir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2009: 35).

- **Yatırım teşvik tedbirleri:** Ülkemizdeki yatırım teşvikleri, genellikle yatırımın maliyetini düşürücü ya da karlılığını artırıcı yönde yapılmaktadır. Bu yüzden de teşvik tedbirleri niteliğine göre çalışma sermayesi ihtiyacı düzeyini etkilemektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 74).
- **Teknolojik değişmeler:** Günümüz şartlarında teknolojide meydana gelen sürekli değişmeler, çalışma sermayesi düzeyini etkilemektedir. Çünkü gelişmiş teknolojileri kullanan firmalarda maliyetler azaldığı için karlılık artacak, ürün daha kaliteli olduğundan satışı kolaylaşacak ve böylece de firmanın ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi tutarında azalma meydana gelecektir. Öte yandan yeni teknolojilerin kullanılması için firmalar yeni yatırımlar yapmak durumundadırlar ve bu yatırımlar yüzünden de daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı doğacaktır (Usta, 2011: 172). Dolayısıyla, teknolojik değişmeler ilk başta firmaların çalışma sermayesi ihtiyacını artırmakta, sonra bu teknolojinin kullanılıp ürünlerin satılması da çalışma sermayesi ihtiyacını azaltmaktadır.
- **Finans kurumlarının gelişmişlik düzeyi:** Finansal piyasalar fon arz edenlerle fon talep edenlerin bulunduğu piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkede fon talep edenler, ihtiyaçları olan fona kolaylıkla erişebiliyorsa, o ülkedeki finans kurumlarının gelişmişlik düzeyi yüksek demektir. Dolayısıyla da firmalar kolaylıkla erişebildiği fonlar sayesinde, kendileri için ihtiyaç duydukları çalışma sermayesi miktarını azaltmış olmaktadır. Yani bir ülkede finans kurumlarının gelişmişlik düzeyi ne kadar yüksekse, firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçları da o kadar azalmış olmaktadır (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 78-80).

Sonuç olarak her firma kendi bünyesine uygun olarak, normal çalışmalarını sürdürebilmek için, yeterli bir çalışma sermayesine sahip olmalıdır. Ayrıca söz konusu çalışma sermayesinin, kısa vadeli borçların üzerinde olması ve kısa vadeli borçların üzerinde kalan kısmın yani net çalışma sermayesinin yeterli olması, firmanın geleceği, itibarı ve devamlılığı için büyük önem taşımaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2010: 345-346).

### **1.6.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi**

Bir firmada çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenebilmesi için firmanın gerçekleştireceği satış hacminin, tedarik ve satışlar için tanınan kredi vadelerinin, kar marjının, aylık harcamaların (personel maaşları, reklam ücretleri, telefon, elektrik, gaz, su, sigorta giderleri vb.) bilinmesi gerekmektedir. Çalışma sermayesi ihtiyacı belirlenirken kullanılan iki temel yöntem vardır. Bunlar proforma nakit akım tablosu ve proforma bilançodur. Proforma nakit akım tablosu hazırlanırken, önceki dönemlere ait nakit giriş ve çıkışlarının gerçekleşme zamanları ve tutarları göz önüne alınarak gereksinim duyulacak çalışma sermayesi tutarı belirlenmektedir. Proforma bilançoda da geçmiş yıl bilançoları kullanılarak çalışma sermayesi tutarı belirlenmeye çalışılmaktadır. Ayrıca burada satışların yüzdesi yöntemi, oran yöntemi ve regresyon yöntemleri de kullanılmaktadır (Sayılğan, 2006: 179-180).

Yukarıda bahsedilen her iki yöntem de firmaların esas olarak kullandıkları yöntemler olmakla birlikte, çalışma sermayesi ihtiyacını belirlemek için geliştirilen bazı özel yöntemler de vardır. Bu yöntemlerin de başlıcaları, faaliyet devri katsayısı yöntemi, günlük masraf tutarı yöntemi ve Schmallenbach yöntemi olarak sıralanmaktadır (Sayılğan, 2006: 180)

#### **1.6.1.1.Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi**

Çalışma sermayesi ihtiyacının, satış hacmi esas alınarak ve faaliyet devri ile ilişkilendirilerek hesaplandığı bu yöntemde, firmanın faaliyetlerini tamamlaması için gereken sürenin yıllık toplam gün sayısına bölünmesiyle faaliyet devri katsayısı bulunmaktadır. Bulunan bu katsayının yüksek ya da düşük olması, firmaların faaliyet sürelerinin uzunluğuyla ilişkilidir. Öyle ki, faaliyetleri uzun süren firmalarda bu



değer düşüken faaliyetleri kısa süren firmalarda bu değer yüksek olmaktadır. Bulunan bu değer firmanın yıllık faaliyetinin maliyetine oranlanarak, firmanın bu faaliyeti için gerekecek toplam brüt çalışma sermayesi ihtiyacı bulunmaktadır. Toplam olarak bulunan bu değer, her bir unsur için ayrı ayrı hesaplanıp toplandıktan sonra çalışma sermayesine duyulan toplam ihtiyaç bulunmuş olmaktadır. Ancak firmaların faaliyet devrine ilişkin sürelerinin hesaplanması her zaman mümkün olmadığı için bu yöntemin uygulanması da her zaman güvenilir olmamaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 80-82).

#### **1.6.1.2.Günlük Masraf Tutarı Yöntemi**

Faaliyet devri katsayısı yönteminin eksikliklerini giderici bir yöntem olarak ortaya çıkan bu yöntemde, çalışma sermayesi seviyesi maliyet unsurlarının üretim sürecine katılma aşamaları esas alınarak hesaplanmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 83-85). Yönteme göre, amortismanlar ve faaliyet sonucu elde edilen karlar ile vergiler de göz önünde bulundurulmaktadır. Yöntem uygulanırken öncelikle her bir giderin günlük tutarı belirlenmekte, daha sonra dönen varlıkların bekleme süreleri ile günlük tutarları çarpılmaktadır. Elde edilen bu rakamlar ile günlük giderler toplamı bulunup, bulunan bu giderler toplamından günlük olarak hesaplanan amortisman giderleri ve vergi toplamı çıkarılmaktadır. Böylece günlük çalışma sermayesi ihtiyacı bulunmuş olmaktadır (Sayılğan, 2006: 184).

#### **1.6.1.3.Schmallenbach Yöntemi**

Alman İşletme İktisatçısı Schmallenbach'ın geliştirdiği bu yöntemde, maloluş tutarının, alıcılara tanınan vade ile satıcıların firmaya tanıdıkları vade arasındaki farka isabet eden ve finansman ihtiyacı doğuran bölümüne, stoklar ve borçlanmayla karşılanmayan genel giderlerin satış tahsilatına kadar geçen süre içinde yani satış vadesinde ödenebilmesi için gerekli para tutarı eklenerek ihtiyaç tutarı tespit edilmektedir. Buna göre çalışma sermayesi ihtiyacı formülü şöyledir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 85-86):

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

Formüldeki semboller ise şu şekildedir;

$S_i$ = Çalışma sermayesi tutarı,

$S$ = Ortalama stok tutarı,

$K_b$ = Satış üzerinden sağlanan brüt kar oranı,

$H_s$ = Yıllık satış tutarı,

$G_g$ = Yıllık genel giderler,

$V_1$ = Satıcılara tanınan vade (ay),

$V_2$ = Müşterilere tanınan vade (ay).

Bu yöntemle göre, firmanın ortalama stoklarındaki artışlar, brüt satış karındaki düşüşler, borçların vadelerinin alacakların vadelerinden daha uzun olması, yıllık genel giderlerdeki artışlar çalışma sermayesi ihtiyacını artırıcı etkide bulunmaktadır (Sayılgan, 2006: 185). Ayrıca bu formül bize çalışma sermayesi ihtiyacının, stok tutarına, alacak tahsil süresine, satıcıların firmaya tanıdığı vadeye ve faaliyet gideri tutarına bağlı olduğunu göstermektedir. Yani burada önemli olan etkin bir çalışma sermayesi yönetimi için ya da diğer bir deyişle dönen varlıklara yapılacak olan yatırımın optimum tutarını belirleyebilmek için, çalışma sermayesi unsurlarını oluşturan nakit, alacak ve stok yönetiminin etkin bir şekilde yapılmasıdır (Akgüç, 2010: 227-228).

## İKİNCİ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ VE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ

#### 2.1. Literatür Çalışması

Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma karlılığı üzerindeki etkilerine geçmeden önce konuyla ilgili yurtdışında ve yurtiçinde yapılmış çalışmalara ve ulaşılan sonuçlara bakmak faydalı olacaktır.

##### 2.1.1. Konuyla İlgili Yurtdışında Yapılan Çalışmalar

Çalışma sermayesi yönetimi konusunda yapılan ilk teorik çalışmanın 1955 yılında John Sagan tarafından yapılan “Çalışma Sermayesi Yönetimi Teorisi” adlı çalışma olduğu söylenmektedir. Sagan bu çalışmasında, firmanın faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmesi için çalışma sermayesi yönetiminin son derece önemli olduğunu vurgulamış ve bu konuda bir teori geliştirilmesi gerektiğini belirtmiştir. Çalışmasında nakit yöneticisinin faaliyetlerinden bahsederken, firma için sadece nakit yönetimi değil, nakit akışı sağlayan alacak, stok ve borç kalemlerinin yönetiminin de birlikte incelenmesi gerektiğini ileri sürmüştür. Çünkü Sagan’a göre bu kalemler birbirleri ile etkileşim halindedirler. Bu yüzden de temelde nakit bileşenleri üzerine yoğunlaşan Sagan, fon ihtiyacının sağlanmasıyla ilgili bazı metotlar geliştirilmesi gerektiğini belirtmiş ancak kendisi bu konuyla ilgili sadece teorik olarak çalışıp, ampirik bir çalışma yapmamıştır.

Walker, 1964 yılında ampirik testlerle de desteklenen bir çalışma sermayesi teorisi geliştirmiş ve bu alanda yapılan çalışmalara öncülük etmiştir. Çalışmasında, çalışma sermayesi yönetiminde risk-getiri dengesini inceleyen Walker, 9 adet endüstri şirketinin çalışma sermayesi seviyesindeki değişikliğin firma gelirleri üzerindeki etkisini değerlendirmiş ve negatif bir ilişki bulmuştur.

Merville ve Tavis 1973 yılında oluşturdukları teorik model çalışmasında çalışma sermayesine ilişkin yatırım ve finansman kararlarının birlikte verilmesi gerektiğini çünkü her birinin bileşenlerinin diğerlerinin optimal politikalarını

etkilediğini varsaymışlardır. Bu nedenle, firmanın optimum çalışma sermayesi politikası bir sistem çerçevesi içinde belirlenir ve bu sistem çerçevesinin bileşenleri zaman içinde birbirleriyle fırsat-kısıtlılık formatı içinde düzlemsel olarak ilişkilidir. Daha geniş iş ortamı içindeki belirsizlik, sistemi doğrudan etkiler. Örneğin, kısa dönemli talep dalgalanmaları beklenen nakit akımlarını tehdit eder ve alacakların tahsilatı artan bir belirsizlikle karşılaşır. Model, kurum yöneticilerine kısa dönemli finansal planlama için karmaşık stok ve kredi politikalarını çözme olanağı veren bir yapı sunmaktadır.

Endüstrinin, çalışma sermayesi yönetimi politikaları üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu görüşünü savunan Hawawini ve diğerleri, 1986 yılındaki çalışmalarında, ödeme vadelerinin endüstriler arasında büyük farklılık gösterme eğiliminde olduğunu ama endüstri içinde çok az farklılaşma olduğunu belirtmişlerdir. Buna ilaveten, sektör kolları arasında stok politikalarında da farklılıklar vardır.

Belt ve Smith tarafından, 1991 yılında yapılan ve Avusturalya ile Kanadalı şirketlerdeki çalışma sermayesi uygulamalarını inceleyen çalışma, Smith ve Sell'in 1980 yılında yayınladıkları "Uygulamada Çalışma Sermayesi Yönetimi" başlıklı anketli çalışmalarına dayanmaktadır. Bu anketler ABD, Kanada ve Avusturalya'daki uygulamaların karşılaştırılmasına olanak veren aynı soru setlerini kullanmışlardır. Ortaya çıkan sonuçlar, ülkeler arasında bankacılık sistemi gibi kurumsal farklılıklar nedeniyle, çalışma sermayesi yönetimi politikaları arasında bazı farklılıklar olduğunu göstermiştir.

1996 yılında Jose ve diğerleri, çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi çalışan ilk kişiler olmuşlardır. Daha kısa nakit dönüşüm döngüsünün daha iyi bir karlılığa neden olduğunu bulmuşlardır. Daha sonra, bu bulgu farklı örneklem ve sabit sonuçlar ile diğer araştırmacılar tarafından farklı zamanlarda test edilmiştir. Ulaşılan sonuç ise, nisbi karlılığın atılğan çalışma sermayesi yönetimi ile geliştirilebileceği olmuştur.

Shin ve Soenen 1998 yılında, çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğini ölçmek için kullanılan net ticaret döngüsü ile kurumsal karlılık arasındaki ilişkiyi

incelemek için 1975 ile 1994 yılları arasını kapsayacak biçimde 58.985 firmadan oluşan bir örneklem kullanmışlardır. Bütün durumlarda, firmanın net ticaret döngüsü uzunluğu ile karlılığı arasında güçlü bir ters yönlü ilişki bulmuşlardır.

Ampirik bir çalışmada, Einarsson ve Marquis 2001 yılında, ABD'deki şirketlerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için banka finansmanına dayanma derecelerinin konjonktürel olduğunu, ekonomik durumun zayıflaması ile de bu derecenin arttığını bulmuşlardır.

Howorth ve Westhead, 2003 yılında İngiltere'deki küçük firmaların çalışma sermayesi yönetimi uygulamalarını çalışmışlardır. Dört tür firma bulmuşlardır: birinci türdeki şirketler nakit yönetimi programı üzerinde odaklanırlar. Bu firmalar genellikle büyük ve gençtirler ve çoğunluğu dış kaynaklı finansmana sahiptir. İkinci türdeki daha az dış kaynaklı finansman kullanan firmalar stok yönetimi programları üzerinde odaklanırlar. Üçüncü türdeki şirketler gelir yönetimi çalışmalarını vurgular ve dördüncü türdeki firmalar herhangi bir çalışma sermayesi programı kullanmaya en az eğilimli olanlardır. Dördüncü türdeki şirketler en düşük finansal yeteneklere sahipken, birinci ve üçüncü türdeki firmalar en yüksek yeteneklere sahiptir, operasyonları en az mevsimseldir, diğer türlerden daha az büyürler ve ikinci türdeki firmalar ile birlikte en az dış kaynaklı finansmana sahiptirler. Nakit dönüşüm döngüsü dördüncü türde en kısadır ve bu durum çalışma sermayesi yönetimine olan düşük seviyeli ihtiyaçlarını açıklamaktadır. Yazarlara göre ise, endüstrinin türü sonuçları etkilememektedir.

Deloof, 2003 yılındaki çalışmasında, 1992-1996 yılları arası dönem için 1009 büyük ölçekli finansal olmayan Belçika firması örneklemini kullanarak çalışma sermayesi yönetimi ile kurumsal karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizden çıkan sonuçlar brüt operasyonel gelir ile ölçülen karlılık ile nakit dönüşüm döngüsü ve alacakların tahsilat süresi ile stoklar arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Deloof alacakların tahsilat süresi ile stokları azaltmak suretiyle yöneticilerin kurumsal karlılığı artırabileceklerini öne sürmüştür.

Braun ve Larrain, 2005 yılındaki çalışmalarında, yüksek çalışma sermayesi ihtiyaçlarının, firmanın dışsal finansman kaynaklarına bağlılığında anahtar bir belirleyici olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, dışsal finansmana yüksek oranda bağımlı firmaların, durgunluklardan daha fazla etkilendiğini ve ekonomik ortamda meydana gelecek aşağı yönlü eğilimlerde daha fazla önlem almaları gerektiğini, kriz zamanlarında da güvenli bir çalışma sermayesi düzeyini muhafaza etmeleri gerektiğini belirlemişlerdir.

Salawu 2006 yılındaki çalışmasında, çalışma sermayesi uygulamalarının değişiklik gösterdiği ve şirketlerin kendi endüstrilerine en uygun politikaları uygulamaları gerektiği sonucuna varmıştır. Riski azaltmak için atılan çalışma sermayesi, varlık yönetimi için daha tutucu bir çalışma sermayesi finansmanını öngörmüştür. Aynı yıl Lazaridis ve Tryfonidis, Atina Borsası'nda işlem gören şirketlerin çalışma sermayesi yönetimi ve kurumsal karlılıkları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İlişkiyi incelemek için 2001-2004 yılları arasındaki dönemde 131 halka açık şirketten oluşan örneklem kullanılmıştır. Regresyon analizinden elde edilen sonuçlar brüt operasyonel kar ile ölçülen karlılık ile nakit dönüşüm döngüsü arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğuna işaret etmiştir. Yazarlar bu sonuçlara göre, yöneticilerin nakit dönüşüm döngüsünü doğru biçimde ele alarak ve her bir farklı bileşeni optimum seviyede tutarak hissedarlar için değer yaratabileceklerini iddia etmişlerdir.

Raheman ve Nasr, 2007 yılında farklı çalışma sermayesi yönetimi değişkenlerinin net operasyonel karlılık üstündeki etkisini araştırmak için 1999-2004 yılları arasındaki dönemi kapsayacak biçimde Karaçi Borsası'nda işlem gören 94 Pakistanlı firmayı örneklem olarak seçmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarından, çalışma sermayesi yönetimi değişkenleri olan ortalama tahsilat süresi, gün olarak stok devir hızı, ortalama tahsilat süresi, nakit dönüşüm döngüsü ve karlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca, satışların doğal logaritması ile ölçülen şirket ölçeği ile karlılık arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir.

2007 yılındaki diğer bir çalışmada, Garcia-Teruel ve Martinez-Solano, 1996-2002 dönemini kapsayacak biçimde İspanya'dan 8.872 küçük ve orta büyüklükteki

firmayı içeren bir örneklem ile çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üstündeki etkisini çalışmışlardır. Yöneticilerin stokları düşürerek ve hesapların açık olduğu gün sayısını azaltarak değer yaratabileceklerini bulmuşlardır. Ayrıca, nakit dönüşüm döngüsünü kısaltmak da firmanın karlılığını artırmaktadır.

2009 yılında Nazir ve Afza, 1998-2005 dönemi için Karaçi Borsası'nda kote olan finansal olmayan 204 şirketten oluşan bir örneklem için çalışma sermayesi yönetimi politikaları ve bir firmanın karlılığı arasındaki geleneksel ilişkileri incelemek için bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, farklı endüstrilerde çalışma sermayesi gereksinimleri ile finansman politikalarında anlamlı farklılıklar bulmuştur. Bunun da ötesinde, regresyon sonuçları firmaların karlılıkları ile çalışma sermayesi yatırımları ile finansman arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Yazarlar, yöneticilerin çalışma sermayesi yatırımlarına ve çalışma sermayesi finanslama politikalarına yönelik tutucu bir yaklaşım benimsemeleri halinde değer yaratabileceklerini savunmuşlardır.

2010 yılındaki çalışmalarında Raheman ve diğerleri çalışma sermayesi yönetiminin bütün organizasyon geneli için önemini vurgulamaktadır. Yazarlar, Pakistan'da üretim sektörünün tutucu bir çalışma sermayesi yönetimi politikası kullandığını ve karlılığı artırmak için tahsilat ve ödeme politikalarına daha çok önem vermeleri gerektiği sonucuna ulaşmışlardır.

Hill ve diğerleri ile Banos-Caballero ve diğerlerinin 2010 yılındaki çalışmalarında ulaşılan sonuç aynıdır. Buna göre, daha büyük operasyonel nakit akımlarına sahip olan firmaların çalışma sermayelerini daha tutucu biçimde yönettiklerini ve bunun da daha uzun nakit dönüşüm döngüsü anlamına geldiğini bulmuşlardır. Hill ve diğerleri aynı zamanda tutucu çalışma sermayesi yönetimini daha büyük iç finansman kapasitesi ve sermaye piyasalarına daha iyi erişimi olan firmalar ile ilişkilendirmektedirler.

Danuletiu 2010 yılındaki "İşletme Sermayesi Yönetimi ve Karlılık: Alba Şehri Şirketlerinde Bir Vaka" adlı çalışmalarında Alba Şehri'ndeki şirketlerin çalışma sermayesi yönetimlerinin etkinliğini incelemişlerdir. İşletme sermayesi yönetiminin

etkinliği ile karlılık arasındaki ilişki Pearson korelasyon analizi kullanılarak ve 2004-2008 dönemini kapsayacak biçimde 20 şirketin yıllık finansal tablolarından oluşan örneklem kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre, çalışma sermayesi yönetimi göstergeleri ile karlılık oranları arasında zayıf bir doğrusal korelasyon bulunmuştur.

### **2.1.2. Konuyla İlgili Yurtiçinde Yapılan alışmalar**

1993 yılında ‘‘Sanayi İşletmelerinde alışma Sermayesi Yönetimi ve Bir Uygulama’’ başlıklı tez çalışmasında Alagöz, bilançonun aktifinde dönen varlıklar olarak adlandırılan çalışma sermayesi yönetiminin, firmanın amaçlarına ulaşabilmesi, kısa vadeli yabancı kaynaklardan vadesi gelenlerin zamanında ödenmesi ve firmanın faaliyetlerinde sürekliliğin sağlanabilmesi açısından önemli olduğunu belirtmiştir. Çalışmada Konya imento A.ř.’nin 1993 yıldıki mali tablolarından faydalanılıp, nakit bütçesi yöntemi kullanılarak çalışma sermayesi yeterliliğinin analizini tespit edilmiştir. Konya imento A.ř.’nin o dönemde ihtiyatlı finansman politikası uyguladığı görülmüş, çalışma sermayesinin gereğinden fazla olduğu tespit edilmiş ve bununla ilgili alınabilecek tedbirler sıralanmıştır.

Topuz, 1998 yılında ankırı ilindeki tarım firmalarında optimal üretim planlarına göre çalışma sermayesi ihtiyaçlarının saptanması üzerine bir araştırma yapmıştır. alışmasında bu firmalardan toplanan veriler kullanılarak, mevcut ve planlama sonucunda üretim kaynaklarını değerlendirme durumu ile planlama neticesinde doğabilecek çalışma sermayesi ihtiyaçları ortaya konmaya çalışılmıştır. Örnekleme ile seçilen 69 firmanın, optimal firma organizasyonları ile gerekli olan ek çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenmesinde doğrusal programlama metodundan faydalanılmıştır. İncelenen tarım firmalarında kaynakların etkin kullanılmaması ve firma büyüklüklerine göre farklı dönemlerdeki çalışma sermayesi yetersizliğinin gelir düşüklüğüne neden olduğu tespit edilmiştir.

Kiracı 2000 yılındaki ‘‘İşletmelerin finansal başarısızlığında çalışma sermayesi yönetiminin rolünün oranlar yardımıyla tesbiti ve ampirik bir araştırma’’ adlı çalışmasında lkemizde Sermaye Piyasası’na tabi firmaların finansal başarısızlığında



çalışma sermayesi yönetiminin rolünü oranlar yardımıyla tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırma kapsamındaki firmalar öncelikle finansal başarısızlık kriterlerine uyup uymamaları açısından iki gruba ayrılmış ve gruplara ait olan anakütlelerin ilgili ortamları arasında anlamlı bir farkın olup olmadığı tespit edilmek için ise istatistiksel bir yöntem olan Z testi uygulanmıştır. Araştırma sonucunda finansal başarısız firmalar ile finansal başarısız olmayan firmalar arasında cari oran, likidite oranı, nakit oranı, brüt kar oranı, borçları ödeme hızı ve dönen varlıkların toplam varlıklara oranları açısından anlamlı bir fark olduğu ortaya çıkmıştır. Alacak devir hızı, stok devir hızı, nakit devir hızı, dönen varlık devir hızı, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam borçlara oranı, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı açısından finansal başarısız firmalar ile finansal başarısız olmayan firmalar arasında anlamlı bir fark olmadığı bulunmuştur.

Yücel ve Kurt, 2002 yılındaki “Nakit dönüş süresi, nakit yönetimi ve karlılık: İMKB şirketleri üzerinde ampirik bir çalışma” adlı çalışmalarında çalışma sermayesi yönetiminde bir araç olan nakit dönüş süresinin karlılık, likidite ve borç yapısı ile ilişkisini incelemişlerdir. İMKB’deki 167 firmanın 1995-2000 yılları arasındaki verilerinin kullanıldığı çalışmada, nakit dönüş süresi, karlılık, likidite ve borç yapısı dönemlere, sektörlere ve firma ölçeğine göre karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Söz konusu değişkenlerin birbirleriyle ilişkileri ve nakit dönüş süresi, likidite ve borç yapısının firma karlılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Sonuçta, nakit dönüş süresinin likidite oranları ile pozitif, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile negatif ilişkisi olduğu tespit edilmiş, ayrıca yüksek kaldıraç oranının, firma likiditesini ve karlılığını olumsuz yönde etkilediği bulunmuştur.

Arslan, 2003 yılındaki çalışmasında Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin çalışma sermayesi ve finansal yönetim uygulamalarını ortaya koymak amacıyla, Ankara ilinde faaliyet gösteren 111 firmadan oluşan bir örneklem uygulamıştır. Araştırma sonuçlarına göre; Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin yatırım projelerini değerlendirirken geri ödeme süresini daha çok kullanmakta, yatırımların finansmanı açısından tercihlerinde banka kredileri özkaynakların önüne geçmekte, çalışma sermayesi yönetiminde nakit bütçesi ve ödenmeyen borçların izlenmesine

önem vermekte olduklarını tespit etmişlerdir. Ancak leasing ve faktoring gibi yeni tekniklerden yararlanma oranlarının düşük olduğu görülmüştür.

2006 yılında “Hastane İşletmelerinde Finansal Açıdan Stok Yönetiminin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi” adlı tez çalışmasında Aytekin, Dokuz Eylül Üniversitesi Uygulama ve Araştırma Hastanesi’nin 2001 yılında başlattığı malzeme yönetimi projesini ele alarak stok yönetimi politikasını anlatmıştır. Çalışmada dört depo bazında finansal açıdan son dört yıllık stok hareketleri incelenmiş, başarılı bir stok kontrol yönteminin yıllara göre hastane bütçesinde meydana getirdiği büyüme trendi ve stok yönetiminin çalışma sermayesi üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur.

2006 yılındaki diğer bir çalışmada Yıldırım, konaklama firmalarında çalışma sermayesi (alacak-nakit-stok) yönetiminin firma karlılığı üzerine etkilerini 28 soruluk bir anket düzenleyerek incelemiştir. Anket uygulamasında konaklama firmalarında çalışma sermayesi yönetiminde izlenen kuramsal bilgilere uyum gösterip göstermediği, firma yöneticilerinin konuya bakışlarına ilişkin bulguların elde edilmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın sonucunda, konaklama firmalarının etkin stok yönetimi ve kontrolü yapmaları için firmalarda ayrı bir stok yönetim departmanı kurulmasının ve stok yönetim işlemlerinin tek elden yürütülmesinin önemli bir faktör olduğu vurgulanmıştır.

2009 yılında çalışma sermayesi yönetimi ve kayseri imalat sanayi uygulaması adlı çalışmasında Kaval, Kayseri imalat sektöründe faaliyet gösteren ve tesadüfî olarak seçilen 32 firma üzerinde çalışma sermayesi yeterlilik analizi yapılmasını amaçlamıştır. Araştırma kapsamında firmaların geriye dönük beşer yıllık bilanço ve gelir tablosu verileri kullanılarak çalışma sermayesini ilgilendiren oranlar hesaplanmıştır. Yıllar itibarıyla hesaplanan bu oranlar ile aynı dönemlere ait Merkez Bankası’nın ilgili sektör verileri karşılaştırılarak Kayseri’deki firmaların çalışma sermayesi yönetimi değerlendirilmiş ve tüm oranlar ayrı ayrı yorumlanarak Kayseri’de faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi sıkıntısı çekmedikleri belirlenmiştir.

Çetin ve Bıtırak, 2009 yılındaki çalışmalarını, Küçük ve orta büyüklükteki firmaların çalışma sermayesi, finansal yönetim ve yatırım bütçelemesi uygulamalarını ortaya koymak amacıyla, Antalya ilinde faaliyet gösteren 40 firmadan oluşan bir örneklem üzerine uygulamışlardır. Araştırma sonuçlarına göre; KOBİ'lerin işe başlarken çoğunlukla öz sermayelerini kullanmayı tercih ettiklerini, yatırım projelerini değerlendirirken geri ödeme süresini daha çok kullandıklarını, yatırımların finansmanında banka kredilerinin öz kaynakların önüne geçtiğini, leasing ve faktoring gibi yeni tekniklerden yararlanma oranlarının düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışma sermayesi yönetiminde nakit bütçesine ve ödenmeyen borçların izlenmesine önem verildiğini de saptamışlardır.

Atioğlu, 2009 yılındaki çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkisini konu alan çalışmasında konunun teorisi ve uygulamasını tartışarak Migros Türk T.A.Ş. verileri üzerinde bir uygulama yapmıştır. Çalışmada Migros Türk T.A.Ş.'nin 1999-2008 yılları arasındaki üçer aylık dönemlere ait mali tablolarından yararlanılarak, elde edilen bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında çoklu regresyon analizi yapılmış, tespit edilen bu değişkenler arasında ilişkinin var olup olmadığı araştırılmıştır. Sonuçta likidite, risk ve kârlılığın dengelendiği bir stratejinin uygulanmasının en uygun strateji olacağı fikrine ulaşılmıştır.

2009 yılındaki “Stok yönetimi ve karlılık ilişkisinin finansal oranlar aracılığıyla incelenmesi: İMKB imalat sektöründe bir araştırma” adlı çalışmasında Kiracı, stok yönetiminin firmanın finansal başarısının göstergesi olan karlılıkla ilişkisini açıklamak amacıyla 2002-2006 dönemindeki İMKB imalat sektöründe yer alan firmaların finansal oranlarını kullanmıştır. Araştırmada karlılık ve stok yönetimiyle ilgili finansal oranlar arasındaki ilişki, korelasyon ve regresyon analizi kullanarak açıklamıştır. Araştırma sonuçlarına göre, stok devir hızıyla aktif karlılık ve net kar oranları arasında pozitif bir ilişkinin varlığı ifade edilirken, stok devir hızı ile brüt kar oranı arasında negatif yönde bir ilişki olduğu görülmüştür. Ayrıca araştırma sonuçları, stokların toplam varlıklara ve dönen varlıklara oranları ile karlılık oranları arasında da negatif yönde bir ilişki olduğunu belirtmiştir.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu 2010 yılındaki çalışmalarıyla, İMKB’de işlem gören imalat sanayi sektörü şirketlerinde çalışma sermayesi gereksinimini etkileyen değişkenlerin kriz öncesi ve kriz dönemlerinde neler olduğunu tespit ederek ve bu değişkenlerin ilgili dönemler itibariyle farklılık gösterip göstermediğini belirlemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla İMKB’de işlem gören imalat sanayi şirketleri üzerinde ampirik bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Araştırma sonucunda, kaldıraç oranındaki ve duran varlık oranındaki artışın hem kriz öncesi hem de kriz dönemlerinde çalışma sermayesi gereksinimini azalttığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte stok devir hızı ile Tobin q değerinin kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi gereksinimi üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı, ancak kriz dönemlerinde çalışma sermayesi gereksinimini azalttığını tespit etmişlerdir.

Kırbaş 2010 yılındaki tez çalışmasında hastane firmalarında çalışma sermayesi yönetiminin etkilerini inceleyen bir çalışma yapmıştır. Antalya ilindeki Sağlık Bakanlığı’na ait Döner Sermayesi olan hastanelerinin çalışma sermayesi yönetimlerinin etkinliklerini incelemek ve mevcut durumlarını ortaya koymak amaçlanmıştır. Bu amaca ulaşmak için Antalya ilindeki Sağlık Bakanlığı’na bağlı Döner Sermaye İşletmesi olan 14 hastanenin 2005 - 2008 yılları arasındaki mali tablo verileri kullanılmıştır. Kullanıma hazır hale getirilen bu mali verilere belirlenen temel oranlar ve karlılık oranları yardımıyla oran analizi uygulanmıştır. Ayrıca Pearson Korelasyon analizi ile oranlar arasındaki ilişkiler ve ilişkilerin yönü değerlendirilmiştir. Araştırmanın sonucunda ise genel olarak hastanelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede her hangi bir risk taşımadıkları belirlenmiştir.

Bülbül, 2010 yılındaki çalışmasında, 2008 döneminde Türkiye’de imalat sanayinde faaliyet gösteren ve İMKB’ye kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde nakit yönetiminin etkinliğini ölçmek amacıyla nakit dönüşüm süresinden yararlanarak, bu sürenin şirket kârlılığı ile ilişkisini incelemiştir. Çalışmada öncelikle İMKB’de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme niteliğindeki 49 firmanın bilançolarından ve gelir tablolarından yararlanılarak nakit dönüşüm süreleri ve kârlılık oranları hesaplanmış, elde edilen değerler hem genel olarak hem de alt sektörler itibariyle

değerlendirilmiştir. Nakit dönüşüm süresi ve kârlılık arasındaki ilişki yapısını incelemek için yapılan analiz sonucunda ise, nakit dönüşüm süresi ile aktif kârlılığı ve net kâr marjı arasında negatif yönde güçsüz, özsermaye kârlılığı ve nakit dönüşüm süresi arasında pozitif yönde güçsüz bir ilişki olduğu ortaya konmuştur.

Akbulut, 2011 yılında, “İMKB’de imalat sektöründeki firmalarda çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik bir araştırma” adlı çalışmasında, 2000-2008 yılları arasında İMKB imalat sektöründeki firmalarda çalışma sermayesi yönetimi ve karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, çalışma sermayesi yönetimi nakit döngüsü ile ölçülmüşken, firma karlılığı aktif karlılık ile ölçülmüştür. Yapılan regresyon analizleri sonucunda çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca tek yönlü varyans ile imalat sektörleri arasında nakit döngüsünün farklılık gösterdiği belirlenmiştir.

2011 yılındaki çalışmalarında Coşkun ve Kök, firmaların çalışma sermayesi politikalarının karlılık üzerine etkisi incelemiştir. Buna göre, 1991-2005 döneminde İMKB’de faaliyet gösteren 74 firmanın yıllık verilerinden oluşan panel veri seti kullanılmıştır. Çalışma sermayesi politikalarının ölçütü olarak sektöre göre düzeltilmiş nakit dönüş süresi, alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi ve stok devir süresi ile karlılık ölçütü olarak aktif karlılığı kullanılmıştır. Dinamik panel veri analizi yöntemiyle, Sistem-GMM tahmin tekniğinin uygulandığı çalışmada, sektöre göre agresif yatırım politikası izleyerek alacak tahsil süresini ve stokta kalma süresini azaltan firmaların karlılıklarını artırabildiği diğer bir ifadeyle, nakit dönüş süresi, alacak tahsil süresi ve stok devir süresi ile karlılık arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca borç ödeme süresi ile karlılık arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yazarlara göre borç ödeme süresinin artırılması suretiyle agresif bir finansman politikası izlenmesi karlılığı artırabilmektedir.

## 2.2. Çalışma Sermayesi Finansmanı

İşletmeler, çalışma sermayesi yönetiminde optimal sermaye yapılarını belirlerken birkaç kriteri göz önünde bulundurmaktadırlar. Bu kriterler; uygunluk, risk, finansal kaldıraç, maliyet, esneklik, denetim ve zamanlama kriterleridir.

Uygunluk kriterine göre, firmalar duran varlıklara yapacakları yatırımları uzun vadeli finansman kaynaklarıyla, dönen varlıklara yapacakları yatırımları da kısa vadeli finansman kaynaklarıyla finanse etmelidirler. Risk kriterine göre, yapılacak olan yatırımların finansmanına ilişkin kararlarda, firmaların karlılık ve risk arasındaki dengeyi kurmaları gerekmektedir. Finansal kaldıraç kriterinde, özsermayenin karlılığını gösteren finansal kaldıraç, bir firmada yabancı kaynak kullanımının rasyonel olduğunu göstermektedir (Usta, 2011: 54).

Maliyet kriterine göre, firmalar yatırım yaparken maliyet faktörünü ve seçecekleri finansman türünün karlılık üzerindeki etkisini de dikkate almalıdırlar. Esneklik kriteri, finansman kaynaklarının firma ihtiyaçlarına göre ayarlanabilir olmasıdır. Örneğin, kısa vadeli yabancı kaynakların finansman esnekliğini artırıcı bir etkisi söz konusudur. Denetim kriterinde, finansmanda kullanılacak kaynakların planlanmasında, firmanın mevcut sahip veya sahiplerinin firma üzerindeki denetim yetkilerini paylaşma arzusu taşıyıp taşımadıkları göz önünde bulundurulmaktadır. Zamanlama kriterine göre, firmalar para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından izleyerek, ihtiyaç duydukları zamanda fon sağlayabilmektedirler (Usta, 2011: 54).

### 2.2.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar ile Finansman

Uygunluk kriteri esasınca firmalar duran varlıkların finansmanında uzun vadeli finansman kaynaklarını, dönen varlıkların yani çalışma sermayesinin finansmanında da kısa vadeli finansman kaynaklarını kullanmak durumundadırlar. Çünkü çalışma sermayesi yönetiminin unsurlarından biri olan kısa vadeli yabancı kaynaklar, firmanın bir faaliyet dönemi içinde yani maksimum bir yıl içerisinde geri ödemekle yükümlü olduğu yabancı kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır (Akgüç, 2010: 525). Kısa vadeli yabancı kaynakların, kısa sürede nakde dönüşümünü sağlayacak

varlıklara yatırılması firma açısından doğru bir karar olarak sayılmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 325). Yani firmalar tarafından yabancı kaynaklar, genellikle çalışma sermayesi finansmanında, özellikle de alacakların ve stokların finansmanında kullanılmaktadır (Akgüç, 2010: 525). Çünkü stokların ve alacakların nakde dönüştürülmesiyle elde edilecek fonlar kısa vadeli yabancı kaynakların geri ödenmesinde kullanılabilir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 325).

Duran varlıkların finansmanında da nadiren kısa süreli kaynaklara başvurulabilir. Ancak bu tür bir finansman özellikle durgunluk ve faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde problem yaratabilmektedir. Bu yüzden de firmaların asıl hedefi, dönen varlıkları kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse ederken, duran varlıkları da mümkün olduğu kadar uzun vadeli finansman kaynaklarıyla finanse etmektir (Akgüç, 2010: 525, 526).

Firmaların asıl amaçlarının bu olmasının yanı sıra, bir firmada kısa vadeli yabancı kaynakların, toplam kaynaklar içerisindeki yerini belirleyen başlıca etmenler şöyle sıralanabilmektedir (Akgüç, 2010: 526):

- **Firmanın varlıklarının yapısı:** Bir firmanın varlıkları arasında dönen varlıklar fazla yer tutuyorsa, bu varlıkları kısa vadeli yabancı kaynaklarla, duran varlıklar önemli bir yer tutuyorsa bu varlıkları da daha çok uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmek gerekmektedir.
- **Mevsimlik ve devresel değişimler hakkında tahminler:** Ekonominin hareketli olduğu dönemlerde, firmalar riskten kurtulmak için kısa vadeli yabancı kaynak bulundurmak isterlerken, durgunluk dönemlerinde kısa vadeli yabancı kaynaklar firma için ödeme güçlüğü yaratmaktadır.
- **Kısa süreli kaynakların maliyeti:** Firmalar kısa vadeli yabancı kaynaklara başvurmadan önce bu kaynakların maliyetiyle, alternatif finansman kaynaklarının maliyetini karşılaştırdıktan sonra karar vermek durumundadırlar.

- **Faiz oranlarında değişmeye ilişkin beklentiler:** Ekonominin genel durumu göz önünde bulundurulduğunda, faiz oranlarının artması bekleniyorsa, firmalar daha az kısa vadeli yabancı kaynak finansmanına yönelmektedirler.
- **Likidite ile ilgili risk:** Firmalarda kısa vadeli yabancı kaynakların fazla olması, likidite yönünden risk meydana getirdiği için genellikle riskli seven yöneticiler tarafından tercih edilmektedir.
- **Kısa vadeli yabancı kaynakları konsolide etme ve erteleme olanağı:** Vadesi gelen kısa vadeli borcunu, uzun vadeli borç haline dönüştürme olanağına sahip olan firmalar yüksek miktarlarda kısa vadeli yabancı kaynak kullanmaktadırlar.
- **Ekonominin içinde bulunduğu koşullar:** Enflasyon dönemlerinde artan çalışma sermayesi ihtiyacının yanı sıra uzun vadeli fon sunumundaki daralmalar, firmaları kısa vadeli yabancı kaynak kullanımına yöneltmektedir.
- **Kurumsal yapı ve firmanın hukuki şekli:** Özellikle riskli bir finansman kaynağı olan kısa vadeli yabancı kaynaklarla finansman, alternatif finansman kaynağından yoksun olan firmalar tarafından mecburen tercih edilebilmektedir.

Özetle firmaya, genel ekonomik yapıya ve çalışma koşullarına ait faktörler kısa vadeli yabancı kaynakların büyüklüğünün belirlenmesinde etkili olmaktadır, firmaların genellikle kısa vadeli olarak başvurdukları kaynaklar arasında satıcı kredileri, banka kredileri, finansman bonoları sayılmaktadır (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 325).

Kısa vadeli yabancı kaynaklar arasında firmalar kendileri için uygun olan finansman kaynağını seçerken de bir takım faktörleri göz önünde bulundurmaktadırlar. Bu faktörler, kaynağın sağlanabilme olanağı, kaynağın maliyeti, doğurduğu likidite riski, gerektiğinde yenilenebilme olanağı, firmanın fon



ihtiyacına göre ayarlanabilme esnekliği, firmanın yönetiminde ve faaliyetin yürütülmesinde bağımsızlığını sınırlayıp sınırlamadığı şeklinde sıralanmaktadır. Firma açısından önemli olan ise, tek bir finansman kaynağına bağlı kalmak yerine çeşitli kaynaklar arasında optimum bileşime ulaşmayı başarmaktır (Akgüç, 2010: 595).

### 2.3. İşletmelerde Karlılığı Etkileyen Faktörler

Mal ve hizmet üretmek üzere faaliyette bulunan (Doğru, 2010: 2) ve iki temel amaç üzerine kurulan iktisadi birimler işletme olarak adlandırılmaktadır. Bu tanım çerçevesindeki iki temel amacı, stratejik ve finansal amaçlar olmak üzere iki başlık altında ele almak mümkündür. Stratejik amaçlar, genel olarak firmaların uzun vadede gerçekleştirmeyi hedeflediği sonuçları ifade ederken, aynı zamanda geleceğe yönelik uygulamalarını şekillendirip yönlendirmektedir (Akgemci, 2013: 33-36). Buna göre bazı stratejik alanlar ve bu alanlara ilişkin stratejik amaçlar tablodaki gibidir.

**Tablo – 2. 1: Bazı Stratejik Alanlar ve Bu Alanlara İlişkin Stratejik Amaçlar**

<b>Stratejik Alanlar</b>	<b>Stratejik Amaçlar</b>
<b>Pazarlama</b>	Ürün kalitesini geliştirmek suretiyle her bir üretim hattında ve stratejik iş biriminde pazar payını artırmak.
<b>Verimlilik</b>	Temel üretim süreçlerinde veya stratejik iş biriminde üretim maliyetini azaltmak ve/veya faydayı artırmak.
<b>Finansal Kaynaklar</b>	Güçlü olan finansal yapıyı muhafaza etmek.
<b>Beşeri Kaynaklar</b>	Çalışanlar arasında verimliliği artırmak için güvenli, teşvik eden ve etkili bir çalışma ortamı geliştirmek.
<b>Fiziki Kaynaklar</b>	Yukarıdaki amaçlara katkıda bulunmayan iş veya ürünleri tecrit etmek.
<b>Yenilik</b>	Yeni ürünler sunmada lider olmak.
<b>Sosyal Sorumluluk</b>	Kendi amaçlarını gerçekleştirirken ahlaki değerlere sadık kalmak, kaynakları aynı zamanda içinde yaşadığı toplumu geliştirmede kullanmak.
<b>Karlılık</b>	Öz sermayenin geri dönme oranını yıllık %20’de tutmak.

Kaynak: Dinçer, 2003: 100.

İşletmelerin ikinci temel amacı olan finansal amaçları ise, firma faaliyetlerinin verimli olması ve bu verimliliğin artırılması ile ilgilidir (Akgemci, 2013: 33). Bir firmanın büyümesi, sürekliliği ve karlılığı finansal amaçlar çerçevesinde ulaşmak istediği hedefler arasında yer almaktadır. Bu amaçlar arasında en önemlisi olan kar

elde etmek, firmanın faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi için yaptığı toplam giderlerin elde edilen toplam gelirlere düşülmesiyle elde edilen net fazlalık olarak tanımlanmaktadır. İşletmelerde uzun dönemde elde edilen karın, firmanın büyümesini ve rekabet gücünü koruyabilecek yatırımları finanse edebilmesini sağlayacak düzeyde olması gerekmektedir (Doğru, 2010: 5-6). Bir firmada, kâr ile ilgili planlama yapılırken başarılı olunması için karı etkileyen unsurların ayrı ayrı dikkate alınarak arasındaki ilişkilerin en iyi şekilde ortaya konulması gerekmektedir. Karı etkileyen unsurlar (Sevgener ve Hacırüstemoğlu, 2000: 103)

- Mal veya hizmetin satış fiyatı,
- Satış hacmi,
- Mamul satış karışımı,
- Mal veya hizmetin birim değişken maliyeti,
- Sabit maliyetler toplamıdır.

Bu bağlamda kâr, firmanın başarısının ölçülmesi, değerlendirilmesi ve yaşamının sürekli kılınması açısından büyük bir öneme sahiptir (Doğru, 2010: 6)

#### **2.4. Risk ve Karlılık Açısından Çalışma Sermayesi Yönetimi**

Çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği için risk ve getiri arasındaki dengenin sağlanması önem arz etmektedir. Buradaki risk kavramı bir çeşit başarısızlık olarak tanımlanmaktadır. Yani firmanın vadesi gelen borçlarını, faturalarını ödeyememesi gibi durumlar firmanın riskini oluşturur. Getiri kavramı, firmanın karlılığı olarak düşünülmektedir. Risk ve karlılık açısından dönen varlıklarla ilgili yatırım ve finansman kararlarının uygun bir şekilde verilmesi gerekmektedir (Özdemir, 1999: 128).

### 2.4.1. Dönen Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları

Bir firmanın toplam varlıkları, dönen varlıklar ya da diğer bir deyişle çalışma sermayesi ile duran varlıklar toplamından oluşmaktadır. Duran varlıkların düzeyi firmaların büyüklüğü ve kullanılan üretim teknolojisine bağlıken, dönen varlıkların düzeyi satış hacmi ve nakit dönüş süresine göre belirlenmektedir (Gürsoy, 2012: 350).

Bir firmanın elinde bulunduracağı dönen varlıklar hakkında belirli bir politika izlemesi gerekmektedir. Eğer firma gereğinden fazla dönen varlık bulundurmaktaysa, bu onun zamanı geldiğinde faturaları ödemek için fazla paraya ve satışla ilgili siparişleri karşılamak için de fazla stoka sahip olması gerektiği anlamına gelmektedir. Ancak bu durumda firmanın karlılığı hem satışlar hem de maliyetler açısından etkilenecektir (Özdemir, 1999: 129). Çünkü dönen varlıklara yapılan aşırı yatırımın bir fırsat maliyeti vardır. Diğer yandan bu fazla yatırım, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme olasılığını artırmaktadır. Ancak dönen varlıklara yapılan gereğinden fazla yatırım firma karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir (Ceylan, 2003: 249).

Yukarıda belirtilenlerin bir başka ifadesi ise “dönen varlıklar / toplam varlıklar” oranı ile açıklanabilmektedir. Çünkü bu oran, bir firmanın karlılığını ve riskini belirlemede önemli bir rol oynamaktadır. Bu oranın artması firmanın likidite riskini azaltmakta ancak karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu oranın azalması gibi ters bir durumda ise, tam tersi sonuçlar ortaya çıkmakta yani firmanın riski artarken, karlılığı da artmaktadır. Çünkü firmanın üretim ve satış hacmi duran varlıkların büyüklüğüne bağlı olduğu için, duran varlıkların karlılık üzerindeki etkisi dönen varlıklara göre daha fazla olmaktadır (Gürsoy, 2012: 350).

### 2.4.2. Dönen Varlıklarla İlgili Finansman Kararları

İşletmeler, hem kısa vadeli yabancı kaynaklardan hem de uzun vadeli yabancı kaynaklardan borçlanarak finansman sağlamaktadırlar. Burada önemli olan her iki finansman kaynağı arasındaki dengeyi sağlamaya çalışmaktır. Çünkü bir firma dönen varlıklara ve duran varlıklara yapacağı yatırımlara karar vereceği durumda, kısa

vadeli borçlarla uzun vadeli borçlar arasında karar vermek durumunda kalmakta ve verilen karar sonucunda da o firmanın risk ve karlılık durumu etkilenmektedir (Özdemir, 1999: 131).

Dönen varlıkların önemli bir kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi ya da diğer bir deyişle net çalışma sermayesinin düşük olması firma karlılığını artırıcı bir politika olmakla birlikte aynı zamanda, firmanın riskini de artırmaktadır. Genellikle kısa vadeli faiz oranları, uzun vadeli faiz oranlarından düşük olduğu için, finansal yöneticiler karlılığı artırmak amacıyla, kısa vadeli yabancı kaynaklara daha fazla yönelme eğiliminde olabilmektedirler. Ancak, kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını arttırdıkça, firma likidite sıkıntısına düşebilmekte ve bazı durumlarda borçlarını vadesinde ödeyemeyebilmektedir. Dolayısıyla, risk ve karlılık arasında doğru orantılı bir ilişki varken, likidite ile karlılık arasında ters yönde bir ilişki söz konusudur (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2009: 35).

Diğer bir ifadeyle “kısa vadeli borçlar / devamlı sermaye” oranının risk ve karlılık üzerinde etkileri vardır. Bu oranın yüksek olması yani kısa vadeli yabancı kaynakların fazla olması, firmanın hem likidite riskinin fazla olduğunu hem de karlılığının fazla olduğunu göstermektedir (Gürsoy, 2012: 350). Bu oranın düşük olduğu haddinden fazla uzun vadeli yabancı kaynak ve özkaynak kullanımı durumunda ise, firma düşük riskli bir politika izlemekte buna karşılık karlılığı da düşük olmaktadır (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2009: 35).

## **2.5. Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejileri**

Özellikle mevsimlik hareketler veya yönetimin izlediği politikalar sonucu çalışma sermayesi ihtiyacı hemen hemen her firmada dalgalanma göstermektedir. Ancak hiçbir zaman belirli bir seviyenin altına düşmemektedir. Bu durum devamlı ve geçici çalışma sermayesi kavramını ortaya çıkarmaktadır. İşletme varlığını tehlikeye atmadan bu asgari seviyenin altına inmemektedir. Finansal yönetimde finansal kaynakların vadesi ile bu kaynakların hangi varlıklara yatırıldığı konusu arasında

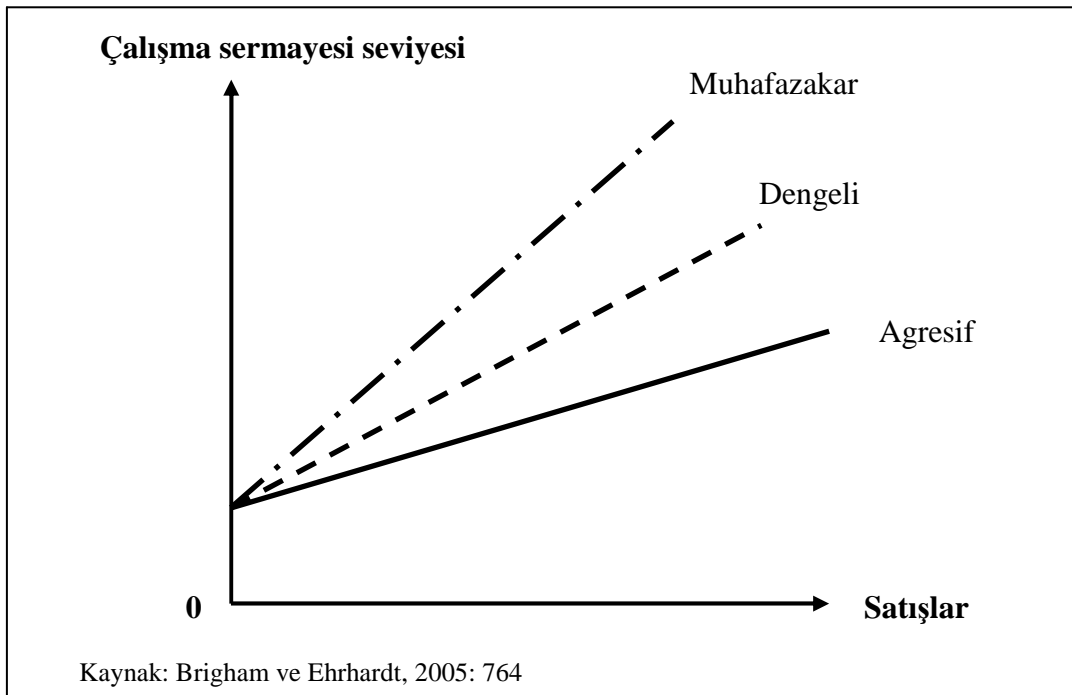
uyum olması bir kural olarak kabul edilmektedir. Buna göre (Apak ve Demirel, 2013: 216);

Kısa vadeli kaynaklar	→	Kısa vadeli yatırımlara	} <b>Böyle olmazsa çeşitli zorluklar çıkar</b>
Uzun vadeli kaynaklar	→	Uzun vadeli yatırımlara	

İşte çalışma sermayesi tutarının geçici ve devamlı olarak ayrılışı ile finansal yönetimdeki bu kural dolayısıyla, çalışma sermayesi finansmanında çeşitli alternatifler ortaya çıkmaktadır (Apak ve Demirel, 2013: 216). Bu alternatifler nedeniyle oluşan en büyük sorunlardan birisi ise, karşılaşılan bu alternatiflerle ilgili hangi finansman politikasının uygulanacağı konusunda bir karara varmaktır (Akgüç, 2010: 216-217). Bu finansman politikaları temelde 3 tanedir:

- Muhafazakar (İhtiyatlı) finanslama stratejisi,
- Dengeli (İlımlı) finanslama stratejisi,
- Atılgan (Agresif) finanslama stratejisi.

**Şekil – 2. 1: İşletme Sermayesi Yatırım Düzeyi İle İlgili Farklı Politikalar**

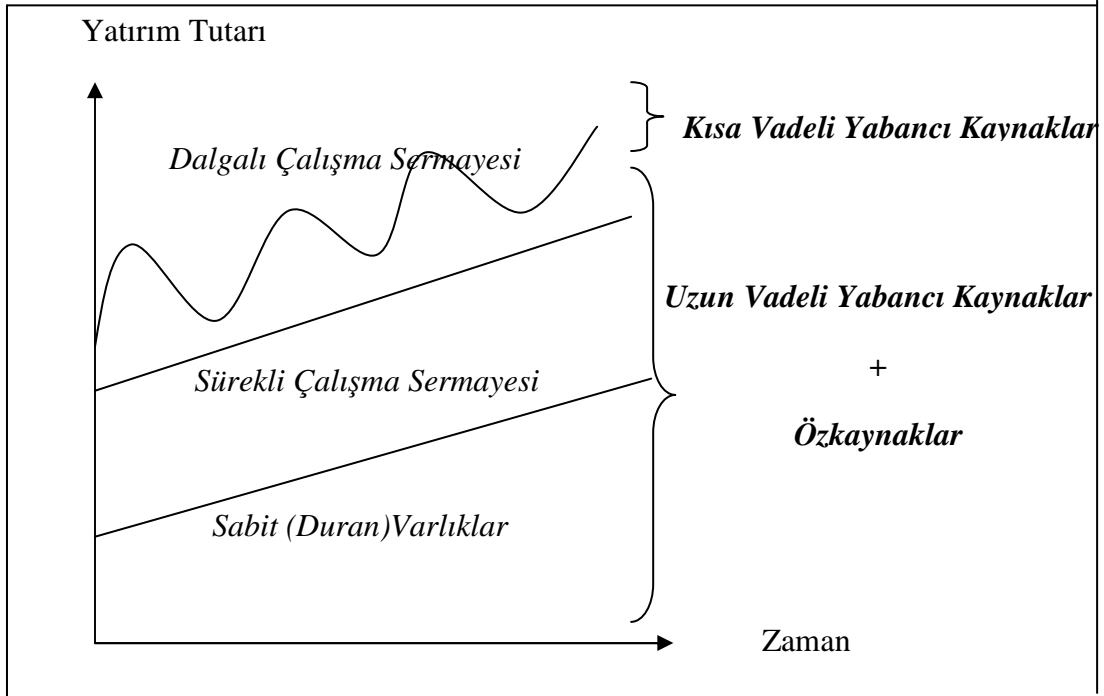


Şekilde eğimin en dik konumda olduğu durum muhafazakar politikayı göstermektedir. Burada çalışma sermayesi miktarı en fazla düzeydedir, yani nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetler oldukça fazladır. Satışları artırmak için müşterilere kredili satış politikası uygulandığından alacaklar da yüksek tutardadır. Ancak buna karşılık, agresif politikada çalışma sermayesi tutarı minimum seviyededir. Dengeli politika ise, her iki politikanın arasında kalmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 30). Konuyu daha iyi anlamak için her bir politikayı ayrı ayrı inceleyelim.

### 2.5.1. Muhafazakar (İhtiyatlı) Finanslama Stratejisi

Muhafazakarlığın en üst seviyede olduğu bu stratejide, planlanan bütün fonların neredeyse tamamı uzun vadeli yabancı kaynaklarla ya da özkaynaklarla karşılanırken, sadece beklenmedik fon ihtiyaçlarıyla karşılaşıldığı zaman kısa vadeli yabancı kaynaklara başvurulmaktadır (Okka, 2012: 588, 589). Yani bu politikayı tercih eden firmalar, hemen hemen tüm çalışma sermayesi yatırımlarını uzun vadeli yabancı kaynaklarla ya da özkaynaklarla finanse etmektedirler (Sarıaslan ve Erol, 2008: 362).

Şekil – 2. 2: Muhafazakar (İhtiyatlı) Finanslama Stratejisi



Kaynak: Ehrhardt ve Brigham, 2006: 542

Şekil – 2. 2’de de görüldüğü gibi firma sabit varlıklarının tamamıyla, çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısmının tamamını ve çalışma sermayesinin dalgalanma gösteren kısmının da büyük bir kısmını uzun vadeli yabancı kaynaklarla ve özkaynaklarla finanse etmektedir. Buna karşılık beklenmedik durumlarda fon ihtiyacının karşılanması için çok az miktarda kısa vadeli yabancı kaynak bulundurmaktadır. Ama aynı zamanda mevsimsel ihtiyaçlarının bir bölümünü karşılamak için de pazarlanabilir menkul kıymetlerle ‘likidite saklama’ yolunu tercih etmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2005: 766).

Muhafazakar finanslama stratejisini uygulamanın başlıca sebebi, firmaların riske karşı duyarlı olmaları ve riskten kaçınmak istemeleridir. Ayrıca ekonomik durgunluk ya da daralma olduğu dönemlerde bu strateji firmaları koruma altına almakta ve firmalar finansal krizlerden çok fazla etkilenmemektedirler (Okka, 2012: 589). Çünkü büyük ölçüde uzun vadeli yabancı kaynak kullanımında, fonların geri ödenme süreleri önceden bilindiğinden, firmalar ödeme için önceden hazırlık yapabilmektedirler. Böylece de vadeye göre borçların ödenmesi kolaylaşmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 34).

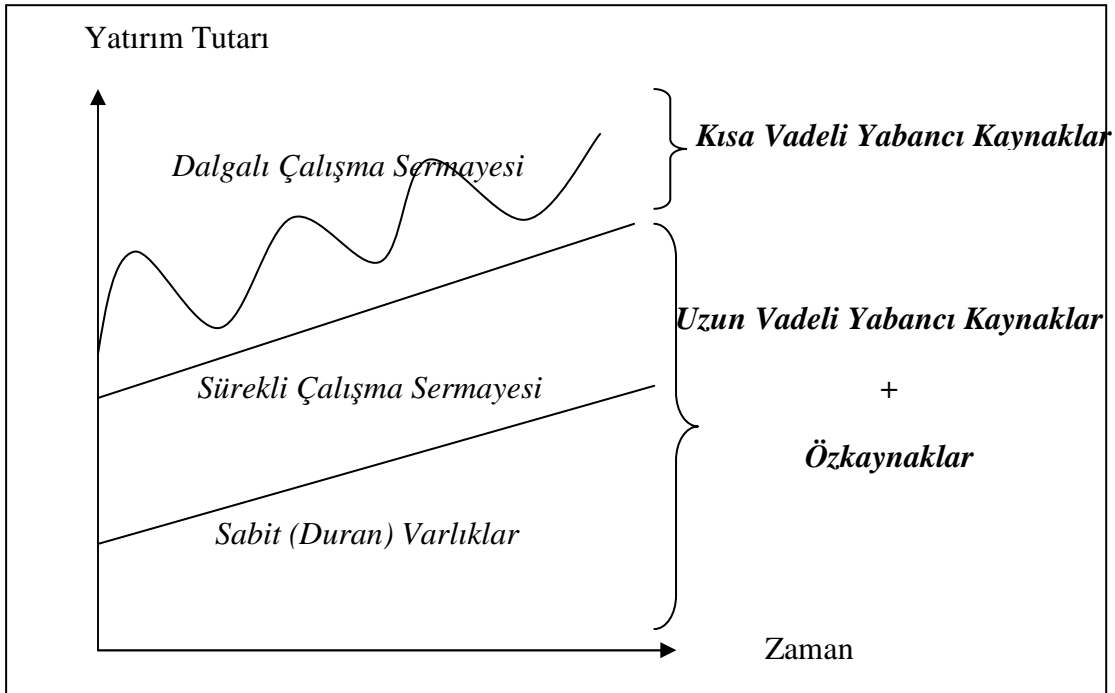
Riskin az olmasının yanında, bu stratejide uzun vadeli yabancı kaynak kullanımından dolayı sermaye maliyeti yüksektir (Okka, 2012: 589). Çünkü genellikle uzun vadeli faiz oranları, kısa vadeli faiz oranlarına göre daha yüksek olduğu için firmalar daha fazla faiz ödemektedirler (Watson ve Head, 2006: 72). Özetle, geleneksel finansman kuralına en uygun strateji olarak kabul edilen muhafazakar finanslama stratejisi riskin ve karlılığın en az, maliyetlerin ise en yüksek olduğu stratejidir (Apak ve Demirel, 2013: 216).

### **2.5.2. Dengeli (İlmlı) Finanslama Stratejisi**

Daha önce de belirtildiği gibi, finansta hakim olan temel görüş, kısa vadeli yatırımların kısa vadeli kaynaklarla, uzun vadeli yatırımların ise uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesiydi. Bu yüzden de firmalar, varlıklarının ve borçlarının vade yapılarını tam olarak eşleştirme çabası içine girebilmektedirler. Örneğin; 30 günde satılması beklenen stokların 30 günlük banka kredisiyle finanse edilebilmesi

ya da 5 yıl ekonomik ömrü olacağı tahmin edilen bir makinenin 5 yıllık bir kredi ile finanse edilebilmesi gibi. Pratikte firmalar her bir varlığı, o varlığın ekonomik ömrüne eşit olan vadeye sahip bir sermaye türü ile finanse edemeseler de çoğu akademik çalışmada da desteklenen görüş bu şekildedir (Brigham ve Ehrhardt, 2005: 764). Bu görüşü destekleyen dengeli strateji, hem muhafazakar politikadaki kadar yüksek maliyetli değil hem de agresif politikadaki kadar yüksek riskli değildir.

**Şekil – 2. 3: Dengeli (İlmli) Finanslama Stratejisi**



Kaynak: Emery ve diğerleri, 1998: 584

Şekil – 2. 3’de de görüldüğü gibi bu stratejide, duran varlıklar ile sürekli çalışma sermayesi uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklarla finanse edilirken, çalışma sermayesinin dalgalı kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklarıyla finanse edilmektedir (Emery ve diğerleri, 1998: 583).

Vade eşleşme yaklaşımı olarak da adlandırılan bu strateji, finasta hakim olan temel görüşe uygun olduğu için burada amaç varlıkların ne gereğinden uzun, ne de gereğinden kısa süreli olarak finanse edilmesidir. Çünkü varlıkların gereğinden uzun süreli finansmanını düzenlemek bir takım maliyetlere katlanmayı gerektireceği gibi, gereğinden kısa süreli finansmanını düzenlemek de faiz ve komisyon giderleri gibi bir takım maliyetlere katlanmayı gerektirebilmektedir. Ayrıca, ekonominin durağan



olduğu dönemlerde dalgalanan faiz oranları yüzünden bu finansman şekli daha da maliyetli hale gelebilmektedir (Özdemir, 1999: 142).

Sonuçta kaynakların sağlandığı süre ile kullanılan varlıkların paraya çevrilme zamanlarının uyumlu olması kuralına dikkat eden dengeli strateji (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 31), risk ve karlılık bakımından orta yol olarak kabul edilmektedir (Apak ve Demirel, 2013: 217).

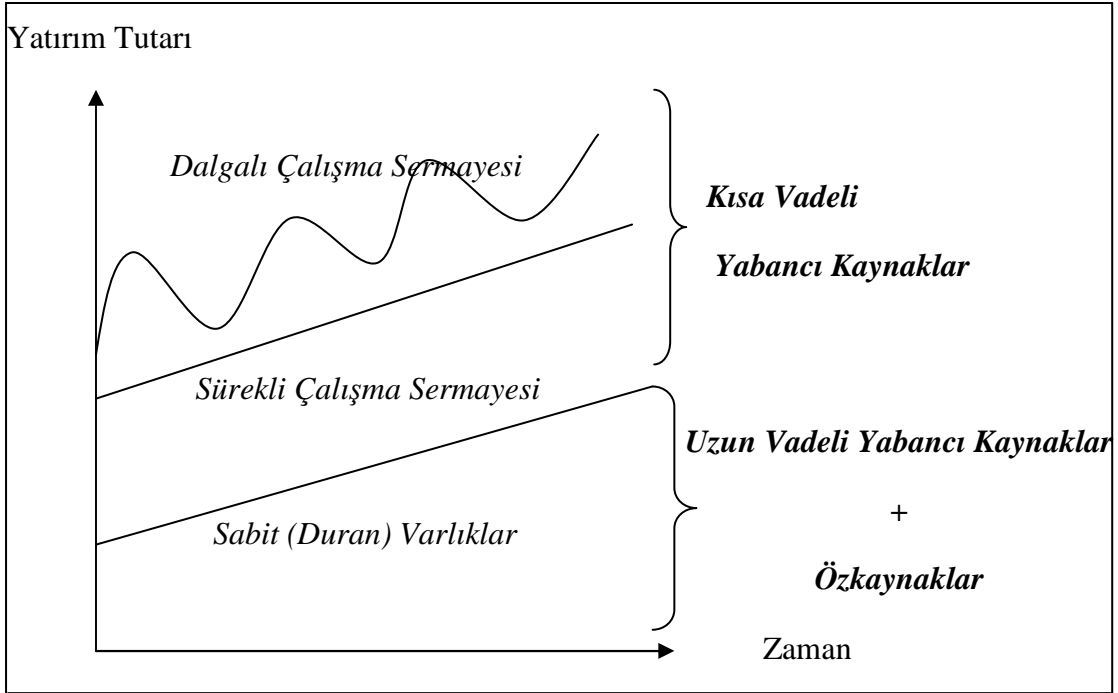
### **2.5.3. Atılgan (Agresif) Finanslama Stratejisi**

Firmaların önemle üzerinde durduğu konu maliyetleri minimize etmektir. Agresif finanslama stratejisinin de firmaya maliyeti kısa ve uzun vadeli faiz oranlarına bağlı olmaktadır. Genel kurala göre ise kısa vadeli faiz oranları, uzun vadeli faiz oranlarından daha düşüktür (Block ve Hirt, 2005: 156). Yani firmalar ne kadar çok kısa vadeli borç kullanırlarsa, toplam finanslama maliyeti o kadar az olmaktadır (Gürsoy, 2012: 355).

Ancak maliyetlerin düşük olmasının yanı sıra firmaların kısa vadeli finansman kaynaklarını tercih etmeleri riski artırmaktadır. Bu risk de firmayı zor durumda bırakabilmektedir (Okka, 2006: 87). Çünkü bu stratejide net çalışma sermayesi miktarı diğer stratejilere göre daha düşük olduğundan, atılgan finanslama stratejisini uygulayan firmalar iki önemli riskle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bunlardan ilki vadesi gelen kısa vadeli borçları ödeyememe riski, diğeri ise varlık hacminin öngörülenin üzerine çıkması halinde yeni kaynak bulamama riskidir. Sonuçta her firmanın belli bir kredibilitesi vardır ve bu da sonuna kadar kullanılmış ya da aşılışısa yeni borç bulmak oldukça zor hale gelecektir (Gürsoy, 2012: 355).

Bir örnekle açıklanacak olursa, farz edelim ki bir yıl vade ile borçlanan bir şirket, elde edilen fonları da bir fabrika inşa edip, ekipmanlar almak için kullanmaktadır. Ancak fabrikanın nakit akımları (net kar + amortismanlar) kredinin bir yıl içinde ödenmesi için yeterli olmamakta ve bu durumda krediyi yenilemek gibi bir durumunla karşı karşıya kalmaktadır. Eğer bir nedenden dolayı da kredi yenilenemezse firma zor duruma düşmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2005: 764).

**Şekil – 2. 4: Atılgan (Agresif) Finanslama Stratejisi**



Kaynak: Michalski, 2008: 132

Şekil – 2. 4’de de görüldüğü gibi bu stratejide, duran varlıklar uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklarla finanse edilirken, çalışma sermayesinin sürekli ve dalgali kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklarıyla finanse edilmektedir (Gallagher ve Andrew, 1996: 416).

Her ne kadar maliyetlerin düşük olması, bu stratejiyi uygulamayı cazip hale getirirse de temelde bu politikada başkasının parası ile finansman yönetimi tercih edildiğinden firmanın riski yükselmektedir. Ancak risk yükselirken karlılık da beraberinde artış göstermektedir. Dolayısıyla bu strateji normal ekonomik dönemlerde firmanın karlılığını ve büyümesini artırırken, ekonominin durağan ya da dalgali olduğu dönemlerde ise riskin yükselmesi sebebiyle firmaları hızlı bir şekilde finansal kriz ortamına sürükleyebilmektedir. Burada önemli olan firmanın koruyucu likidite kapasitesine, yani kısa sürede ihtiyaç duyduğu finansman tedarikini sağlama imkanına sahip olmasıdır. Çünkü ihtiyaç duyulan finansman kaynağı sağlanamadığı zaman içinden çıkılması zor olan finansal darboğazların başlaması kaçınılmaz olmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 362-363).

## 2.6. Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Üzerine Etkileri

Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynaklara göre değişiklik göstermesi, bu kaynakların farklı likidite derecelerine sahip olmalarındandır. Likidite derecelerine bağlı olarak da bu tür kaynakların maliyetleri, riskleri ve karlılıkları farklılık göstermektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 36,37). Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin kullanılan borcun vade yapısına göre karlılık üzerindeki etkilerini daha açık görmek için bir örnekten yararlanalım.

Bir firmanın toplam varlıkları 1.200.000 TL olup, bunun 800.000 TL'si sabit varlıklara, 400 TL'si de çalışma sermayesi unsurlarına aittir. Firmanın kullanacağı vadeli borçların miktarları her strateji için teoriye uygun olarak belirlenmiş ve tabloda gösterilmiştir. Buna göre tüm stratejiler için finanslamanın etkilerini tablo üzerinden inceleyelim.

**Tablo – 2. 2: Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Oranlarla Mukayesesi (Bin TL)**

	Atılğan Strateji	Muhafazakar Strateji	Dengeli Strateji
Dalgalı Çalışma Sermayesi	100	100	100
Sürekli Çalışma Sermayesi	300	300	300
Sabit Varlıklar	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>
Toplam Varlıklar	1.200	1.200	1.200
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	800	160	250
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	200	840	750
Özkaynaklar	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>200</u>
Toplam Kaynaklar	1.200	1.200	1.200
Cari Oran	0,5	2,5	1,6
Net Kar	300	200	250
Özkaynak Karlılığı	1,5	1	1,25
Aktif Karlılığı	0,25	0,17	0,21

Kaynak: Gallagher ve Andrew, 1996: 419.

Yukarıdaki örneğe göre, atılğan stratejide, borcun neredeyse tamamının kısa vadeli olarak kullanıldığı varsayımıyla hareket edilmiş, sadece az miktarda uzun vadeli yabancı kaynak ve özkaynak olduğu görülmüştür. Firmanın dönen varlıklarını oluşturan dalgalı çalışma sermayesi ve sürekli çalışma sermayesi tutarlarının toplamı  $100 + 300 = 400$  milyon TL'dir. Buna göre “cari oran = dönen varlıklar / kısa vadeli yabancı kaynaklar” oranından  $400 / 800 = 0,5$  olarak, “özkaynak karlılık oranı = net kar / özkaynaklar” oranından  $300 / 200 = 1,25$  olarak ve “aktif karlılık oranı = net kar / toplam aktifler” oranından  $300 / 1.200 = 0,25$  olarak hesaplanmıştır.

Muhafazakar stratejide, atılğan stratejinin tersine borcun büyük bir kısmının uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklardan oluştuğu, çok az miktarda kısa vadeli yabancı kaynak kullanıldığı varsayımıyla hareket edilmiştir. Buna göre hesaplanan cari oran  $400 / 160 = 2,5$ , özkaynak karlılık oranı  $200 / 200 = 1$  ve aktif karlılık oranı  $200 / 1.200 = 0,17$ 'dir.

Dengeli stratejide ise kısa vadeli yabancı kaynak ve devamlı sermaye tutarları, atılğan ve muhafazakar stratejideki tutarların arasında kalacak şekilde alınmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucu cari oran  $400 / 250 = 1,6$  olarak, özkaynak karlılık oranı  $250 / 200 = 0,21$  olarak ve aktif karlılık oranı  $250 / 1.200 = 0,21$  olarak bulunmuştur.

Tüm bunların neticesinde tablodan da görüldüğü gibi cari oran seviyesinin 1'in altında kaldığı atılğan strateji, daha çok kısa vadeli borç kullanımından dolayı özkaynak ve aktif karlılığı en yüksek olan stratejidir. Buna karşılık cari oranın 2'nin üzerinde olduğu görülen muhafazakar strateji, uzun vadeli borçların maliyetinin yüksek olmasından dolayı özkaynak ve aktif karlılığına göre karlılık seviyesi en düşük olan stratejidir. Dengeli stratejide ise cari oran seviyesi 1 ile 2 arasında kalmakta ve ne muhafazakar stratejideki kadar düşük karlı ne de atılğan stratejideki kadar yüksek karlı bir durum söz konusu olmaktadır.

Sonuç olarak, aynı satış düzeyindeki tek bir firma için bile farklı çalışma sermayesi ihtiyacı ortaya çıkmakta ve bu bağlamda finans yöneticisinin görevi de firma değerini maksimize eden stratejiyi belirlemek ve uygulamak olmaktadır

(Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2009: 35). Ancak finans yöneticisi hangi stratejiyi uygulayacağına karar verirken, kredi bulma olanakları, satın alma ve satış uygulamaları, stok politikası ve stok devir hızı, üretim süresi, üretim kapasitesi ve birim üretim maliyeti, firmanın türü ve piyasadaki rekabet düzeyi gibi bazı faktörleri göz önünde bulundurmalıdır. Bazı firmalarda, çalışma sermayesi kararları değer yaratmayan kararlar olarak görüldüğü için fazla önemsenmeyebilmektedir. Ancak çalışma sermayesinin yeterli düzeyde olmaması firmaların satış kaybına ve dolayısıyla itibar kaybına neden olduğu gibi, izlenen stratejiye bağlı olarak da firmanın karlılığı üzerinde mutlak bir etkiye sahiptir (Sarıaslan ve Erol, 2008: 363-365).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ VE BİR ARAŞTIRMA

#### 3.1. Araştırmanın Amacı

İşletmelerin birçok amacı olmasının yanı sıra, günümüz şartlarındaki en önemli amaçlarından birisi kar elde etmek ve bu karlılığı sürdürmektir. Ancak karlılığı etkileyen birçok faktör olduğu da firma yöneticileri tarafından göz önünde bulundurulmalıdır. Daha önce de belirtildiği gibi çalışma sermayesi kavramı, firmanın kısa sürede paraya çevrilebilen ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade etmektedir. Çalışma sermayesi yönetiminde ise dikkat edilecek hususlar, çalışma sermayesi miktarı ve çalışma sermayesi kalemlerinin finansmanıdır. Çünkü çalışma sermayesi miktarının tespiti, firmaların borçlarının vade yapılarına dayalı olmakta ve bu vade yapılarına göre de firmalar karlılık ve risk dengesini belirleyen çeşitli finanslama stratejileri benimsemektedirler.

Buradan hareketle çalışmada, toplanan verilerin yardımıyla çalışma sermayesi finanslama stratejileri ile firma karlılığı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amaçlanmıştır.

#### 3.2. Araştırmanın Veri Seti

Çalışmada, doküman sanayinde faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB'ye kayıtlı olan firmaların karlılığı ve çalışma sermayesi finanslama stratejileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada kullanılan veriler, 2003 – 2012 yılları arasında İMKB'de işlem görüp, doküman sanayinde faaliyet gösteren firmaların yıllık verileridir. 30.06.2013 tarihi itibarıyla İMKB'ye kayıtlı doküman sanayindeki firma sayısı 23 olup, bazı dönemlerde kayıt dışı kalan firmalar çıkarıldığında 10 yıl boyunca kesintisiz olarak işlem görüp uygulamada yer alan firma sayısı 16 olmuştur. Bu firmalar şöyle sıralanmaktadır:

**Tablo – 3. 1: Uygulamada Kullanılan Firmalar**

Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı
1	ALTIN	ALTINYILDIZ
2	BERDN	BERDAN TEKSTİL
3	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT
4	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL
5	BOSSA	BOSSA
6	DERİM	DERİMOD
7	DESA	DESA DERİ
8	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM
9	KRTEK	KARSU TEKSTİL
10	KORDS	KORDSA GLOBAL
11	LUKSK	LÜKS KADİFE
12	MNDRS	MENDERES
13	MEMSA	MENSA
14	SKTAS	SÖKTAŞ
15	YATAS	YATAŞ
16	YUNSA	YÜNSA

Kaynak: [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)

### 3.3. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmanın analizinde İMKB’de işlem gören dokuma sanayindeki 16 firmanın 2003 – 2012 yılları arasındaki yıllık bilanço ve gelir tablolarından elde edilen oranlardan oluşturulan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin durağan oldukları belirlendikten sonra, değişkenler arasında regresyon ve korelasyon analizleri yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda belirlenen değişkenler arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır.

Çalışmada iki bağımlı, bir bağımsız değişken kullanılmıştır. Kullanılan değişkenler ve uygulamada kolaylık olması için yapılan kısaltmalar şu şekildedir;

- **Bağımlı Değişkenler;**

AKO = Aktif Karlılık Oranı (Net Kar / Toplam Aktif)

ÖKO = Özkaynak Karlılık Oranı (Net Kar / Özkaynaklar)

- **Bağımsız Değişken;**

CO = Cari Oran (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)

Daha önceki bölümlerde belirtildiği gibi her bir finanslama stratejisi için cari oran seviyeleri farklılık göstermekteydi. Buna göre çalışmada da teoriye uygun olarak cari oran seviyelerine göre uygulanan finanslama stratejileri şu şekilde belirlenmiştir;

$CO \geq 2$  ise; muhafazakar finanslama stratejisi

$1 \leq CO < 2$  ise; dengeli finanslama stratejisi

$CO < 1$  ise; atılgen finanslama stratejisi

Dokuma sanayinde faaliyet gösteren firmaların yıllık mali tabloları kullanılarak hesaplanan cari oranlar, yukarıdaki seviyelere göre ayrıldıktan sonra her bir seviye için ayrı ayrı analiz yapılmıştır.



### 3.5. Dokuma Sanayinde Uygulama

İstatistiksel testlerin en başında değişkenler için durağanlık testi gelmektedir. Bir zaman serisinin durağan olup olmadığı, araştırmacılar için cevaplaması gereken önemli bir sorundur. Çünkü analizler sırasında durağan olmayan serilerin denkleme konması gerçekte var olmayan ilişkilerin varmış gibi görünmesine neden olabilmektedir (Atakan, 2009: 55).

Zaman serisinin durağanlığı Dickey-Fuller birim kök testi ile incelenebilmektedir. DF birim kök testi en yaygın kullanılan durağanlık testidir. Bu test ile ilgili serinin birim kök içerip içermediğine bakılmakta ve eğer serinin durağan olmadığı (birim kök içerdiği) belirlenirse, bu serinin nasıl durağan hale getirileceği araştırılmaktadır (Sarıkaya, 2007: 56).

Birim kök testi ile durağanlık sınaması yapılırken aşağıdaki hipotezler test edilmektedir:

$H_0$ : Birim kök var (seri durağan değil)

$H_1$ : Birim kök yok (seri durağan)

Yukarıdaki hipotezler Dickey-Fuller testi ile incelenmektedir. Standart DF testi temel varsayımı hata terimlerinin bağımsız ve aynı dağılıma sahip olmasıdır. Fakat hata terimlerinde bu varsayım her zaman geçerli olmayacağından iki farklı yaklaşımla DF testi söz konusu olmaktadır: Parametrik bir yöntem olan Çoğaltılmış DF Testi (ADF Testi), parametrik olmayan Phillips-Perron Testi. ADF Testinde zaman serisinin gecikmeli değeri otokorelasyonun kaldırılabilmesi için modele eklenmektedir. İlgili test istatistiği değerleri Dickey-Fuller t test istatistiği tablo değeri ile karşılaştırılmakta ve hipotezler test edilerek serinin durağanlığı incelenmektedir.

Bu çalışmaya temel teşkil eden zaman serilerinin (verilerin) analize uygun olup olmadığının belirlenmesi amacıyla, serilerin durağanlığı Eviews programı yardımıyla birim kök testi ile test edilmiştir. Ek – 2 ile Ek – 10 arasındaki tüm sonuçlara bakıldığında, çalışmanın uygulamasına temel teşkil eden tüm verilerin analize

uygunluğunun ön testi olan durağanlık analizi ADF birim kök testi ile test edildiği görülmektedir.

Örneğin Ek – 2’ye göre;  $CO \geq 2$  serisi birim kök sonuçlarında görüldüğü gibi ADF Test istatistiği değeri -5.32466 olarak hesaplanmıştır. Diğer yandan bu istatistiğin karşılaştırılacağı kritik değerler %1 anlamlılık düzeyi için -3,639407, %5 anlamlılık düzeyi için -2.951125 ve %10 anlamlılık düzeyi için -2.6143 olarak gerçekleşmiştir. Hesaplanan ADF istatistik değeri tüm anlamlılık düzeylerinde kritik değerlerden mutlak değerce büyük olmuştur. Böylece, ADF testinin sıfır hipotezi olan ve zaman serisinin birim kök içerdiğini yani durağan olmadığını savunan hipotez,  $CO \geq 2$  değişkeninde olduğu gibi, Ek – 3 ile Ek – 10 arasında görülen tüm değişkenlerde de reddedilmiştir.

Dolayısıyla tüm değişkenlerimizin durağan seriler olduğu ve tahmin için analize tabi olmalarının ön koşulunun sağlandığı söylenebilir. Bu aşamadan sonra verilerin istatistiksel yöntemlerle analizine devam edilebilmektedir. Araştırmanın şimdiki aşamasında uygulanacak olan regresyon analizi uygulamada en çok kullanılan teknikler arasında yer almakla beraber varsayımlarının gerçekleşmesi durumunda anlamlı sonuçlar vermektedir. Regresyon analizinin varsayımları şu şekilde sıralanabilir;

- Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin doğrusal olması,
- Bağımsız değişkenlerin birbirleriyle ilişkili olmaması (çoklu bağlantı),
- Hata terimlerinin normal dağılması,
- Hata terimlerinin varyansının sabit olması,
- Hata terimleri arasında ilişki olmaması.

Çoklu bağlantı varsayımı çoklu doğrusal regresyon modellerinde incelenmesi gereken bir varsayımdır. Bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı olması durumunda modelde belirli sorunlarla karşılaşılabilir. Bu da modelin yorumlanmasına engel olabilmektedir.

Bu çalışmada modelin hipotezleri;

*H<sub>0</sub>: Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin aktif karlılık oranını artırıcı etkisi yoktur.*

*H<sub>0</sub>: Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin özkaynak karlılık oranını artırıcı etkisi yoktur.*

şeklinde kurulmuştur.

Öncelikle değişkenler arasında ilişki olup olmadığını, ilişki var ise bunun yönünü ve gücünü belirlemek için korelasyon analizi yapılmıştır. Eğer bir değişkenin artan değerleri, diğer değişkenin artan değerleri ile doğrusal biçimde ilişkili ise, değişkenler pozitif yönde ilişkilidir. Eğer bir değişkenin artan değerleri, diğer değişkenin azalan değerleri ile doğrusal biçimde ilişkili ise, değişkenler negatif yönde ilişkilidir. Ancak ilişkinin yönü, ilişkinin gücünü etkilemez. Buna göre korelasyon katsayısının gücü ile ilgili tanımlamalar + ve – değerler için şu şekildedir (Akgül ve Çevik, 2003: 356 – 358):

**Tablo – 3. 2: Korelasyon katsayılarının gücü**

0.00 – 0.25	Çok zayıf
0.26 – 0.49	Zayıf
0.50 – 0.69	Orta
0.70 – 0.89	Yüksek
0.90 – 1.00	Çok yüksek

İlk olarak AKO ile ilgili hipotez, daha sonra ise ÖKO ile ilgili olan hipotez incelenecektir.

- **AKO ile ilgili olarak yapılan analiz ve ulaşılan sonuçlar şöyledir;**

İlk olarak çalışma sermayesi finanslama stratejilerinden,  $CO \geq 2$  seviyesindeki değişken ile ifade edilen muhafazakar stratejinin AKO üzerindeki etkisiyle ilgili analiz yapılmıştır.

**Tablo 3 – 3: Korelasyon Analizi AKO ( $CO \geq 2$ )**

		AKO ( $CO \geq 2$ )	$CO \geq 2$
<b>Pearson Correlation</b>	AKO ( $CO \geq 2$ )	1	0,534
	$CO \geq 2$	0,534	1
<b>Sig. (1-tailed)</b>	AKO ( $CO \geq 2$ )	.	0,00
	$CO \geq 2$	0,00	.
<b>N</b>	AKO ( $CO \geq 2$ )	35	35
	$CO \geq 2$	35	35

Yukarıdaki tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında pozitif anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca korelasyon katsayıları genel olarak 0,7'den küçük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntının olmadığına karar verilebilir.

**Tablo 3 – 4: Anova Tablosu AKO ( $CO \geq 2$ )**

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi (df)	Kareler Ortalaması	F	p
Regresyon	0,191	1	0,191	13,13	0,001(a)
Artık	0,481	33	0,015		
Toplam	0,672	34			
a:Bağımsız Değişken: (Sabit), $CO \geq 2$					
b:Bağımlı Değişken: AKO					

Yukarıdaki ANOVA tablosu incelendiğinde F değeri 13,13 ve p değeri 0,001 olduğundan  $H_0$  hipotezinin reddine karar verilir. Buna göre oluşturulan regresyon modeli genelde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani AKO değişkenini CO değişkeni ile tahmin etmek istatistiksel olarak mümkündür.

**Tablo – 3. 5: Katsayılar Tablosu AKO ( $CO \geq 2$ )**

Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standart Katsayılar	t	p	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
(Sabit)	0,006	0,027		0,205	0,838		
CO (Cari Oran)	0,014	0,004	0,534	3,624	0,001	1	1

a: Bağımlı Değişken: AKO

Yukarıdaki tablo incelendiğinde CO değişkeni, AKO değişkenini açıklamada p değerleri 0,05'den küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre regresyon modeli ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$AKO = 0,006 + 0,014 CO$$

Bu modele göre cari oradaki 1 birimlik değişme aktif karlılık oranı değişkeninde 0,014 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani cari oran arttıkça aktif karlılık oranı da artış göstermektedir.

**Tablo – 3. 6: Model Özeti AKO ( $CO \geq 2$ )**

R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Hata	Durbin- Watson
0,534(a)	0,285	0,263	0,120673	2,805

Yukarıdaki tablo incelendiğinde R ve R<sup>2</sup> değerleri modelin açıklayıcılık gücünü göstermektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda CO değişkeninin AKO değişkenini açıklama oranı % 28,5 olarak bulunmuştur. Yani AKO değişkeninin %28,5'i CO değişkeni tarafından açıklanmaktadır.

**Tablo – 3. 7: Eşdoğrusallık AKO ( $CO \geq 2$ )**

Model	Boyut	Özdeğer	Koşul İndeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	$CO \geq 2$
1	1	1,649	1	0,18	0,18
	2	0,351	2,167	0,82	0,82
a Bağımlı Değişken: AKO					

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki tablo incelendiğinde özdeğerler yardımı ile hesaplanan 4,698 (1,649 / 0,351) oranı elde edilmiştir. Bu oran 100 ‘den küçük olduğundan düşük seviyede çoklu bağlantıya işaret etmektedir.

Benzer şekilde koşul indeksi incelendiğinde değerler 30’dan küçük olduğu ve varyans oranları da genel olarak 0,90’dan küçük olduğu için alt limitlere yakın değerler olduğu için çoklu bağlantı problemi olmadığı sonucuna varılmaktadır.

AKO ile ilgili olarak yapılan ikinci analizde,  $1 \leq CO < 2$  seviyesindeki değişken ile ifade edilen dengeli stratejinin AKO üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır.

**Tablo – 3. 8: Korelasyon Analizi AKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

		AKO ( $1 \leq CO < 2$ )	$1 \leq CO < 2$
Pearson Correlation	AKO ( $1 \leq CO < 2$ )	1	0,261
	$1 \leq CO < 2$	0,261	1
Sig. (1-tailed)	AKO ( $1 \leq CO < 2$ )	.	0,006
	$1 \leq CO < 2$	0,006	.
N	AKO ( $1 \leq CO < 2$ )	90	90
	$1 \leq CO < 2$	90	90

Yukarıdaki tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında pozitif ve anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca korelasyon katsayıları genel olarak 0,7'den küçük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntının olmadığına karar verilebilir.

**Tablo – 3. 9: Anova Tablosu AKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi (df)	Kareler Ortalaması	F	P
Regresyon	0,022	1	0,022	6,453	0,013(a)
Artık	0,304	88	0,003		
Toplam	0,326	89			
a:Bağımsız Değişken: (Sabit), $1 \leq CO < 2$					
b:Bağımlı Değişken: AKO					

Yukarıdaki ANOVA tablosu incelendiğinde F değeri 6,453 ve p değeri 0,013 olduğundan  $H_0$  hipotezinin reddine karar verilir. Buna göre oluşturulan regresyon modeli genelde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani AKO değişkenini  $1 \leq CO < 2$  değişkeni ile tahmin etmek istatistiksel olarak mümkündür.

**Tablo – 3. 10: Katsayılar Tablosu AKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standart Katsayılar	t	p	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
(Sabit)	-0,079	0,034		-2,296	0,024		
$1 \leq CO < 2$	0,061	0,024	0,261	2,540	0,013	1	1
a: Bağımlı Değişken: AKO							

Yukarıdaki tablo incelendiğinde CO değişkeni, AKO değişkenini açıklamada p değerleri 0,05'den küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre regresyon modeli ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$AKO = -0,079 + 0,061CO$$

Bu modele göre cari oradaki 1 birimlik değişme aktif karlılık oranı değişkeninde 0,061 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani cari oran arttıkça aktif karlılık oranı da artış göstermektedir.

**Tablo – 3. 11: Model Özeti AKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Hata	Durbin- Watson
0,261a	0,068	0,058	0,0587	1,47

Yukarıdaki tablo incelendiğinde R ve R<sup>2</sup> değerleri modelin açıklayıcılık gücünü göstermektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda CO değişkeninin AKO değişkenini açıklama oranı % 6,8 olarak bulunmuştur. Yani AKO değişkenin %6,8'i CO değişkeni tarafından açıklanmaktadır.

**Tablo – 3. 12: Eşdoğrusallık AKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

Model	Boyut	Özdeğer	Koşul İndeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	$1 \leq CO < 2$
1	1	1,984	1	0,01	0,01
	2	0,016	11,031	0,89	0,89

a. Bağımlı Değişken: AKO

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki tablo incelendiğinde özdeğerler yardımı ile hesaplanan 124 (1,984 / 0,016) oranı elde edilmiştir. Bu oran 100 ile 1000 arasında olduğundan orta seviyede çoklu bağlantıya işaret etmektedir.

Benzer şekilde koşul indeksi incelendiğinde değerler 30'dan küçük olduğu ve varyans oranları da genel olarak 0,90'dan küçük olduğu için alt limitlere yakın değerler olduğu için çoklu bağlantı problemi olmadığı sonucuna varılmaktadır.



AKO ile ilgili olarak yapılan son analizde, CO< 1 seviyesindeki değişken ile ifade edilen atılgan stratejinin AKO üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır.

**Tablo – 3. 13: Korelasyon Analizi AKO (CO< 1)**

		AKO (CO< 1)	CO< 1
Pearson Correlation	AKO (CO< 1)	1	0,442
	CO< 1	0,442	1
Sig. (1-tailed)	AKO (CO< 1)	.	0,004
	CO< 1	0,004	.
N	AKO (CO< 1)	35	35
	CO< 1	35	35

Yukarıdaki tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında pozitif ve orta seviyeli anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca korelasyon katsayıları genel olarak 0,7'den küçük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntının olmadığına karar verilebilir.

**Tablo – 3. 14: Anova Tablosu AKO (CO< 1)**

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi (df)	Kareler Ortalaması	F	p
Regresyon	3,776	1	3,776	7,99	0,008(a)
Artık	15,595	33	0,473		
Toplam	19,37	34			
a:Bağımsız Değişken: (Sabit), CO< 1					
b:Bağımlı Değişken: AKO					

Yukarıdaki ANOVA tablosu incelendiğinde F değeri 7,99 ve p değeri 0,008 olduğundan  $H_0$  hipotezinin reddine karar verilir. Buna göre oluşturulan regresyon

modeli genelde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani AKO değişkenini  $CO < 1$  değişkeni ile tahmin etmek istatistiksel olarak mümkündür.

**Tablo – 3. 15: Katsayılar AKO ( $CO < 1$ )**

Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standart Katsayılar	t	p	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Std. Hata				Beta	Tolerans
(Sabit)	-0,957	0,274		-3,49	0,001		
$1 \leq CO < 2$	1,243	0,44	0,442	2,827	0,008	1	1
a: Bağımlı Değişken: AKO							

Yukarıdaki tablo incelendiğinde CO değişkeninin, AKO değişkenini açıklamada p değerleri 0,05'den küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre regresyon modeli ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$AKO = -0,957 + 1,243CO$$

Bu modele göre cari oradaki 1 birimlik değişme aktif karlılık oranı değişkeninde 1,243 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani cari oran arttıkça aktif karlılık oranı da artış göstermektedir.

**Tablo – 3. 16: Model Özeti AKO ( $CO < 1$ )**

R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Hata	Durbin-Watson
0,442(a)	0,195	0,171	0,687431	1,954

Yukarıdaki tablo incelendiğinde R ve R<sup>2</sup> değerleri modelin açıklayıcılık gücünü göstermektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda CO değişkeninin AKO değişkenini açıklama oranı % 19,5 olarak bulunmuştur. Yani AKO değişkenin %19,5'i CO değişkeni tarafından açıklanmaktadır.

**Tablo – 3. 17: Eşdoğrusallık AKO (CO < 1)**

Model	Boyut	Özdeğer	Koşul İndeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	CO < 1
1	1	1,906	1	0,05	0,05
	2	0,094	4,5	0,85	0,85
a Bağımlı Değişken: AKO					

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki tablo incelendiğinde özdeğerler yardımı ile hesaplanan 20,27 (1,906 / 0,094) oranı elde edilmiştir. Bu oran 100 ‘den küçük olduğundan düşük seviyede çoklu bağlantıya işaret etmektedir. Benzer şekilde koşul indeksi incelendiğinde değerler 30’dan küçük olduğu ve varyans oranları da genel olarak 0,90’dan küçük olduğu için alt limitlere yakın değerler olduğu için çoklu bağlantı problemi olmadığı sonucuna varılmaktadır.

- **ÖKO ile ilgili olarak yapılan analiz ve ulaşılan sonuçlar şöyledir;**

Öncelikle çalışma sermayesi finanslama stratejilerinden,  $CO \geq 2$  seviyesindeki değişken ile ifade edilen muhafazakar stratejinin ÖKO üzerindeki etkisiyle ilgili analiz yapılmıştır.

**Tablo – 3. 18: Korelasyon Analizi ÖKO (CO  $\geq$  2)**

		ÖKO (CO $\geq$ 2)	CO $\geq$ 2
<b>Pearson Correlation</b>	ÖKO (CO $\geq$ 2)	1	0,506
	CO $\geq$ 2	0,506	1
<b>Sig. (1-tailed)</b>	ÖKO (CO $\geq$ 2)	.	0,001
	CO $\geq$ 2	0,001	.
<b>N</b>	ÖKO (CO $\geq$ 2)	35	35
	CO $\geq$ 2	35	35

Yukarıdaki tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında pozitif ve orta seviyeli anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca korelasyon katsayıları genel olarak 0,7'den küçük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntının olmadığına karar verilebilir.

**Tablo – 3. 19: Anova Tablosu ÖKO (CO  $\geq$  2)**

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi (df)	Kareler Ortalaması	F	p
Regresyon	0,25	1	0,25	11,383	0,002(a)
Artık	0,726	33	0,022		
Toplam	0,977	34			
a:Bağımsız Değişken: (Sabit), CO $\geq$ 2					
b:Bağımlı Değişken: ÖKO					

Yukarıdaki ANOVA tablosu incelendiğinde F değeri 11,383 ve p değeri 0,002 olduğundan  $H_0$  hipotezinin reddine karar verilir. Buna göre oluşturulan regresyon modeli genelde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani ÖKO değişkenini CO değişkeni ile tahmin etmek istatistiksel olarak mümkündür.

**Tablo – 3. 20: Katsayılar ÖKO (CO  $\geq$  2)**

Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standart Katsayılar	t	p	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
(Sabit)	0,018	0,033		0,556	0,582		
CO (Cari Oran)	0,016	0,005	0,506	3,374	0,002	1	1
a: Bağımlı Değişken: ÖKO (Özkaynak Karlılık Oranı)							

Yukarıdaki tablo incelendiğinde CO değişkeni, ÖKO değişkenini açıklamada p değerleri 0,05'den küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre regresyon modeli ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$\text{ÖKO} = 0,018 + 0,016\text{CO}$$

Bu modele göre cari oradaki 1 birimlik değişme özkaynak karlılık oranı değişkeninde 0,016 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani cari oran arttıkça aktif karlılık oranı da artış göstermektedir.

**Tablo – 3. 21: Model Özeti ÖKO (CO ≥ 2)**

R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Hata	Durbin-Watson
0,506(a)	0,256	0,234	0,148338	2,769

Yukarıdaki tablo incelendiğinde R ve R<sup>2</sup> değerleri modelin açıklayıcılık gücünü göstermektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda CO değişkeninin ÖKO değişkenini açıklama oranı % 25,6 olarak bulunmuştur. Yani ÖKO değişkenin %25,6'sı CO değişkeni tarafından açıklanmaktadır.

**Tablo – 3. 22: Eşdoğrusallık ÖKO (CO ≥ 2)**

Model	Boyut	Özdeğer	Koşul İndeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	CO ≥ 2
1	1	1,649	1	0,18	0,18
	2	0,351	2,167	0,82	0,82

a. Bağımlı Değişken: ÖKO (CO ≥ 2)

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki tablo incelendiğinde özdeğerler yardımı ile hesaplanan 4,698 (1,649 / 0,351) oranı elde edilmiştir. Bu oran 100'den küçük olduğundan düşük seviyede çoklu bağlantıya işaret etmektedir.

Benzer şekilde koşul indeksi incelendiğinde değerler 30'dan küçük olduğu ve varyans oranları da genel olarak 0,90'dan küçük olduğu için alt limitlere yakın değerler olduğu için çoklu bağlantı problemi olmadığı sonucuna varılmaktadır.

ÖKO ile ilgili olarak yapılan diğer analizde,  $1 \leq CO < 2$  seviyesindeki değişken ile ifade edilen dengeli stratejinin ÖKO üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır.

**Tablo – 3. 23: Korelasyon Analizi ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

		ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )	$1 \leq CO < 2$
Pearson Correlation	ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )	1	0,154
	$1 \leq CO < 2$	0,154	1
Sig. (1-tailed)	ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )	.	0,073
	$1 \leq CO < 2$	0,073	.
N	ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )	90	90
	$1 \leq CO < 2$	90	90

Yukarıdaki tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında pozitif ve anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca korelasyon katsayıları genel olarak 0,7'den küçük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntının olmadığına karar verilebilir.

**Tablo – 3. 24: Anova Tablosu ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi (df)	Kareler Ortalaması	F	p
Regresyon	120,143	1	120,143	2,148	0,146(a)
Artık	4921,792	88	55,929		
Toplam	5041,935	89			
a:Bağımsız Değişken: (Sabit), $1 \leq CO < 2$					
b:Bağımlı Değişken: ÖKO					

Yukarıdaki ANOVA tablosu incelendiğinde F değeri 2,148 ve p değeri 0,146 olduğundan  $H_0$  hipotezinin kabulüne karar verilir. Buna göre oluşturulan regresyon

modeli genelde istatistiksel olarak anlam değildir. Yani ÖKO değişkenini  $1 \leq CO < 2$  değişkeni ile tahmin etmek istatistiksel olarak mümkün değildir.

**Tablo – 3. 25: Katsayılar ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

Model	Standardize Edilmemiş		Standart Katsayılar	t	p	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Std. Hata				Beta	Tolerans
(Sabit)	-7,109	4,384		-1,622	0,108		
$1 \leq CO < 2$	4,483	3,059	0,154	1,466	0,146	1	1

a: Bağımlı Değişken: ÖKO

Yukarıdaki tablo incelendiğinde CO değişkeni, ÖKO değişkenini açıklamada p değerleri 0,05'den büyük olduğu için istatistiksel olarak anlamlı değildir. Buna göre regresyon modeli ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$\mathbf{\hat{ÖKO} = -7,109 + 4,483CO}$$

Bu modele göre cari oradaki 1 birimlik değişme özkaynak karlılık oranı değişkeninde 4,483 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani cari oran arttıkça özkaynak karlılık oranı da artış göstermektedir.

**Tablo – 3. 26: Model Özeti ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Hata	Durbin-Watson
0,154(a)	0,024	0,013	7,4786	2,076

Yukarıdaki tablo incelendiğinde R ve R<sup>2</sup> değerleri modelin açıklayıcılık gücünü göstermektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda CO değişkeninin AKO değişkenini açıklama oranı % 2,4 olarak bulunmuştur. Yani ÖKO değişkeninin % 2,4'ü CO değişkeni tarafından açıklanmaktadır.

**Tablo – 3. 27: Eşdoğrusallık ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )**

Eşdoğrusallık(a)					
Model	Boyut	Özdeğer	Koşul İndeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	$1 \leq CO < 2$
1	1	1,984	1	0,01	0,01
	2	0,016	11,031	0,99	0,99
a Bağımlı Değişken: ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ )					

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki tablo incelendiğinde özdeğerler yardımı ile hesaplanan 124 (1,984/ 0,016) oranı elde edilmiştir. Bu oran 100 ile 1000 arasında olduğundan orta seviyede çoklu bağlantıya işaret etmektedir.

Benzer şekilde koşul indeksi incelendiğinde değerler 30'dan küçük olduğu ve varyans oranları da genel olarak 0,90'dan büyük olduğu için çoklu bağlantı problemi olduğu sonucuna varılmaktadır.

ÖKO ile ilgili olarak yapılan son analizde,  $CO < 1$  seviyesindeki değişken ile ifade edilen atılgan stratejinin ÖKO üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır.

**Tablo – 3. 28: Korelasyon Analizi ÖKO ( $CO < 1$ )**

		ÖKO ( $CO < 1$ )	$CO < 1$
Pearson Correlation	ÖKO ( $CO < 1$ )	1	-0,001
	$CO < 1$	-0,001	1
Sig. (1-tailed)	ÖKO ( $CO < 1$ )	.	0,498
	$CO < 1$	0,498	.
N	ÖKO ( $CO < 1$ )	35	35
	$CO < 1$	35	35



Yukarıdaki tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında pozitif ve orta seviyeli anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca korelasyon katsayıları genel olarak 0,7'den küçük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntının olmadığına karar verilebilir.

**Tablo – 3. 29: Anova Tablosu ÖKO (CO < 1)**

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi (df)	Kareler Ortalaması	F	p
Regresyon	0,001	1	0,001	0,00	0,997(a)
Artık	1873,898	33	56,785		
Toplam	1873,899	34			
a:Bağımsız Değişken: (Sabit), CO < 1					
b:Bağımlı Değişken: ÖKO					

Yukarıdaki ANOVA tablosu incelendiğinde F değeri 0,00 ve p değeri 0,997 olduğundan  $H_0$  hipotezinin kabulüne karar verilir. Buna göre oluşturulan regresyon modeli genelde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Yani ÖKO değişkenini CO < 1 değişkeni ile tahmin etmek istatistiksel olarak mümkündür.

**Tablo – 3. 30: Katsayılar ÖKO (CO < 1)**

Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standart Katsayılar	t	p	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Std. Hata				Beta	Tolerans
(Sabit)	1,083	3,007		0,36	0,721		
$1 \leq CO < 2$	-0,02	4,822	-0,001	-0,004	0,997	1	1
a: Bağımlı Değişken: ÖKO (Özkaynak Karlılık Oranı)							

Yukarıdaki tablo incelendiğinde CO değişkenini, ÖKO değişkenini açıklamada p değerleri 0,05'den büyük olduğu için istatistiksel olarak anlamlı değildir. Buna göre regresyon modeli ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$\text{ÖKO} = 1,083 - 0,02CO$$

Bu modele göre cari oradaki 1 birimlik değişme özkaynak karlılık oranı değişkeninde 0,02 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani cari oran arttıkça özkaynak karlılık oranı da azalış göstermektedir.

**Tablo – 3. 31: Model Özeti ÖKO (CO< 1)**

R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Hata	Durbin-Watson
0,001(a)	0,00	-0,03	7,535569	2,055

Yukarıdaki tablo incelendiğinde R ve R<sup>2</sup> değerleri modelin açıklayıcılık gücünü göstermektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda CO değişkeninin ÖKO değişkenini açıklama oranı % 0,0 olarak bulunmuştur. Yani ÖKO değişkeni CO değişkeni tarafından açıklanamamaktadır.

**Tablo – 3. 32: Eşdoğrusallık ÖKO (CO< 1)**

Model	Boyut	Özdeğer	Koşul İndeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	CO< 1
1	1	1,906	1	0,05	0,05
	2	0,094	4,5	0,95	0,95
a Bağımlı Değişken: AKO (CO< 1)					

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki tablo incelendiğinde özdeğerler yardımı ile hesaplanan 20,2 (1,906 / 0,094) oranı elde edilmiştir. Bu oran 100 'den küçük olduğundan düşük seviyede çoklu bağlantıya işaret etmektedir.

Benzer şekilde koşul indeksi incelendiğinde değerler 30'dan küçük olduğu ve varyans oranları da genel olarak 0,90'dan büyük olduğu için çoklu bağlantı problemi olduğu sonucuna varılmaktadır.

## SONUÇ

Kuruluş aşamasını tamamlayıp, üretime hazır hale gelen bir firmanın üretimini başlatabilmesi için gerekli olan hammadde, işçilik, depolama, sigorta gibi giderlerini karşılaması için para ve krediye ihtiyacı vardır. İşte üretimin başlatılabilmesi için gerekli olan ve gider gruplarına bağlanan para ve krediye çalışma sermayesi adı verilmektedir.

Firmaların günlük faaliyetlerini sürdürebilmesi, tam kapasiteyle çalışabilmesi, üretimine kesintisiz olarak devam edebilmesi, kısa vadeli borçlarını zamanında ödeyebilmesi için çalışma sermayesi yönetimine önem vermeleri ve yeterli düzeyde çalışma sermayesi bulundurmaları gerekmektedir. Çünkü çalışma sermayesinin, firmanın karını ve verimliliğini en yüksek seviyeye ulaştıracak miktarda yeterli olması en çok istenen durumlardandır.

Çalışma sermayesi yönetiminde etkinliğin sağlanması, firmanın ihtiyaç duyduğu optimum çalışma sermayesi düzeyinin belirlenmesine ve bu çalışma sermayesi kalemlerinin doğru bir şekilde finanse edilmesine bağlıdır. Dolayısıyla önce dönen varlıklara yapılacak yatırım düzeyi belirlenmeli, sonra da bu yatırım için gerekli olan finansmanın nereden sağlanacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

İdeal bir ekonomide olması gereken, kısa vadeli varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla, uzun vadeli varlıkların uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklarla finanse edilmesidir. Böyle olmazsa firma finansal yönden sıkıntıya düşebilir. Bu yüzden de firmalar faaliyetlerini mümkün olduğunca etkin ve karlı bir şekilde yürütmelidir.

Karlılık beraberinde riski de getireceğinden, firmaların risk ve karlılık dengesini sağlayacak politikalar belirlenmelidir. Dolayısıyla bu da hangi çalışma sermayesi finanslama stratejisinin seçileceğiyle doğrudan ilişkilidir. Çünkü ihtiyatlı, dengeli ve atılgan olmak üzere üç temel finanslama stratejisi ve bu stratejilerin de ayrı ayrı karlılık ve risk seviyeleri vardır.

Bu üç yaklaşımın firma karlılığını nasıl etkilediği, çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Çalışmanın uygulama bölümünde dokuma sanayinde faaliyet gösterip İMKB’de kayıtlı olan 16 firmanın 2003- 2012 yılları arasındaki yıllık mali tabloları kullanılarak hesaplanan oranlar üzerinden firma karlılığı ile finanslama stratejileri arasındaki ilişkiyi inceleyen bir analiz yapılmıştır.

Bu çalışmada, çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma karlılığı üzerine etkisi regresyon ve korelasyon analizleri ile incelenmiştir. Yapılan analizlerde; çalışma sermayesi finanslama stratejileri (muhafazakar, dengeli ve atılgan) dokuma sanayi firmalarının son 10 yıldaki cari oranları ile temsil edilmiştir. Karlılık düzeyleri ise aktif karlılık oranı ve özkaynak karlılık oranı ile temsil edilmiştir. Buna göre, İMKB’ye kayıtlı dokuma sanayi firmalarının karlılıkları üzerinde cari oran değişkeninin etkisi araştırılmıştır. Çalışmaya konu olan firmaların cari oran değişkeninin iki ve ikiden büyük olması durumunda ( $CO \geq 2$ ) muhafazakar finanslama stratejisi,  $1 \leq CO < 2$  olması durumunda dengeli finanslama stratejisi ve  $CO < 1$  olması durumunda atılgan finanslama stratejisi uyguladığı göz önünde bulundurularak değerlendirme yapılmıştır.

*Araştırma sonuçlarına göre cari oranın aktif karlılık üzerindeki etkisiyle ilgili ulaşılan sonuçlar şöyledir:*

- Muhafazakar strateji ( $CO \geq 2$ ) için yapılan korelasyon analizi sonucunda orta seviyeli ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan regresyon analizi sonucunda cari oran değişkeninin aktif karlılık oranı değişkenini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Araştırmaya katılan dokuma sanayi firmaları için oluşturulan regresyon modeline göre, cari oran değişkeni artış gösterdikçe aktif karlılık oranı da artış göstermektedir.
- Dengeli strateji ( $1 \leq CO < 2$ ) için yapılan korelasyon analizi sonucunda düşük seviyeli ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan regresyon analizi sonucunda cari oran değişkeninin aktif karlılık oranı

değişkenini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiş ve cari oran arttıkça, aktif karlılık oranının da artacağı tespit edilmiştir.

- Atılğan strateji ( $CO < 1$ ) için yapılan korelasyon analizi sonucunda orta seviyeli ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan regresyon analizi sonucunda cari oran değişkeninin aktif karlılık oranı değişkenini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Araştırmaya katılan dokuma sanayi firmaları için cari oran arttıkça, aktif karlılık oranı da artış göstermektedir.

*Araştırma sonuçlarına göre cari oranın özkaynak karlılığı üzerindeki etkisiyle ilgili ulaşılan sonuçlar şöyledir:*

- Muhafazakar strateji ( $CO \geq 2$ ) için yapılan korelasyon analizi sonucunda orta seviyeli ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan regresyon analizi sonucunda cari oran değişkeninin özkaynak karlılık oranı değişkenini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Araştırmaya konu olan dokuma sanayi firmaları için belirlenen regresyon modeline göre, cari oran artış gösterdikçe özkaynak karlılık oranı da artış göstermektedir.
- Dengeli strateji ( $1 \leq CO < 2$ ) için yapılan korelasyon analizi sonucunda düşük seviyeli ve negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan regresyon analizi sonucunda cari oran değişkeninin özkaynak karlılık oranı değişkenini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Araştırmadaki dokuma sanayi firmaları için cari oran artış gösterdikçe özkaynak karlılık oranı da artış göstermektedir.
- Atılğan strateji ( $CO < 1$ ) için yapılan korelasyon analizi sonucunda orta seviyeli ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan regresyon analizi sonucunda cari oran değişkeninin özkaynak karlılık oranı değişkenini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Araştırmaya katılan dokuma sanayi firmaları için cari oran arttıkça özkaynak karlılık oranı azalış göstermektedir.

Genel olarak sonuçlar incelendiğinde çalışma sermayesi finanslama stratejileri, aktif ve özkaynak karlılık oranlarını farklı düzeylerde etkilemektedir. Buna göre;

Araştırma dahilindeki dokuma sanayi firmalarının cari oranlarının aktif karlılık üzerindeki etkisi stratejilere göre farklı düzeylerde etkiye sahiptir. Bu artış oranları sırasıyla incelendiğinde; cari orandaki 1 birimlik artış, muhafazakar strateji için aktif karlılıkta 0,014 birimlik bir artışa, dengeli strateji için aktif karlılıkta 0,061 birimlik bir artışa ve atılğan strateji için ise aktif karlılıkta 1,243 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Katsayılardan da anlaşılacağı üzere karlılığı en fazla artıran strateji, atılğan strateji olarak belirlenmiş ve finanslama stratejilerinin karlılık üzerinde pozitif yönde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Cari oranın özkaynak karlılığı üzerindeki etkisi de stratejilere göre farklı düzeylerde etkiye sahiptir. Bu etkiler sırasıyla incelendiğinde; cari orandaki 1 birimlik artış, muhafazakar strateji için özkaynak karlılığında 0,016 birimlik bir artışa, dengeli strateji için özkaynak karlılığında daha yüksek bir oranda 4,483 birimlik bir artışa ve atılğan strateji için özkaynak karlılığında -0,02 birimlik bir azalışa neden olmaktadır. Aktif karlılık oranında çıkan sonucun ve teorinin aksine burada karlılığı en fazla azaltan strateji, atılğan strateji olarak belirlenmiş ve yine teorinin aksine dengeli stratejinin de karlılığı artırmada muhafazakar stratejiden daha fazla etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak ülkemizde İMKB'ye kayıtlı dokuma sanayindeki firmaların benimsedikleri çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin aktif karlılığını artırmada etkili, özkaynak karlılığını artırmada ise genel olarak etkili ancak teoriyle çelişkili olduğu görülmüştür. Buna göre firmaların içinde buldukları sektör ve ekonomik koşullara göre benimsediği stratejilerin, onları farklı karlılık düzeylerine taşıyabileceğini göstermiştir. Bunun için de firmalar genel şartlarda kendilerine göre en uygun finanslama stratejisini belirlemeli ve böylece hedeflediği karlılık düzeyine ulaşmaya çalışmalıdır.

## KAYNAKÇA

Akbulut, Ramazan (2011). İMKB’de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2), 195-206.

Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat (2010). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri* (13. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.

Akgemci, Tahir (2013). *Stratejik Yönetim* (3. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.

Akgüç, Öztin (2010). *Finansal Yönetim* (8. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

Akgül, Aziz ve Çevik, Osman (2003). *İstatistiksel Analiz Teknikleri “SPSS’te İşletme Yönetimi Uygulamaları”*. Ankara: Emek Ofset.

Aksoy, Ahmet ve Yalçın, Kürşat (2005). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Alagöz, Ali (1993). *Sanayi İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Altunışık, Remzi, Coşkun, Recai, Baraktaroğlu, Serkan ve Yıldırım, Engin (2010). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı* (6. Baskı). Sakarya: Sakarya Yayıncılık.

Apak, Sudi ve Demirel, Engin (2013). *Finansal Yönetim Cilt 2: Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi* (2. Baskı). İstanbul: Papatya Yayıncılık.

Arslan, Özgür (2003). Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi Ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(1), 121-135.

Atakan, Tülin (2009). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değişkenliğin (Volatilitenin) ARCH-GARCH Yöntemleri İle Modellenmesi. *İstanbul İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 20(62), 48-61.

Atioğlu, Eyüp (2009). *İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Kârluluk Üzerindeki Etkisi Ve Migros Türk T.A.ř. Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.

Aytekin, Sinan (2006). *Hastane İşletmelerinde Finansal Açıdan Stok Yönetiminin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Banos-Caballero, Sonia, Garcia-Teruel, Pedro J. and Martinez-Solano, Pedro (2010). Working Capital Management in SMEs. *Accounting and Finance*, 50, 511-527.

Belt, B. and Smith, K. V. (1991). Comparison of Working Capital Management Practices in Australia and the United States. *Global Finance Journal*, 2, 27-54.

Berk, Niyazi (2000). *Finansal Yönetim* (5. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Block, Stanley B. and Hirt Geoffrey, A. (2005). *Foundations of Financial Management* (11th Edition). New York: McGraw- Hill Companies.

Bodie, Zvi. and Merton, Robert C. (2000). *Finance* (2th Edition). New Jersey: Prentice-Hall.

Braun, Matias and Larrain, Borja (2005). Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence. *Journal of Finance*, 60(3), 1097-1128.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. and Marcus, Alan J. (1977). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı). İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Brigham, Eugene F. and Ehrhardt, Michael C. (2005). *Financial Management : Theory and Practice* (11th Edition). Mason, Ohio : Thomson/South-Western



Bülbül, Serpil (2010). İMBK İmalat Sanayi Kobi'lerinin Kârlılık Ve Nakit Dönüşüm Süreleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Akademik Araştırmalar Dergisi*, 44, 101-120.

Büyükşalvarcı, Ahmet ve Abdioğlu, Hasan (2010). Kriz Öncesi Ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2), 47-71.

Ceylan, Ali (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (8. Baskı). İstanbul: Ekin Kitabevi.

Chowdhury, Anup ve Amin, Muntasir. (2007). Working Capital Management Practiced in Pharmaceutical Companies Listed in Dhaka Stock Exchange. *BRAC University Journal*, 4(2), 75-86.

Coşkun, Ender ve Kök, Dünder (2011). Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 11(Özel Sayı), 75-85.

Coşkun, Metin (2004). Çalışma Sermayesi Yönetimi. (Editör: Nurhan Aydın). *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 111-129.

Çabuk, Adem ve Lazol, Mehmet (2008). *Mali Tablolar Analizi* (6. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Çetin, Ali C. ve Bıtrak, İbrahim A. (2009). Antalya İli Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerinde Finansal Yönetim, İşletme Sermayesi ve Yatırım Bütçelemesi Uygulamaları. *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1), 119-137.

Danuletiu, Adina E. (2010). Working Capital Management And Profitability: A case of Alba Country Companies. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 12(1), 364- 374.

Deloof, Marc (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3-4), 573-587.

Dinçer, Ömer (2003). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası* (6. Baskı). İstanbul: Beta Basım Dağıtım.

Doğru, Ercüment (2010). *Değer Yaratan Faaliyetler Açısından İşletme Başarısı ve Çimento Sanayii İşletmelerinde Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

Ehrhardt, Michael C. And Brigham Eugene F. (2006). *Corporate Finance A Focused Approach* (Second Edition). South-Western: Thomson.

Einarsson, Tor and Marquis, Milton. H. (2001). Bank Intermediation Over The Business Cycle. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(4), 876-899.

Emery, Douglas R., Finnerty, John D. and Stowe, John D. (1998). *Principles of Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall, Upper Saddle River.

Ercan, Metin K. ve Ban, Ünsal (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim* Ankara: Gazi Kitabevi.

Ernest Walker W. (1967). Towards A Theory of Working Capital. *The Engineering Economist*, Winter, 21-35.

Galimidi, Bağde, V. (2010). *İşletmelerde Nakit Yönetimi ve Bu Çerçeve Bir Finansal Analiz Örneği* Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Gallagher, Timothy J. and Andrew, Jr Joseph D. (1996). *Financial Management Principles and Practice*. New Jersey: Prentice Hall, Upper Saddle River.

Garcia-Teruel, Pedro J. and Martinez-Solano, Pedro (2007). Effects Of Working Capital Management On Sme Profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.

Gürsoy, Cudi, T. (2012). *Finansal Yönetim İlkeleri* (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.

Hawawini, Gabriel, Viallet, Claude and Vora, Ashok (1986). Industry Influence on Corporate Working Capital Decisions. *Sloan Management Review*, 27(4), 15-24.

Hill, Matthew D., Kelly, Wayne G. and Highfield, Michael J. (2010). Net Operating Working Capital Behavior: A First Look. *Financial Management, Summer*, 783-805.

Howorth, Carole and Westhead, Paul (2003). The Focus Of Working Capital Management In UK Small Firms. *Management Accounting Research*, 14, 94–111.

John, Sagan (1995). Towards a Theory of Working Capital Management. *The Journal of Finance*, May, 121-129.

Jose, M. L., Lancaster, C. and Stevens, J. L. (1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycles. *Journal of Economics and Finance*, 20, 33-46.

Karapınar, Aydın ve Zaif, Figen A. (2012). *Finansal Analiz Uluslararası Finansal Raporlama Standartları İle Uyumlu* (2. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.

Karasioğlu, Fehmi ve Eren, Tevfik (2012). *Finansal Tablolar Analizi* (2. Baskı). Konya: Eğitim Yayınevi.

Kaval, Salih (2009). *Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Kayseri İmalat Sanayi Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.

Kırbaş, Hakan (2010). *Hastane İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi: Antalya İli Sağlık Bakanlığı'na Bağlı Kamu Hastanelerinin Çalışma Sermayesi Yönetimleri Etkinliklerinin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.

Kıracı, Murat (2000). *İşletmelerin Finansal Başarısızlığında Çalışma Sermayesi Yönetiminin Rolünün Oranlar Yardımıyla Tesbiti ve Ampirik Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Kiracı, Murat (2009). Stok Yönetimi ve Karlılık İlişkisinin Finansal Oranlar Aracılığıyla İncelenmesi: İMKB İmalat Sektöründe Bir Araştırma. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 36(Haziran), 161-195.

Kobu, Bülent (2010). *Üretim Yönetimi* (15. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.

Lazaridis, Ioannis and Tryfonidis, Dimitrios (2006). The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management & Analysis*, 19(1), 26-35.

Merville L. J. and Tavis, L. A. (1973). Optimal Working Capital Management Policies: A Chance-Constrained Programming Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(1), 47-59.

Michalski, Grzegorz (2008). Liquidity or Profitability: Financial Effectiveness of Investments in Working Capital. *Evropské finanční systémy 2008*. 25 – 26.06.2008. Çek Cumhuriyeti: Masarykova Üniversitesi, 129 – 138.

Muller, Max (2003). *Essentials of Inventory Management* (1th Edition). New York: American Management Association (AMACOM).

Nazir, Mian, S. and Afza, Talat (2009). A Panel Data Analysis of Working Capital Management Policies. *Business Review*, 4 (1), 143-157.

Okka, Osman (2006). *İşletme Finansmanı* (1. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.

Okka, Osman (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler* (1. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.

Okka, Osman (2010). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler* (4. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.

Özdemir, Muharrem (1999). *Finansal Yönetim* (2. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Raheman, Abdul, Afza, Talat, Qayyum, Abdul and Mahmood Ahmed. B. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 156-169.

Raheman, Abdul and Nasr, Mohamed (2007). Working Capital Management And Profitability–Case Of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279 – 300.

Salawu, R. O. (2006). Industry Practice and Aggressive Conservative Working Capital Policies in Nigeria. *European Journal of Scientific Research*, 13(3), 294-304.

Sarıaslan, Halil ve Erol, Cengiz (2008). *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler* Ankara: Siyasal Basın Yayın Dağıtım.

Sarıkaya, Tuğçe (2007). *İmkb’de Volatilite, Likidite, İşlem Hacmi ve Getiri İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Sayılgan, Güven (2006). *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı* (2. Baskı). Ankara: Turhan Kitabevi.

Semiz, Mustafa, Ocak, Bengü ve Aydın, Öznur (2008). *Bilgisayarda İstatistik Uygulamaları SPSS*. Konya: Dizgi Ofset Matbaacılık.

Sevgener, A.Sait ve Hacırüstemoğlu, Rüstem (2000). *Yönetim Muhasebesi* (6. Baskı). İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.

Shin, H. H. and Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.

Şakrak, Münir (1999). Kriz Yönetiminde Muhasebe Bilgi Sisteminin Rolü. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Haziran(10), 56.

Taşlıca, Ahmet O. (1994). *İşletmelerde Nakit Yönetimi* Eskişehir: Türk Dünyası Araştırmaları Vakfı.

Topuz, Adnan (1998). *Çankırı İli Tarım İşletmelerinde Optimal Üretim Planlarına Göre İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Saptanması Üzerine Bir Araştırma*. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB). (2009). *Finansal Yönetim Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi*. Ankara.

Usta, Öcal (2011). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim* (4. Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.

Watson, Denzil and Head, Antony. (2006). *Corporate Finance: Principles & Practice* (4th Edition). New York: Financial Times Prentice Hall.

Yıldırım, Melahat (2006). *Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi (Alacak- Nakit- Stok ) Yönetiminin İşletme Karlılığı Üzerine Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Yücel, Tülay ve Kurt, Gülüzar (2002). Nakit Dönüş Süresi, Nakit Yönetimi Ve Karlılık: İmkb Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. *İMKB Dergisi*, 6(22), 1-15.

<http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/sectorler.aspx#DOKUMA SANAYİİ|20>, Erişim tarihi: 30.06.2013.

[http://notindir.net/dosyalar/pdf/sayisal/matematik/regresyon\\_analizi.pdf](http://notindir.net/dosyalar/pdf/sayisal/matematik/regresyon_analizi.pdf), Erişim tarihi: 25.06.2013.

## EKLER

## Ek – 1: Veri Seti

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oranı	Özkaynak Karlılık Oranı
<b>1</b>	2003	<b>ALTIN YILDIZ</b>	1,098492	-0,007441318	-0,019826721
	2004		1,1316346	0,002684777	0,006965823
	2005		1,1397618	0,047849623	0,10613619
	2006		1,203889	-0,00268459	-0,007412862
	2007		1,5092002	0,031687381	0,070960186
	2008		1,0057422	-0,01597082	-0,034198079
	2009		1,1518739	0,053102232	0,142373811
	2010		1,4467525	0,08716864	0,252974208
	2011		1,0390006	0,02240846	0,091248323
	2012		0,8693205	-0,048617001	-0,257687728
<b>2</b>	2003	<b>BERDAN TEKSTİL</b>	0,7104723	0,112577991	-0,935483536
	2004		1,0465328	0,136367138	-71,38200031
	2005		0,9455404	-0,082014764	-1,57293448
	2006		0,7864017	-0,340952095	1,229693987
	2007		0,6846646	-0,090738311	0,239308583
	2008		1,2073906	-0,029105405	0,073756512
	2009		0,8408919	-0,491683093	0,437519094
	2010		0,5878549	-0,327913021	0,186888152
	2011		0,0048343	-4,452300793	0,385035009
	2012		0,0118442	-0,567817017	0,055264652

## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oran	Özkaynak Karlılık Oran
<b>3</b>	2003	<b>BİRLİK MENSUCAT</b>	1,098492	-0,007441318	-0,019826721
	2004		1,1316346	0,002684777	0,006965823
	2005		1,1397618	0,047849623	0,10613619
	2006		1,203889	-0,00268459	-0,007412862
	2007		1,5092002	0,031687381	0,070960186
	2008		1,0057422	-0,01597082	-0,034198079
	2009		1,1518739	0,053102232	0,142373811
	2010		1,4467525	0,08716864	0,252974208
	2011		1,0390006	0,02240846	0,091248323
	2012		0,8693205	-0,048617001	-0,257687728
<b>4</b>	2003	<b>BİSAŞ TEKSTİL</b>	1,5663922	0,016926529	0,042017005
	2004		1,5927277	0,028234562	0,071144215
	2005		1,6555328	-0,013412641	-0,040770614
	2006		1,3003056	-0,004349273	-0,014785379
	2007		1,5423844	0,00859917	0,029078834
	2008		0,9591825	-0,24995361	-0,958826041
	2009		0,6721483	-0,027806986	-0,065768826
	2010		0,6377344	-0,03259202	-0,085385872
	2011		0,5604541	-0,135759668	-0,295132692
	2012		0,4477846	-0,0524999	-0,126536492



## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oranı	Özkaynak Karlılık Oranı
<b>5</b>	2003	<b>BOSSA</b>	1,538502	0,011957684	0,017126145
	2004		2,8791154	0,079533816	0,098915353
	2005		1,4702523	0,018150338	0,024256998
	2006		1,9794099	0,082146047	0,109571497
	2007		2,4488876	0,053102715	0,069798282
	2008		3,6616886	0,073109669	0,089785177
	2009		2,4543865	-0,011399133	-0,015809014
	2010		1,8013712	0,00992621	0,015068523
	2011		2,3304285	0,102134127	0,147789371
	2012		2,1455293	0,035852124	0,051070707
<b>6</b>	2003	<b>DERIMOD</b>	1,6023424	0,02201749	0,04333798
	2004		1,5370606	-0,018834468	-0,0396799
	2005		1,5599637	0,097575804	0,203284248
	2006		1,5784559	0,119189038	0,268278372
	2007		1,4413131	0,079419755	0,206708064
	2008		1,2793018	0,006011723	0,021329115
	2009		1,3550303	-0,002109366	-0,00810549
	2010		1,2494563	0,022366855	0,093534676
	2011		1,2678116	0,027532882	0,122919577
	2012		1,197172	0,016021574	0,064660022

## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oran	Özkaynak Karlılık Oran
<b>7</b>	<b>2003</b>	<b>DESA DERİ</b>	2,2258719	0,104195852	0,184655227
	<b>2004</b>		4,1260221	0,12536071	0,165871165
	<b>2005</b>		3,3328703	0,066388324	0,090866993
	<b>2006</b>		2,420831	0,031727182	0,049712148
	<b>2007</b>		2,9349968	0,06902971	0,098921456
	<b>2008</b>		2,3554745	-0,033840116	-0,056856248
	<b>2009</b>		1,9178555	-0,049432691	-0,095599034
	<b>2010</b>		1,7440029	0,004780218	0,009651311
	<b>2011</b>		1,5226497	0,009752952	0,021794473
	<b>2012</b>		1,5457526	0,019637904	0,040290885
<b>8</b>	<b>2003</b>	<b>ESEM SPOR GİYİM</b>	0,4779221	-0,140327139	-0,706376787
	<b>2004</b>		1,0584672	-0,079625312	-0,328330261
	<b>2005</b>		0,7029589	-0,166149258	-1,519224832
	<b>2006</b>		0,4340809	-0,172801235	4,456094888
	<b>2007</b>		0,4569958	0,106958651	0,459243917
	<b>2008</b>		0,4533451	-0,147402873	-1,644576279
	<b>2009</b>		0,2729486	-0,388651553	1,304248229
	<b>2010</b>		0,6855095	0,226557526	42,93343415
	<b>2011</b>		19,514043	0,835401719	0,993952116
	<b>2012</b>		28,694816	0,101121966	0,111626892

## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oran	Özkaynak Karlılık Oran
<b>9</b>	<b>2003</b>	<b>KARSU TEKSTİL</b>	1,2611156	-0,012433851	-0,02089845
	<b>2004</b>		1,3674686	-0,001773762	-0,002825631
	<b>2005</b>		1,2159948	-0,121943557	-0,198710895
	<b>2006</b>		1,5247795	0,011543864	0,018588731
	<b>2007</b>		2,2157778	0,038359937	0,058790149
	<b>2008</b>		1,6178477	-0,028829114	-0,048478573
	<b>2009</b>		2,5208317	0,021900085	0,036760616
	<b>2010</b>		1,8627926	0,00980903	0,016578841
	<b>2011</b>		2,274168	0,028893528	0,05951685
	<b>2012</b>		1,7352827	-0,059441272	-0,131189751
<b>10</b>	<b>2003</b>	<b>KORDSA GLOBAL</b>	1,6022336	0,060916109	0,093234395
	<b>2004</b>		2,2781302	0,061770107	0,085353873
	<b>2005</b>		2,2089067	0,087719595	0,116083449
	<b>2006</b>		1,7085703	0,041047484	0,084084137
	<b>2007</b>		1,899843	0,021283868	0,041263981
	<b>2008</b>		1,8268719	0,035424979	0,059065582
	<b>2009</b>		1,9605284	0,033986557	0,049503228
	<b>2010</b>		2,0607424	0,037185556	0,054583075
	<b>2011</b>		1,8624641	0,0571911	0,092172898
	<b>2012</b>		1,6709834	0,04076678	0,064801386

## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oran	Özkaynak Karlılık Oran
<b>11</b>	<b>2003</b>	<b>LÜKS KADİFE</b>	9,329034	0,058853733	0,066888772
	<b>2004</b>		5,0030202	0,129628192	0,15519353
	<b>2005</b>		10,15588	0,082348979	0,13126694
	<b>2006</b>		3,8780503	0,040253167	0,065087892
	<b>2007</b>		6,4895273	-0,046659607	-0,072072202
	<b>2008</b>		2,2913098	-0,065471374	-0,107220092
	<b>2009</b>		1,8529361	-0,001626882	-0,002623312
	<b>2010</b>		1,4914194	0,003514373	0,005033094
	<b>2011</b>		1,2682849	0,028185088	0,052250458
	<b>2012</b>		1,3466366	0,024120246	0,040106885
<b>12</b>	<b>2003</b>	<b>MENDERES TEKSTİL</b>	2,5021781	0,015986847	0,025122636
	<b>2004</b>		3,210637	0,015095007	0,020507596
	<b>2005</b>		3,6534746	0,019347965	0,025132549
	<b>2006</b>		2,6687912	0,041036403	0,057720213
	<b>2007</b>		1,9312936	-0,007633719	-0,012782464
	<b>2008</b>		1,1311682	-0,031558314	-0,053003015
	<b>2009</b>		1,2074407	0,04979049	0,077714179
	<b>2010</b>		1,3741517	0,051840529	0,079474362
	<b>2011</b>		1,683214	0,111513126	0,177911739
	<b>2012</b>		1,5865276	-0,01347756	-0,022742354

## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oran	Özkaynak Karlılık Oran
	2003	MENSA	1,406164	0,034040725	0,111847245
	2004		1,3709364	-0,210528995	-0,930991208
	2005		0,9912991	-0,160936218	-1,676865098
	2006		1,0111976	-0,195248159	-0,534085254
	2007		0,6218464	-0,086416714	-0,252391594
	2008		0,9092863	-0,221237558	-0,903770053
	2009		0,4624002	-0,182611115	-0,546935773
	2010		1,7385449	0,029083246	0,045944073
	2011		1,4156611	-0,061847898	-0,103718891
	2012		0,8882968	-0,034716266	-0,060467579
	14		2003	SÖKTAŞ	2,2431123
2004		2,6300002	0,057814588		0,087302599
2005		2,082962	0,010756604		0,015982932
2006		3,3015972	0,016340973		0,02597354
2007		2,9490345	0,056817889		0,099842795
2008		1,3589333	0,023695563		0,060064666
2009		1,3858912	0,007826677		0,018362407
2010		1,3535152	0,03100289		0,070989328
2011		1,1002991	0,048030704		0,12698023
2012		0,7049814	-0,089419323		-0,222104449

## Ek – 1'in Devamı

Sıra No	Yıllar	Firma Adı	Cari Oran	Aktif Karlılık Oran	Özkaynak Karlılık Oran
<b>15</b>	<b>2003</b>	<b>YATAŞ</b>	1,2838193	-0,064876124	-0,17215371
	<b>2004</b>		1,3026158	0,004260728	0,011158095
	<b>2005</b>		1,2828607	-0,018962052	-0,054247262
	<b>2006</b>		1,3587276	0,021442672	0,05674451
	<b>2007</b>		1,2279427	0,024874612	0,063210322
	<b>2008</b>		1,2201005	-0,022468024	-0,069076632
	<b>2009</b>		1,0928689	0,003260749	0,010742449
	<b>2010</b>		1,1575796	0,003962519	0,014428696
	<b>2011</b>		1,163187	0,018104363	0,062114266
	<b>2012</b>		1,3555785	-0,007755155	-0,025771734
<b>16</b>	<b>2003</b>	<b>YÜNSA</b>	1,5567905	0,031721359	0,054619933
	<b>2004</b>		1,583502	0,051250491	0,087859693
	<b>2005</b>		1,4722314	0,052589897	0,096598127
	<b>2006</b>		1,4487315	0,078414832	0,151470733
	<b>2007</b>		1,1606238	0,014600122	0,035456487
	<b>2008</b>		1,054583	-0,196591992	-0,597012182
	<b>2009</b>		1,0550852	-0,05337851	-0,152717547
	<b>2010</b>		1,0958962	0,03632799	0,104041395
	<b>2011</b>		1,107803	0,072197799	0,221423647
	<b>2012</b>		1,1440481	0,035518993	0,104061502

**Ek – 2: CO  $\geq$  2 Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: CO $\geq$ 2 Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-5,32466	0.0001
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,639407	
	5% düzeyinde	-2,951125	
	10% düzeyinde	-2,6143	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 3: AKO (CO  $\geq$  2) Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: AKO (CO $\geq$ 2) Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-5,811045	0.0000
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,639407	
	5% düzeyinde	-2,951125	
	10% düzeyinde	-2,6143	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 4: ÖKO ( $CO \geq 2$ ) Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: ÖKO ( $CO \geq 2$ ) Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-5,97396	0.0000
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,639407	
	5% düzeyinde	-2,951125	
	10% düzeyinde	-2,6143	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 5:  $1 \leq CO < 2$  Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: $1 \leq CO < 2$ Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-5,118208	0.0000
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,505595	
	5% düzeyinde	-2,894332	
	10% düzeyinde	-2,584325	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			



**Ek – 6: AKO ( $1 \leq CO < 2$ ) Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: AKO ( $1 \leq CO < 2$ ) Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-7,26597	0.0000
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,505595	
	5% düzeyinde	-2,894332	
	10% düzeyinde	-2,584325	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 7: ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ) Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: ÖKO ( $1 \leq CO < 2$ ) Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-7,368751	0.0000
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,505595	
	5% düzeyinde	-2,894332	
	10% düzeyinde	-2,584325	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 8: CO < 1 Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: CO < 1 Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-3,856561	0.0058
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,639407	
	5% düzeyinde	-2,951125	
	10% düzeyinde	-2,6143	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 9: AKO (CO < 1) Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: AKO (CO < 1) Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-5,637449	0.0000
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,639407	
	5% düzeyinde	-2,951125	
	10% düzeyinde	-2,6143	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

**Ek – 10: ÖKO (CO < 1) Birim Kök Testi**

Sıfır Hipotezi: ÖKO (CO < 1) Birim Köke Sahip			
Dışsal Değişken: Sabit			
Gecikme Uzunluğu: 0 (Otomatik olarak SIC'ye dayanır, MAX Gecikme=8)			
		t İstatistiği	Olasılık*
ADF Test İstatistiği		-4,605416	0.0008
Kritik Değer	1% düzeyinde	-3,639407	
	5% düzeyinde	-2,951125	
	10% düzeyinde	-2,6143	
*MacKinnon tek taraflı p değeri			

## Özgeçmiş

Adı Soyadı:	Gamze ŞEKEROĞLU
Doğum Yeri:	Konya
Doğum Tarihi:	26.07.1988
Medeni Durumu:	Evli
<b>Öğrenim Durumu</b>	
Derece	Okulun Adı
İlköğretim	İdeal Koleji
Ortaöğretim	İdeal Koleji
Lise	İdeal Koleji
Lisans	Selçuk Üniversitesi
Yüksek Lisans	Selçuk Üniversitesi
Becerileri:	Bilgisayar
İlgi Alanları:	Finans, muhasebe, işletme
İş Deneyimi: (Doldurulması isteğe bağlı)	Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı Araştırma Görevlisi (2011 - ...)
Aldığı Ödüller: (Doldurulması isteğe bağlı)	
Hakkımda bilgi almak için önerebileceğim şahıslar: (Doldurulması isteğe bağlı)	
Tel:	0332 223 30 92
Adres	Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü 1. Kat Oda No: A104 Selçuklu/Konya

İmza: