

**BİST TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜNDEKİ  
FİRMALARDA ÇALIŞMA SERMAYESİ  
YÖNETİMİNİN FİRMA KÂRLILIĞI  
ÜZERİNE ETKİLERİ**

**Sajjad GHOLİZADEH KHAJEH**

**Yüksek Lisans Tezi  
İşletme Anabilim Dalı  
Muhasebe Finansman Bilim Dalı  
Prof. Dr. Mehmet SUPHİ ORHAN  
2014**

**Her haklı saklıdır**

**T.C  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**Sajjad GHOLİZADEH KHAJEH**

**BİST TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜNDEKİ FİRMALARDA  
ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN  
FİRMA KÂRLİLİĞİ ÜZERİNE ETKİLERİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**TEZ DANIŞMANI  
Prof. Dr. Mehmet SUPHİ ORHAN**

**ERZURUM-2014**



T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



**TEZ BEYAN FORMU**

20/01/2014

**SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

**BİLDİRİM**

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "Bist Tekstil, Deri Sektöründeki Firmalarda Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri" adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

- Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim/Raporum sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin/Raporumun 3 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

20/01/2014

**Sajjad GHOLIZADEH KHAJEH**



T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

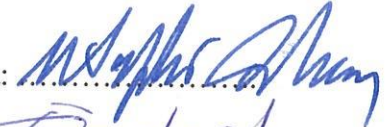


TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof. Dr. Mehmet SUPHİ ORHAN danışmanlığında, Sajjad GHOLİZADEH KHAJEH tarafından hazırlanan bu çalışma 20 / 01 / 2014 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından. İşletme Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Başkan** : Prof. Dr. Mehmet SUPHİ ORHAN

İmza: 

**Jüri Üyesi** : Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ

İmza: 

**Jüri Üyesi** : Doç. Dr. Fehim BAKIRCI

İmza: 

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. .... / ..... / .....

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM  
Enstitü Müdürü

**İÇİNDEKİLER**

<b>ÖZET</b> .....	<b>VI</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>VII</b>
<b>KISALTMALAR DİZİNİ</b> .....	<b>VIII</b>
<b>TABLOLAR DİZİNİ</b> .....	<b>IX</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

**BİRİNCİ BÖLÜM**

<b>ÇALIŞMA SERMAYESİ TANIMI VE ÇALIŞMA SERMEYESİ FİNANSMANI</b>	
<b>1.1. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN TANIMI</b> .....	<b>3</b>
<b>1.2. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN UNSURLARI</b> .....	<b>4</b>
<b>1.2.1. Dönen Varlıklar</b> .....	<b>4</b>
<b>1.2.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar</b> .....	<b>5</b>
<b>1.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ ÇEŞİTLERİ</b> .....	<b>5</b>
<b>1.3.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi</b> .....	<b>6</b>
<b>1.3.2. Sabit (Devamlı) Çalışma Sermayesi</b> .....	<b>7</b>
<b>1.3.3. Değişken Çalışma Sermayesi</b> .....	<b>8</b>
<b>1.3.4. Mevsimlik Çalışma Sermayesi</b> .....	<b>8</b>
<b>1.3.5. Devresel Çalışma Sermayesi</b> .....	<b>9</b>
<b>1.3.6. Olağanüstü Çalışma Sermayesi</b> .....	<b>9</b>
<b>1.4. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ</b> .....	<b>10</b>
<b>1.4.1. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olması</b> .....	<b>10</b>
<b>1.4.2. Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği</b> ....	<b>10</b>
<b>1.4.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlıdır</b> .....	<b>11</b>
<b>1.5. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN İŞLETME İÇİN ÖNEMİ</b> .....	<b>11</b>
<b>1.5.1. Çalışma Sermayesi Yönetimine Ayrılan Süre</b> .....	<b>11</b>
<b>1.5.2. Dönen Varlıklara Yapılan Yatırım Tutarı</b> .....	<b>12</b>
<b>1.5.3. İş Hacminin Genişlemesi ile Çalışma Sermayesi Arasındaki İlişki</b> .....	<b>12</b>
<b>1.5.4. Çalışma Sermayesi ile İşletmenin Karlılığı Arasındaki İlişki</b> .....	<b>12</b>

<b>1.6. İŞLETMELERDE ÇALIŞMA SERMAYESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>13</b>
<b>1.6.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler.....</b>	<b>13</b>
1.6.1.1. İşletmenin Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü.....	14
1.6.1.2. Varlık Devir Hızları ve Süreleri .....	15
1.6.1.3. Kar Dağıtımı ve İhtiyat Politikaları .....	16
1.6.1.4. İşletmenin Amortisman Politikaları.....	17
1.6.1.5.Kredi Bulma İmkânları.....	18
1.6.1.6. Satın Alma ve Satış Şartları.....	18
1.6.1.7. Üretim Süresi.....	19
1.6.1.8. Üretim Kapasitesi ve Birim Üretim Maliyeti .....	19
<b>1.6.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler.....</b>	<b>20</b>
1.6.2.1. Piyasadaki rekabet düzeyi.....	20
1.6.2.2. Vergi Uygulamaları .....	20
1.6.2.3. Teknolojik Değişmeler .....	21
1.6.2.4. Konjonktür Hareketleri ve Mevsimlik Dalgalanmalar .....	21
1.6.2.5. Enflasyon .....	22
<b>1.7. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMANI .....</b>	<b>22</b>
<b>1.7.1. Çalışma Sermayesinin İç Kaynaklarla Finansmanı .....</b>	<b>23</b>
1.7.1.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Kârlarla Finansmanı .....	23
1.7.1.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Amortismanlarla Finansmanı .....	23
1.7.1.3. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Nakit Akımının Hızlandırılması Yoluyla Finansmanı .....	23
<b>1.7.2. Çalışma Sermayesinin Dış Kaynaklarla Finansmanı.....</b>	<b>24</b>
1.7.2.1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	24
1.7.2.2. Orta ve Uzun Süreli Finansman Kaynakları.....	26
<b>1.8. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMANINDA KAYNAK SEÇİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>26</b>
1.8.1. Uygunluk .....	26
1.8.2. Risk .....	27
1.8.3. Maliyet .....	27
1.8.4. Esneklik .....	27

1.8.5. Finansal Kaldıraçtan Yararlanma.....	28
1.8.6. Kontrol ve Yönetim Paylaşılması.....	28
1.8.7. Zamanlama.....	28
1.9. ENFLASYONUN ÇALIŞMA SERMAYESİ ÜZERİNE ETKİSİ.....	29
1.10. ÇALIŞMA SERMAYESİ TUTARININ ÖNEMİ VE ÇALIŞMA SERMAYESİNİN YETERLİLİK ANALİZİ .....	29
1.10.1. Çalışma Sermayesinin Yeterli Olması .....	30
1.10.2. Çalışma Sermayesi Açığı.....	31
1.10.3. Çalışma Sermayesi Fazlalığı .....	33

## İKİNCİ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARININ YÖNETİMİ ve ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNDE ORANLARIN KULLANILMASI

2.1. ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARININ YÖNETİMİ .....	36
2.1.1. Nakit Yönetimi.....	38
2.1.1.1. Nakit Tanımı.....	38
2.1.1.2. Nakit Tutmanın Amacı.....	40
2.1.1.3. Nakit Yönetiminin Amacı.....	41
2.1.2. Alacak Yönetimi.....	43
2.1.2.1. Alacak Tanımı .....	43
2.1.2.2. Alacak Yönetiminin Amacı .....	44
2.1.3. Stok Yönetimi.....	45
2.1.3.1. Stok Yönetiminin Amacı .....	46
2.1.4. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Yönetimi.....	48
2.1.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Tanımı .....	48
2.1.4.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Yönetiminin Amacı .....	49
2.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN BİR ARACI OLARAK ORAN ANALİZLERİ.....	49
2.2.1. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Finansal Analiz.....	51
2.2.2. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Kullanılabilecek Oranlar.....	54
2.2.2.1. Likidite Oranları.....	55
2.2.2.1.1. Cari Oran.....	56

2.2.2.1.2. Asit Test (Likidite) Oranı .....	57
2.2.2.2. Faaliyet Oranları.....	59
2.2.2.2.1. Alacak Devir Hızı .....	60
2.2.2.2.2. Stok Devir Hızı .....	62
2.2.2.2.3. Nakit Devir Hızı.....	64
2.2.2.3. Kaldıraç (Finansal Yapı) Oranları.....	65
2.2.2.3.1. Borçlanma Oranı (Kaldıraç Oranı).....	66
2.2.2.3.2. KVKYK' nın Pasif (Aktif) Toplamına Oranı .....	67
2.2.2.3.3. UVYK' nın Pasif (Aktif) Toplamına Oranı .....	68
2.2.2.3.4. Özkaynak Oranı .....	68
2.2.2.3.5. Yabancı Kaynakların Özkaynaklara Oranı .....	69
2.2.2.3.6. Faiz Karşılama Oranı .....	69
2.2.2.3.7. Duran Varlıkların Uzun Vadeli Kaynaklara Oranı.....	69
2.2.2.3.8. Maddi Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı .....	70
2.2.2.3.9. Finansman Oranı .....	70
2.2.2.4. Karlılık Oranları.....	71
2.2.2.4.1. Brüt Kar Marjı: (Brüt Satış Karı/ Net Satışlar).....	72
2.2.2.4.2. Net Kar Marjı: (Net Kar/ Net Satışlar).....	73
2.2.2.4.3. Aktif Karlılığı.....	74
2.2.2.4.4. Özkaynak Karlılığı.....	75
2.2.2.5. Piyasa Performans Oranları .....	76
2.2.2.5.1. Fiyat Kazanç Oranı.....	77
2.2.2.5.2. Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı .....	78
2.2.2.5.3. Hisse Başına Kar Oranı .....	79

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMA KÂRLİLİĞİ

#### ÜZERİNE ETKİSİ

#### BIST TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜNE YÖNELİK PANEL VERİ ANALİZİ

#### 3.1. ANALİZDE KULLANILAN EKONOMETRİK YÖNTEM VE

#### AÇIKLAMALAR..... 81

#### 3.1.1. Panel Veri Analizi..... 81



<b>3.1.2. Panel Veri Modelleri.....</b>	<b>83</b>
<b>3.1.2.1. Klasik En Küçük Kareler Modeli (OLS) (Pooled estimation) .....</b>	<b>85</b>
<b>3.1.2.2. Tek Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV).....</b>	<b>85</b>
<b>3.1.2.3. İki Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV VE TIME) .....</b>	<b>86</b>
<b>3.1.2.4. Rassal Etkiler Yaklaşımı .....</b>	<b>87</b>
<b>3.1.2.4.1. Tek Faktörlü Rassal Etkiler Modeli (REM1) .....</b>	<b>87</b>
<b>3.1.2.4.2. İki Faktörlü Rassal Etkiler Modeli (REM2) .....</b>	<b>90</b>
<b>3.1.3. Panel Verilerde Durağanlık .....</b>	<b>91</b>
<b>3.1.3.1. Görsel Saptama-Korelogram.....</b>	<b>92</b>
<b>3.1.3.2. Dickey-Fuller Testi.....</b>	<b>93</b>
<b>3.1.4. Veri Seti ve Değişkenler .....</b>	<b>93</b>
<b>3.1.5. Model Tahmin Süreci ve Elde Edilen Bulgular .....</b>	<b>95</b>
<b>3.1.5.1.Tanımlayıcı İstatistikler .....</b>	<b>95</b>
<b>3.1.5.2.Durağanlık Testleri.....</b>	<b>96</b>
<b>3.1.6. Araştırmanın Bulguları.....</b>	<b>97</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>102</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>104</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>

**ÖZET****YÜKSEK LİSANS TEZİ****BİST TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜNDEKİ FİRMALARDA  
ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN  
FİRMA KÂRLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ****Sajjad GHOLİZADEH KHAJEH****Danışman: Prof. Dr. Mehmet SUPHİ ORHAN  
2014, 110 Sayfa****Jüri: Prof. Dr. Mehmet SUPHİ ORHAN  
Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ  
Doç. Dr. Fehim BAKIRCI**

Çalışma sermayesi, firmaların dönen varlıklarıyla kısa vadeli borç kaynakların yönetimini oluşturmaktadır. Bu yüzden çalışmada: nakit, alacak, stok ve kısa vadeli borçların yönetimi konusunda literatür araştırmalarından faydalanarak detaylı bilgilendirmeler yapılmıştır. Çalışmada, Tekstil ve deri işletmelerinin çalışma sermayesi yönetiminin uygulamaları hakkında bilgi edilebilmek amacıyla yapılan bir uygulama da yer almaktadır.

Bu çalışmada İMKB’de işlem gören Tekstil ve Deri sektörlerine ait 27 firma incelenmiş ve bu firmaların içinde 18 firmanın verileri süreklilik göstermiş.

Tekstil ve deri sektörüne ait 18 firmanın 2007-2008-2009-2010-2011-2012 dönemlerine ait verilerinden hareketle firmaların alacak devir hızı, borç devir hızı, stok devir hızı ve net ticaret süresi ile izlenen çalışma sermaye yönetiminin firma kârlılığına etkisi panel veri analizi ile incelenmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, stok devir süresi ve borç devir süresi ile brüt kar arasında anlamlı bir ilişki görünmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Çalışma Sermayesi Yönetimi, Nakit Yönetimi, Alacak Yönetimi, Stok Yönetimi, Tekstil ve Deri İşletmeleri

**ABSTRACT**

**MASTER THESIS**

**THE EFFECTS OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON  
FIRM PROFITABILITY IN TEXTIL AND LEATHER COMPANIES ON BIST**

**Sajjad GHOLIZADEH KHAJEH**

**Supervisor: Prof. Dr. Mehmet SUPHI ORHAN  
2014, 110 Pages**

**Jury: Prof. Dr. Mehmet SUPHI ORHAN  
Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ  
Assoc. Dr. Fehim BAKIRCI**

Working Capital Management is composed of current asset management and shortterm liabilities management. For this reason in this study have been done detailedinformations in light of the literature researches about cash, receivables, inventory and short-term liabilities managements. There is also a study to get detailed information about working capital management practices of the Textile and leather companies.

In this research 27 companies in BIST at the sector of textile and leather have studied which data of 18 companies consequently have shown.

With using data of 18 textile and leather firms traded in BIST for 2077-2008-2009-2010-2011-2012 years , the effect of number of days accounts receivable, payable and inventories and net trade cycle which are indicators of working capital management on firm profitabitily is tried to be investigated. the aim of this study shows that,turnover of inventory and turnover of liability have significant relationship with gross profit

**Keywords:** Working Capital Management, Cash Management, Receivable Management, Inventory Management, Textile and Leather Businesses

**KISALTMALAR DİZİNİ**

ÇSY	: Çalışma Sermayesi Yönetimi
VUK	: Vergi usul kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
UVYK	: Uzun vadeli yabancı kaynak
KVYK	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
F/K	: Fiyat / Kazanç
PD/DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
K/F	: Kazanç / Fiyat
VÖK	: Vergi Öncesi Kar
a.g.e.	: Adı Geçen Eser

**TABLolar DİZİNİ**

<b>Tablo 3.1.</b> Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Açıklayıcı İstatistikler .....	95
<b>Tablo 3.2.</b> ADF, Birim Kök Test Sonuçları .....	97
<b>Tablo 3.3.</b> Regresyon Modellere ait Hausman test sonuçları .....	98
<b>Tablo 3.4.</b> Regresyon Modellere ait F test sonuçları.....	99
<b>Tablo 3.5.</b> Sabit Etkili Model Tahmin Sonuçları .....	99

## GİRİŞ

Çalışma sermayesi yönetimi bir yıldan kısa sürede paraya çevrilebilen varlıkların yönetimini kapsamaktadır. Borçların faiz ve anapara ödemeleri likit varlıklara sahip olmayı gerektirdiği gibi, sabit varlıkların yenilenmeleri için gerekli fonlar, kar payı ödemeleri de likit fonlarla yani nakitle yapılmaktadır. Sabit varlıkların mülkiyetine sahip olunamadığı durumlarda kiralama yolu seçildiğinde gerekli kira ödemeleri yine nakit bulundurmaya gerektirir. Bu açıdan bakıldığında çalışma sermayesi yönetimi sadece paraya dönüşen varlıkların yönetimi değil, aynı zamanda diğer varlıkların yönetimini de kapsamakta, hatta firmayı tümünün yönetimini de içerecek bir genişlikte en azından diğer bölümlerle ilişkileri bulunan bir özelliكتedir.

İşletmenin ekonomik durumu hakkındaki bilgiyi en iyi şekilde çalışma sermayesi hesaplamaları ortaya koymaktadır. Özellikle envanter düzeyi, alacaklar ile işletme içi ve dışına akan nakit akımını düzenleyebilen işletmeler iyi çalışan işletmeler olarak kabul edilmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde çalışma sermayesi kavramı açıklanıp ve çalışma sermayesi yönetimi hakkında bilgi verilmeye çalışılmış, işletmenin çalışma sermayesi unsurları kısaca açıklanmıştır. Ayrıca çalışma sermayesinin finansmanı konusu ele alınmıştır. İşletmenin çalışma sermayesinin finansmanı konusunda hangi kaynaklardan yararlanabileceği ve işletmelerde çalışma sermayesini etkileyen faktörler açıklanmıştır. Bunun yanı sıra çalışma sermayesinin finansman politikaları ve çalışma sermayesi yönetiminin temel amaçları hakkında bilgi verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde çalışma sermayesi unsurlarının yönetimi: nakit yönetimi, alacak yönetimi, stok yönetimi ve kısa vadeli yabancı kaynak yönetimi ayrıntılı şekilde açıklanmıştır. Ayrıca çalışma sermayesi yönetiminde oranların kullanılması: likidite oranları, faaliyet oranları, kaldıraç (finansal yapı) oranları ve karlılık oranları ve piyasa performans oranları hakkında bilgi verilmiş ve ayrıntılı şekilde açıklanmıştır.

Son olarak üçüncü bölümde bist tekstil deri sektöründeki firmalarda çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerine etkisi panel veri analiziyle: panel veri modelleri(klasik en küçük kareler modeli, tek faktörlü sabit etkiler modeli, iki faktörlü sabit etkiler modeli), panel verilerde durağanlık, veri seti ve tahmin süreci ayrıntılı

şekilde açıklanmıştır. Ayrıca uygulama kısmında bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait açıklayıcı istatistikler SPSS programı yöntemiyle yapılmış ve firmaların performansları hakkında bilgi verilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ TANIMI VE ÇALIŞMA SERMEYESİ FİNANSMANI

#### 1.1. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN TANIMI

Çalışma sermayesi, bir işletmenin nakit, pazarlanabilir menkul varlıklar, alacaklar ve stoklara yapmış olduğu yatırım tutarıdır. Net çalışma sermayesi ise, işletmenin yukarıda tanımlanan kısa vadeli aktif yatırım tutarından kısa vadeli borçların çıkarılması ile bulunan tutardır<sup>1</sup>.

Kuruluş aşamasını tamamlamış, üretime hazır hale gelmiş bir işletmenin, üretime başlayabilmesi için gereken hammadde, işçilik, enerji, su, nakliye, depolama, sigorta vb. giderleri karşılaması için para ve krediye ihtiyacı vardır. Üretimin başlayabilmesi için gereken gider gruplarına bağlanan para ve krediye “Çalışma Sermayesi” denir.

Çalışma sermayesi, işletmenin faaliyetleri sonucunda sürekli olarak şekil değiştiren ve mal-nakit akımı yaratan varlıklardır. Diğer bir deyişle çalışma sermayesi, işletmenin cari aktif olup, işletmeyi yaşatan ve onu statik durumdan dinamik duruma geçiren unsurların tümüne denir<sup>2</sup>.

Çalışma sermayesi, işletmelerin kısa dönemli finansal ihtiyaçlarını karşılamakta ve ticari bir sermayeyi ifade etmektedir. Çalışma sermayesinin önemli bir unsuru olan stoklar, üretim sürecinde yaşanabilecek aksaklıkların ve talep artışını karşılayamamanın maliyetini azaltırken, fiyat dalgalanmalarına karşı işletmeyi korumaktadırlar. Bunun yanında, ticari alacaklar, özellikle talep düzeyinin düşük olduğu dönemlerde malın satın alınmasını teşvik etmekte, tüketicilerin ödemeyi yapmadan önce malın miktarı ve kalitesi konusunda ikna olunmasına ve işletmelerin tüketicileriyle uzun dönemli ilişkilerinin güçlenmesine yardımcı olmaktadır.

Çalışma sermayesi, işletmelere kısa dönemli kredi veren kuruluşlar için önemli bir kriter olup, yüksek düzeydeki çalışma sermayesi ve nakit, kreditorlerin işletmeye bakışını olumlu hale getirmektedir. Bununla beraber, bu tür varlıkların sermayenin

---

<sup>1</sup> Metin Türko, *Finansal Yönetim*, (İstanbul: Alfa Yayınları, 2002), s.231.

<sup>2</sup> Öcal Usta, *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara 2008, s.168.



karlılığına katkıda bulunmaması sebebiyle, çalışma sermayesine finansal performansı sınırlayan bir unsur olarak da bakılmaktadır<sup>3</sup>.

## 1.2. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN UNSURLARI

Çalışma sermayesinin unsurları olarak kabul edilen varlıklar, bir yıl içinde paraya dönüşme kabiliyeti olan kalemlerdir. Çalışma sermayesi unsurları, en çok bir yıl vadeleri olmaları yanında, bir yılda birden çok hareketlilik göstermektedir. Hareketliliğin derecesine göre, çalışma sermayesi unsurunun kullanımındaki etkinlik belirlenmekte, yetersizlik söz konusu ise tespit edilmektedir. Çalışma sermayesini oluşturan unsurlar, karşılıklı olarak birbirleriyle içten ilişkili olup, bir unsur hemen başka bir unsura dönüşebilmektedir<sup>4</sup>.

Çalışma sermayesi unsurlarını, Dönen Varlıklar ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar oluşturmaktadır

### 1.2.1. Dönen Varlıklar

Dönen varlıklar, para ile bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren, olağan koşullar altında bir faaliyet (çalışma) dönemi (genellikle bir yıl) içinde paraya çevrilebilir veya işletme faaliyetlerinde kullanılabilir veya tüketilebilir varlıkları kapsar.

İşletme yöneticileri, mali yönetimden sorumlu bulunanlar ve kredi kurumları için dönen varlıklar grubunun büyük önemi vardır. İşletmenin mali başarısı, aynı düzeydeki iş hacmine daha az kaynak kullanarak ulaşabilmesi, borçlarını vadesinde ödeyebilmesi, büyük ölçüde bu başlık altında toplanan değerlerin etkin yönetimine bağlıdır. Bu nedenle bilançolar, bir işletmenin dönen varlıklarının ilk bakışta açıkça görülebilmesini sağlayabilecek şekilde düzenlenmektedir<sup>5</sup>.

Çalışma sermayesi genellikle, dönen varlıkları ifade etmek için kullanılan bir kavram olması nedeniyle dönen varlıkları oluşturan tüm kalemler aynı zamanda çalışma sermayesinin de unsurları arasında yer almaktadır. Bu unsurlar kendi içerisinde paraya

<sup>3</sup> Yaşar Öz, B Güngör, “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi”, Erişim Tarihi: 06.03.2010, <http://e-dergi.atauni.edu.tr/index.php/SBED/article/viewFile/442/436>.

<sup>4</sup> Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, *Değere Dayalı İşletme Finansı “Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara 2009, s.276.

<sup>5</sup> Öztin Akgüç, *Mali Tablolar Analizi*, (10. bs.) Arayış Basın ve Yayıncılık, İstanbul 2002, s. 31.

en kısa sürede ve değerinden pek bir şey kaybetmeden dönüşebilme özelliğini ifade eden likidite esasına göre sıralanır Muhasebe uygulama genel tebliğinde de dönen varlıklar likidite esasına göre düzenlenmiştir. Bu unsurları şöyle sıralayabiliriz<sup>6</sup>

- Hazır değerler
- Menkul kıymetler
- Ticari alacaklar
- Diğer alacaklar
- Stoklar
- Yıllara yaygın inşaat ve onarım maliyetleri
- Gelecek aylara ait giderler ve gelir tahakkuklar
- Diğer dönen varlıklar

### **1.2.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar**

Kısa vadeli yabancı kaynaklar, işletmenin en çok bir yıl veya işletmenin normal faaliyet dönemi sonunda ödemesi gereken borçlarından oluşur. Kısa vadeli yabancı kaynaklar, aşağıdaki alt gruplardan oluşur:

- Mali borçlar
- Ticari borçlar
- Diğer borçlar
- Alınan avanslar
- Yıllara yaygın inşaat ve onarım hak ediş bedelleri
- Borç ve gider karşılıkları Gelecek aylara ait giderler ve gelir tahakkukları
- Diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar

### **1.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ ÇEŞİTLERİ**

İşletme sermayesinin belirtilmesi konusunda da birbirinden farklı tanımlar bulunmaktadır. Tanımlar aynı işletme sermayesini belirtmekten çok, değişik özellikleri taşıyan işletme sermayesini açıklamak içindir. Cari varlıklar, dönen varlıklar, mütedavil

---

<sup>6</sup> Murat Kıracı, *İşletmelerin Finansal Başarısızlığında ÇSY Rolünün Oranlar Yardımıyla Tespiti ve Ampirik Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000, s. 17.

kıymetler, işletme sermayesi olarak belirtmek istenildiğinde brüt işletme sermayesi kastedilmektedir. Faaliyetlerini sürdürmek amacıyla işletmelerin harcamalarda bulunmaları gerekmektedir<sup>7</sup>. Her işletmede gerekli fon miktarı değiştiği gibi değişik zamanlarda aynı işletmenin fon ihtiyaçlarında farklılıklar olmaktadır. Bunun yanında işletmeler faaliyetlerinin aksamaması amacıyla daimi olarak işletme sermayesi halinde kıymetlere ihtiyaç duyarlar. İşletme sermayesini tek bir tanımdan çok aşağıda belirtilen çeşitlere ayırarak incelemek uygun olmaktadır<sup>8</sup>.

### 1.3.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

Brüt işletme sermayesi, bir işletmede bir faaliyet dönemi içerisinde nakde çevrilebilecek olan fonlar yani işletmenin dönen varlık yatırımlarının toplamı olarak ifade edilir. Brüt çalışma sermayesi, çalışma sermayesi yönetimine ilişkin konuların, dolayısıyla sorumlulukların sınırlarını çizdiği için önem taşımaktadır. Bunlar likit değerler olarak, likidite derecelerine göre bilançonun aktifinde yer almaktadırlar. Böylece çalışma sermayesi yönetimi, cari aktiflerin yönetimi anlamını taşımaktadır<sup>9</sup>.

Net işletme sermayesi ise dönen varlıkların kısa vadeli borçları aşan kısmı olarak tanımlanır. Başka bir ifade ile öz sermaye ve uzun vadeli borçların, duran varlık yatırımında kullanılmayan kısmıdır<sup>10</sup>.

Bu yönü ile çalışma sermayesinin uzun vadeli kaynaklarla finanse edilen kısmını göstermektedir. Cari varlık ve kısa süreli borçların yukarıda açıklanan niteliklerine göre net çalışma sermayesi aşağıdaki bölümlere ayrılmaktadır<sup>11</sup>.

Temel net çalışma sermayesi, işletme faaliyetleri için dönen varlıkların gerekli seviyeleriyle, kısa süreli borçların uygun kabul edilebilecek seviyeleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Bu tür çalışma sermayesi iş hacminde azalma olmadığı, çalışma şartları değişmediği sürece seviyesini korumaktadır. Geçici net çalışma sermayesi, cari varlık ve kısa vadeli borçların işletme için uygun ve gerekli olmayan seviyeleri ile uzun vadeli

<sup>7</sup> Ahmet Aksoy, Kürşat, Yalçınar, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Ankara 2008, s.19.

<sup>8</sup> Sabri Bektöre, *İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi*, Sevinç Matbaası, Ankara 1970, s.4.

<sup>9</sup> Öcal Usta, *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Anadolu Matbaacılık, İzmir 2003, s.2.

<sup>10</sup> Ali Alagöz, *Sanayi İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya 1993, s.14.

<sup>11</sup> Aksoy, s.20.

aktif ve pasif unsurların bir yıl içinde işlem görecekle varlıklara dönüşen kısımlarından oluşmaktadır.

Net çalışma sermayesinin güvenilirliği, alacakların ve gelecekteki faaliyetlerin güvenlik marjını ifade etmektedir. Yeterli bir net çalışma sermayesi, işletmeye aşağıdaki faydaları sağlayabilmektedir:

1. Dönen varlıklardaki ani değer düşüşlerinin olumsuz etkisinden işletmeyi korur.
2. İşletmenin borçlarını zamanında ödemesini sağlar.
3. İşletmenin kredibilitesini yükseltir.
4. Doğal afet gibi olağanüstü durumlarda işletmenin finansal yönden zor duruma düşmesini önler.
5. Ürün taleplerini sürekli olarak karşılayacak miktarda stok ulundurulmasına olanak verir.
6. Alıcılara daha uygun şartlarla kredili satış yapılmasını sağlayarak, işletmenin satış hacmini artırabilir.
7. İşletmenin duran değerlerinin tam kapasite ile çalışabilmesine olanak sağlar<sup>12</sup>.

### **1.3.2. Sabit (Devamlı) Çalışma Sermayesi**

Normal, devamlı, sürekli veya esas çalışma sermayesi olarak da adlandırılan sürekli çalışma sermayesi, işletmelerin normal ve devamlı olarak kullandıkları çalışma sermayesini ifade eder<sup>13</sup>.

Likidite sıkıntısına düşmemek amacıyla firmada bulundurulan minimum düzeydeki nakit, üretimi aksatmamak için tutulan emniyet stoku v.b. firmanın dalgalanmalar dışındaki devamlı çalışma sermayesini oluşturmaktadır. Başka bir anlatımla, devamlı çalışma sermayesi bir firmada, faaliyet döneminin en durgun devresinde dahi faaliyetlerin yürütülebileceği minimum dönen varlık toplamı anlamına gelmektedir. Firmanın bulunduracağı devamlı çalışma sermayesi, bir minimumu ifade ettiğinden sabit niteliktedir.

Ancak bir yıldan daha uzun bir süre şekillerini koruma niteliğini gösteren (nakde

---

<sup>12</sup> Usta, s.130

<sup>13</sup> Muammer Erdoğan, *İşletme Finansmanı*, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Okulu Yayın No:2, Diyarbakır 1990, s.71.

dönüşmeyen) sabit varlıkların aksine, devamlı çalışma sermayesi kalemleri arasında bir cari aktiften diğerine sürekli bir değişme sürecinin olduğu unutulmamalıdır<sup>14</sup>.

Yani işletme faaliyetini sona erdirinceye kadar, devamlı çalışma sermayesi işletmede bulunmak zorunda olacaktır. Doğal olarak işletmenin faaliyet hacmi genişledikçe, devamlı işletme sermayesi miktarı da artacaktır<sup>15</sup>.

### **1.3.3. Değişken Çalışma Sermayesi**

İşletmelerin satışlarındaki artışlar ve ekonomik koşullar sebebiyle değişen talepleri karşılamak için sabit çalışma sermayesi seviyesinin üstünde bulundurması gereken ek çalışma sermayesi miktarıdır. Geçici veya belirli aralıklarla ihtiyaç duyulması özelliklerine göre ikiye ayrılır<sup>16</sup>.

### **1.3.4. Mevsimlik Çalışma Sermayesi**

Mevsimlik çalışma sermayesi iş hacminin yoğun olduğu mevsimlerde, mevsimlik talepleri karşılamak için işletmenin ihtiyaç duyduğu ek sermayesidir<sup>17</sup>.

İşletmeler, bu gibi ölü mevsim olarak isimlendirilen dönemlerde çalışma sermayesi sıkıntısı çekmemektedirler. Çünkü satışların yavaşladığı ve iyice azaldığı dönemlerde stok bulundurma ihtiyacı azalacak, tahsilâtlar da hemen hemen tamamlanmış olacağından alacak unsuru azalacak, bunların sonucunda da nakit mevcudu artış gösterecektir.

Nakit fazlalıkları ile kısa vadeli borç ödemeleri yapma imkânı olduğundan gereksiz faiz ödemelerinden kaçınılacaktır. Mevsimlik dalgalanmalarla satışların daraldığı nakdin arttığı dönemlerde nakit fazlaları değişik şekillerde değerlendirilebilmektedir. Borç ödemelerinde kullanılmaması halinde bir sonraki satışların hızlanacağı mevsimdeki ihtiyaçlarda kullanılmak üzere muhafaza edilebilecektir.

Bu yol tercih edildiğinde çalışma sermayesinin seviyesi aynı kalacak, sadece

---

<sup>14</sup> Türko, s.227.

<sup>15</sup> Türko, s.227.

<sup>16</sup> Türko, s.227.

<sup>17</sup> Alagöz, s.16.

yapısı deęiŖecektir. Atıl tutmanın maliyetlerinden kurtulmak amacıyla fazla nakitler, getiri sağlayan kısa sũrede paraya çevrilebilmekte ve pazarlanma kabiliyeti bulunan menkul kıymetlere yatırılarak değerlendirilebilmektedir. Satışların hızlandığı dũnemde ise tekrar diğer unsura dũnũřtũrũlerek kullanılabilir<sup>18</sup>.

Faaliyetlerinde mevsimlik veya periyodik bir dalgalanma ngrũlmeyen firmaların teorik olarak mevsimlik çalışma sermayesi ihtiyaçları olmayacaktır. Faaliyetlerin mevsimsel veya periyodik olarak yoğunlaşması ek çalışma sermayesi ihtiyacı doğurabilmektedir<sup>19</sup>.

### **1.3.5. Devresel alışma Sermayesi**

İşletmeler devresel dalgalanmaların etkisinde kalarak çalışma sermayelerini artırma ihtiyacı duyabilecekleri gibi, başarılı bir dũnem sonunda iş hacimlerini genişletmek isteyeceklerinden sabit çalışma sermayesine ek bir çalışma sermayesi teminine de gidebileceklerdir. Böyle bir durumda bu ek sermayenin öz kaynaklar ve kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi en uygun yol olmaktadır<sup>20</sup>.

### **1.3.6. Olaęanũstũ alışma Sermayesi**

İşletmelerin, grevleri, yangınları, sel baskınları, deprem gibi olaęanũstũ durumlarda karşılaştıkları gũlũkleri en aza indirebilmek için bulundurdıkları çalışma sermayesidir.

Ayrıca retimde değişiklik yapılması, yeni dağıtım yöntemlerinin uygulanması, iş hacmini aniden geliştirecek siparişlerin alınması gibi durumlarda da çalışma sermayesi ihtiyacı doğabilmektedir.

Böyle durumlarda satışların yavaşlaması veya durması nedeniyle çalışma sermayesi dngũsũ ve para akışı normal seyrini kaybederek aksama göstermektedir.

Olaęanũstũ alışma

Sermayesi, beklenmeyen durumlarda firmaların çalışmalarının aksaması

---

<sup>18</sup> Aksoy, s.21.

<sup>19</sup> Tũrko, s.228.

<sup>20</sup> Erdoğan, s.72

karşısında Başvuracakları bir çalışma sermayesi türü olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>21</sup>.

Böyle durumlarda ihtiyaç duyulacak çalışma sermayesinin tahmini imkânsız olduğundan, karşılaşılabilecek tehlikelerin kısmen önlenmesi için işletme kârlarının fazla olduğu dönemlerde kârlardan bir kısmı ihtiyat olarak ayrılmalıdır<sup>22</sup>.

#### **1.4. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ**

Çalışma sermayesi yönetimi işletmelerin hedeflerine ulaşmasında önemli yer tutmaktadır. Yoğun rekabet ortamında işletmenin ayakta kalabilmesi, faaliyetlerini sürdürebilmesi ve topluma yarar sağlayabilmesi için yeterli çalışma sermayesi buldurması ve çalışma sermayesi yönetimine gereken önemi göstermesi gerekmektedir. Çalışma sermayesi kalemlerinin özellikleri şöyle sıralanabilir; kısa vadeli dirler, birbirleriyle sürekli etkileşim ve dönüşüm içerisindedirler ve birlikte meydana gelmeyen faaliyetlere bağlıdır<sup>23</sup>.

##### **1.4.1. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olması**

Çalışma sermayesinin unsurları olarak kabul edilen varlıklar bir yıl içerisinde paraya dönüşmektedir. Nakit ile başlayan dönüşüm tekrar nakit ile bitmektedir. Nakit hammaddeye, hammadde işlenerek mamule, mamuller satılması ile alacaklara, alacaklarda tekrar nakde dönmektedir. Belirtilen bu dönüşüm yılda çeşitli defalar olabileceği gibi en geç bir yılda gerçekleşebilmektedir<sup>24</sup>.

##### **1.4.2. Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği**

Çalışma sermayesi unsurlarının kısa vadeli olduklarını belirtmiştik, bu kısa zaman içerisinde bu unsurlar birbirleri ile sürekli etkileşim ve kendi içerisinde dönüşüm içerisindedir. İşletme, kasasındaki mevcut para ile üretim için gerekli hammaddeyi sipariş verir. Bunun sonucunda, hammadde işletmenin eline geçerken, satıcılara da borçlanılmış olmaktadır. İşletmenin eline geçen hammadde stoklarda bir artışa neden

<sup>21</sup> Sinan Aytekin, *Hastane İşletmelerinde Finansal Açıdan Stok Yönetiminin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s.18.

<sup>22</sup> Erdoğan, s.72.

<sup>23</sup> Kiracı, s18 .

<sup>24</sup> Aksoy, s.16-17.

olur. İşletme gerekli görüldüğü takdirde ihtiyacı olan ilave stokları ticari kredi ile satın alabilir, böylece krediler artar. Bu hammaddeyi mamule çevirmek için işçilik gerekmektedir, burada da işçilere borçlar oluşmaktadır. Bunlar için nakit kullanılır. Üretim sonucunda mamul elde edilir.

Mamul stokları kredili olarak satıldığında alacaklar oluşur. Müşterilerden yapılan tahsilâtlar ise işletmenin kasa ve banka bakiyelerini oluşturur. Buradan sağlanan fonlar ile alınan krediler geri ödenir. Bu şekilde nakit-stoklar-alacaklar – nakit olarak adlandırdığımız dönüşümü belirtmek için “döner sermaye” kavramı da kullanılmaktadır<sup>25</sup>.

### **1.4.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlıdır**

Bir işletme üretim, satış, tahsilât gibi üç temel fonksiyondan oluşmaktadır. Bu üç temel fonksiyon aynı anda yerine getirilmiş olsa çalışma sermayesi yönetiminin bir önemi kalmayacaktır. Örneğin, işletme üretmiş olduğu malların hepsini hemen satabiliyor olsa, stok yönetiminin bir önemi kalmayacaktır. Yine aynı şekilde, satışları peşin olarak yürütüyor olsalar, alacak yönetimine ihtiyaç duyulmayacaktır. Buradan da anlaşılacağı gibi çalışma sermayesi unsurlarında değişimler birlikte meydana gelmediği gibi, önceden planlanmış biçimde de her zaman gerçekleşmemektedir<sup>26</sup>.

## **1.5. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN İŞLETME İÇİN ÖNEMİ**

Çalışma Sermayesi Yönetiminin işletmeler açısından önemi, beş başlık altında toplanabilir. Bu başlıklar ile ilgili genel bilgiler çalışmanın aşağıdaki kısımlarında açıklanacaktır.

### **1.5.1. Çalışma Sermayesi Yönetimine Ayrılan Süre**

Birçok ilginç araştırma, yöneticilerin, sürekli olarak diğer varlık çeşitlerine dönüşebilen kısa vadeli yatırımların dönen varlıklarından oluşan günlük çalışma sermayesi kararlarına, dikkate değer zaman harcadıklarını ortaya çıkarmıştır. Farklı

<sup>25</sup> Kiracı, s. 19.

<sup>26</sup> Ercan Ban, s. 277.



çalışma sermayesi unsurları seviyesindeki karar alma süreci, alışılmış, rutin ve fazla zaman alan bir yapıya dönüşmüştür. Birçok işletmenin başarısızlığı, finans yöneticilerinin, işletmelerinin dönen varlık ve kısa vadeli yabancı kaynakları konusundaki plan ve yönetimindeki eksikliklerinden kaynaklanan yetersiz çalışma sermayesi yönetimine yüklenebilir. Çalışma sermayesi yönetimine hala birçok işletmede çok az önem verilse de, önemi gelecek yıllar süresince görülebilir<sup>27</sup>.

### **1.5.2. Dönen Varlıklara Yapılan Yatırım Tutarı**

Önem derecesi faaliyet kollarına göre değişmekle beraber, dönen varlıklar, bir firmanın varlık toplamı içerisinde büyük yer tutmaktadır. Dönen varlıklara yapılan yatırımın büyüklüğünün yanı sıra bu değerlerin, bir biçimden diğer biçime (para-mal-alacak-para) hızla dönüşmesi finansman yöneticisinin dikkatini bu konu üzerinde yoğunlaşmasına yol açmaktadır<sup>28</sup>.

### **1.5.3. İş Hacminin Genişlemesi ile Çalışma Sermayesi Arasındaki İlişki**

Bir işletmenin satış hacminin büyümesi ile dönen varlıkların finansman gereksinmesi arasında yakın ve dolaysız bir ilişki mevcuttur. Satışların gelişmesi, işletmenin stoklarında, alacaklarında ve likit değerlerinde derhal bir artış ihtiyacını gerekli kılar. İşletmenin belirli bir satış hacmine ulaşabilmesi için dönen varlıklarını arttırması zorunludur<sup>29</sup>.

### **1.5.4. Çalışma Sermayesi ile İşletmenin Karlılığı Arasındaki İlişki**

Dönen varlıklara yatırım ile işletme karlılığı arasında bir ilişki vardır. Dönen varlıklara aşırı yatırım, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme kabiliyetini artırır. Başka bir ifadeyle, böyle bir durumda işletmenin yükümlülüklerini yerine getirme olasılığı artar. Dönen varlıklara gereğinden fazla yatırımın ise fırsat maliyeti söz

---

<sup>27</sup> B. A. Ranjith Appuhami, "The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study Across Industries in Thailand", *International Management Review*, 4(1), 2008, s. 10.

<sup>28</sup> Akgüç, s. 204.

<sup>29</sup> Akgüç, s. 204.

konusudur. Döner varlıklara aşırı yatırım, karlılıktan fedakârlık demektir<sup>30</sup>.

Çalışma sermayesi ne ölçüde düşük tutulur ise, buna o derecede az sermaye bağlanmış olacaktır ve bu nedenle sermayenin maliyeti düşük olacaktır. Buna karşılık çalışma sermayesinin düşük olması; gerektiğinde satış yapamama, fırsatlar kaçırma gibi kar kaybına neden olur. Yüksek çalışma sermayesi ise, hem borçları hem de faizleri zamanında ödeyememeye neden olabilecektir. Finans yöneticisi bu hesapları yapacak ve beklentilerine göre bir karar alacaktır<sup>31</sup>.

Bu nedenlerden ötürü bir işletme döner değerlere yapılacak yatırım tutarını saptarken, karlılık ve risk faktörlerini göz önünde bulundurmak ve bu iki faktörü bağdaştırmak durumundadır.

Çalışma sermayesi yönetimi, işletme karlılığı, risk ve dolayısıyla işletme değeri üzerinde önemli etkilere sahiptir. Çalışma sermayesinin, işletme karlılığını etkilemesi sebebiyle bu yatırımlar konusunda yürütülecek politikalar, işletmeler açısından hayati önem taşımaktadır. Çalışma sermayesi politikası, cari aktiflerin her bir kalemi için hedef düzeyler ve bu aktiflerin nasıl finanse edileceği konusundaki temel politika kararlarını içermektedir. Etkin bir çalışma sermayesi yönetimi, bir yandan işletmenin kısa dönemli yükümlülüklerini yerine getirmede ortaya çıkabilecek risklerin ortadan kaldırılmasını, bir yandan da cari aktiflere aşırı yatırım yapılmasını engellemek için cari aktif ve pasiflerin iyi bir şekilde planlanmasını ve kontrolünü içerir<sup>32</sup>

## **1.6. İŞLETMELERDE ÇALIŞMA SERMAYESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

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

### **1.6.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler**

Çalışma sermayesi ihtiyacı sektörden sektöre, işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Çalışma sermayesine duyulan ihtiyaç işletmenin şekline göre değişiklik

<sup>30</sup> Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa 2003, s. 249.

<sup>31</sup> Zeyyat Hatipoğlu, *Ayrıntılı İşletme Finansı*, (1. Bs), Sedok Yayınları, İstanbul 1995, s. 84.

<sup>32</sup> Akgüç, s.205.

göstermektedir. Gelecek günlerdeki ve aylardaki çalışma sermayesinin yeterli seviyede olabilmesini sağlamak için şimdiden çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenmesi gerekir. Ancak, geleceğin belirsizliğinden dolayı çalışma sermayesi ihtiyacı tam olarak belirlenemez. Fakat yaklaşık olarak belirlemek için bazı yöntemler kullanılabilir. Bu yöntemlerden işletme içi faktörler aşağıda açıklanacaktır.

### **1.6.1.1. İşletmenin Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü**

İşletmelerin büyüklüğü ve faaliyet konularına göre çalışma sermayesi ihtiyacı da farklılık göstermektedir. Çalışma sermayesi yönetimi özellikle küçük işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. Bu tür işletmeler sabit değerleri kiralararak, sabit değerlere yapacakları yatırımları sınırlandırabilirler, ancak para mevcudu, alacak ve stoklara yapacakları yatırımlardan kaçınma yolu yoktur. Bu bakımdan küçük işletmelerde yöneticiler açısından dönen değerler çok önemlidir. Küçük işletmeler için sermaye piyasasından, hatta kredi kurumlarından uzun süreli fon sağlama olanağı çok sınırlıdır. Bu nedenle, finansmanda daha çok kısa süreli fonlara yönelim söz konusudur<sup>33</sup>.

Küçük işletmeler, teknolojik yetersizlik ve satın alma vadelerinin düşüklüğünden dolayı, daha fazla gider gerektirecek ve dolayısıyla fiyat rekabetine dayanabilmek için daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır. Büyük işletmeler ise, fiyat rekabetine gireceklerinden dolayı giderler artacak ve dolayısıyla fazla çalışma sermayesi bulundurmamak zorunda kalacaklardır. İşletmelerin faaliyet alanlarına göre de çalışma sermayesi ihtiyacı farklılık göstermektedir. Hizmet işletmeleri ve imalat işletmelerini karşılaştırıldığında, hizmet işletmelerinin mal alıp satan ve ya imalat işletmelerine göre daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duydukları görülmektedir<sup>34</sup>.

Üretim işletmelerinin, ticari ve hizmet işletmelerine göre duran varlık yatırımları daha fazla olduğundan görece olarak bu tür işletmelerde dönen varlıkların toplam aktif içerisinde payı daha azdır. Dolayısıyla, bu tür işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı daha azdır ve çalışma sermayesi yönetimine verdikleri önem görece olarak daha düşüktür. Ticaret işletmelerinde ise, dönen varlıklara daha fazla fon ayrılmaktadır ve

---

<sup>33</sup> Akgüç, s. 208.

<sup>34</sup> Erdoğan, s. 90.

çalışma sermayesi yönetimine verilen önem daha fazladır<sup>35</sup>

Küçük işletmelerde cari aktiflerin toplam varlıklar içindeki payının, büyük firmaların cari aktiflerinin toplam varlıkları içindeki payına göre daha fazla olması beklenmektedir. Pnches (1984) çalışmasında; bunun başlıca nedenlerini şöyle sıralamıştır;

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

Bu zorunlulukta, üretim ve dağıtım sürecinde daha fazla makine ve teçhizat kullanılmasını gerektirmektedir. Küçük işletmeler, sabit değerleri kiralamak suretiyle, maddi duran varlıklara yapacakları yatırımları sınırlandırabilirken, nakit tutma, alacak ve stoklara yapacakları yatırımlardan kaçınmamaktadırlar. Çalışma sermayesi ihtiyacı, kısmi ödemelerin bulunduğu bazı işletmelerde azaltılabilir. Örneğin, inşaat işleriyle uğraşan bir işletme inşaatın ilerlemesi nispetinde tahsilâta bulunabilir. Ayrıca, devir süresi fazla olan işletmelerde çürümeler, moda ve stil değişimleri pek az olacağından çalışma sermayesi ihtiyacı azdır<sup>36</sup>.

#### 1.6.1.2. Varlık Devir Hızları ve Süreleri

Çalışma sermayesi yönetiminin amacı, işletmedeki işlem döngüsü sürecini en aza indirerek, faaliyetleri en az nakit düzeyi ile sürdürmek ve böylece karlılığı maksimum kılmaktır. Bir başka deyişle, belirli bir dönemde işlem döngüsü sürecini mümkün olduğu kadar fazla tekrar ettirmektir. Çünkü bir işletmenin satışları üzerindeki kar yüzdesi düşük olsa bile, cari aktif yatırımlarında yüksek bir devir hızı sağlanarak tatminkâr bir kar seviyesine ulaşılabilir. Diğer taraftan, işletmenin satışlar üzerindeki kar yüzdesi yüksek ise, tatminkâr sayılan kar dönen varlık yatırımlarının daha az devrinden sağlanacaktır. İşte iki rakam arasındaki oran anlamına gelen rasyo, devir hızları ve sürelerinin ölçülmesinde bir araç olmaktadır. O.muare (1977) çalışmasında,

<sup>35</sup> Kiracı, s. 23.

<sup>36</sup> Erdoğan, s.90.

dönen varlık devir hızı ne kadar yükselirse işletmede çalışma sermayesi ihtiyacı o kadar az olacak ve çalışma sermayesinin temel kaynaklarından sayılan karın da artmış olacağını belirtmiştir.

### **1.6.1.3. Kar Dağıtımı ve İhtiyat Politikaları**

Karı yüksek olan işletme, kar düzeyi düşük olan işletmeye göre çalışma sermayesi ihtiyacını daha fazla karşılama olanağına sahiptir. Çünkü işletmelerde satış karının bir bölümü henüz tahsil edilmemiş alacaklara bağlı kaldığı halde, bir bölümü de paraya dönüşerek işletmenin borçlarının ödenmesinde ve işletmeye varlık alınmasında kullanılmaktadır. İşleme bu karı çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullandığından, işletme dışı kaynaklardan fon toplanmasına gerek kalmamaktadır. Firma değerinin artırılması, en azından korunabilmesi için istikrarlı bir kar payı dağıtımının gerçekleştirilmesi amacıyla yedek akçe olarak ayrılmış karların dağıtılması yoluna gidilebilmektedir. Kazanç elde edilemeyen ve mali yönden sıkıntının bulunduğu dönemlerde firmanın nakit girişleri de azaltılmaktadır.

Daha önceki yıllara ait kardan ayrılan cari yedek akçelerin kar payı olarak dağıtılması çalışma sermayesine duyulan ihtiyacı artıracak, kar elde edilmeyen, nakit girişlerinin az olduğu yıllarda kar payı ödemeye gidilmesi ise çalışma sermayesi ihtiyacını daha da şiddetlendirebilecektir. Aksoy (1990) bildirdiğine göre, özellikle enflasyonist ortamda faaliyet gösteren işletmelerin faaliyet hacimlerini koruyabilmeleri için yeni kaynaklara ihtiyaçları vardır. Bu durumda dış kaynak kullanımı işletmenin küçülmesine neden olacağından, faaliyet

Hacmini korumak amacıyla gerekli çalışma sermayesi finansmanında dağıtılmayan karın kullanılması en fazla görülen yöntemdir. İşletmede karların bir kısmı ortaklara dağıtılmak zorundadır. Çünkü ortakların işletmeye yatırım yapmalarının temel nedeni sermayeleri karşılığında belirli bir kazanç elde etmektir. Bu yüzden, işletmenin kar dağıtım politikası çalışma sermayesi üzerinde oldukça önemlidir.

Kısacası, dağıtılacak kar işletmenin içinde bulunduğu koşullara uygun olmalı ve doğru zamanda dağıtılmalıdır. Bütün kar payı ödemelerinin aynı anda yapılmaması işletmeye ödeme kolaylığı sağlayacaktır. Ayrıca, sürenin uzaması da dağıtılacak karların bir süre çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmasına ve yeni karlardan

yararlanılarak ödemelerin yapılmasına imkân verir. İşletme yönetiminin karın büyük bölümünün dağıtımına karar vermesi, yönetimin işletme çıkarlarını uzun vadede düşünmediğinin bir göstergesidir. Çünkü değişik adlarda işletmede alıkonan karlar, işletmelerin büyümeleri sırasında karşılaşılabilecekleri güçlükleri aşmada başvuracakları bir kaynak olmaktadır<sup>37</sup>.

#### **1.6.1.4. İşletmenin Amortisman Politikaları**

Amortisman, İşletme bir yıldan fazla kullanılan ve yıpranmaya, aşınmaya veya kıymetten düşmeye maruz kalabilen sabit varlıkların VUK' unda belirtilen değerlendirme hükümlerine göre değerlerinin yok edilmesi işlemine denilmektedir. Teknik bir tanımlama ile amortisman ve itfa, sabit varlık değerlerinin kanunda belirlenen süre veya oranlar dâhilinde yıllara paylaşılması suretiyle her yıla isabet eden giderin bulunması işlemidir.

Amortismanların çalışma sermayesine etkisi çalışma sermayesine etkisi uygulanacak amortisman yöntemine göre değişir. En fazla karşılaşılan amortisman yöntemleri normal amortisman ve azalan bakiyeler yöntemleridir.

#### **Normal Amortisman Yöntemi:**

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

#### **Azalan Bakiyeler Yöntemi:**

Kalan değerler üzerinden amortisman yöntemi olarak da ifade edilen bu yöntemle ilişkin esaslar aşağıda açıklanmıştır: Normal amortisman oranının iki katı alınır. Vergi mevzuatı açısından bu oran %40'ı geçemez. Örneğin, normal amortisman oranı olarak %10 tespit edilmiş ise bu yöntemde uygulanacak amortisman oranı ( %10 x 2 =) %20 olur<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Alagöz, s.41.

<sup>38</sup> Salih Kaval, *Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Kayseri İmalat Sanayi Uygulaması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Denizli 2009,. S.17.

### 1.6.1.5. Kredi Bulma İmkânları

Para piyasasında kredi bulma imkânı olan işletmeler kasa ve bankada daha az para tutacaklardır. Çünkü gerektiğinde kredi bulabileceklerine güvenirlir. Ancak, bu imkânları olmayan işletmeler kasa ve bankada daha fazla para tutacaklardır. Bu durumda da çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır<sup>39</sup>.

### 1.6.1.6. Satın Alma ve Satış Şartları

Üretim için gerekli girdilerin piyasadan kredili ya da peşin alınması, satışların peşin ya da kredili yapılma durumu ile kredili alım ve satım için uygulanan kredi döneminin uzunluğu çalışma sermayesi ihtiyacının miktarını doğrudan etkiler. Örneğin, on beş gün vadeli satış yapan bir işletmenin kırk beş gün vadeli satış yapan bir işletmeye göre çalışma sermayesi ihtiyacı daha az olacaktır. Çünkü birinci işletmenin alacak devir hızı ikinci işletmeden daha yüksektir. Bunun için çalışma sermayesi ihtiyacı daha az olacaktır. İkinci işletmenin fonları alacaklara daha uzun süre bağlı kaldığından çalışma sermayesi ihtiyacı daha fazladır. Satın alımlarını uzun vadede yapan işletmeler, kısa vadeli yapanlara oranla daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar. Çünkü uzun vadeli satın alma kredilerinden yararlanan işletmelerin yapacakları peşin satışlarla veya alacakların tahsilâta temin ettikleri nakitler borçların vadesi gelmeden kasalarına girecektir.

Vadesi gelen borçlar ise sıkıntıya düşmeden ödenecektir. İşletmenin satışlarda tanıdığı vadenin uzunluğu ise çalışma sermayesi üzerinde tersi bir etki yaratacaktır. Yani, satışlarını uzun vadede yapan işletmeler kısa vadeli satış yapan işletmelere oranla daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı ile karşı karşıya kalacaktır. Birçok işletme satışlarını kısa vadede satın alımlarınıza uzun vadeli yapmak sureti ile çalışma sermayesi ihtiyacı azaltmak istemektedirler. İşletmelerin kullandığı stokların yapısı, mevsimlik özellik göstermesi, tedarik süresi vb. sebeplerde çalışma sermayesini etkilemektedir.

Örneğin, domates salçası üreten bir işletme ürünün bol olduğu yaz döneminde stok yaparak üretim için uzun bir süre stok bulundurmak zorundadır. Bu durum

---

<sup>39</sup> Kaval, s. 18-19.

işletmenin likiditesini bozacağından vadesi dolan borçlarını karşılayabilmesi için, çalışma sermayesi ihtiyacını mevsimlik olarak artıracaktır. Malların tedarik edilmesinde kullanılan ulaşım sistemi de çalışma sermayesi üzerinde etkili olmaktadır. Karayolu, havayolu ve boru hattı gibi ulaşım sistemlerine bağlı olarak stok seviyesi artıp azalabilecektir. Yurt içinden temin edilenler ile yurt dışından ve uluslararası alanlardan tedarik edilenlerin de en azından tedarik süreleri işletmelere bağlı olarak değişecektir. Alışlarını küçük partiler halinde ve sık aralıklarla tedarik etme imkânına sahip işletmeler ile uzun vadelerle büyük miktarlarda tedarik edenler arasında çalışma sermayesinin seviyesi açısından farklar olacaktır. Alışlarını büyük partiler halinde yapanların çalışma sermayesi ihtiyacı artarken, bu tür işletmelerin stok sipariş giderlerinde tasarruf sağlanmakta fakat stok bulundurma giderleri artmaktadır<sup>40</sup>.

#### **1.6.1.7. Üretim Süresi**

Çalışma sermayesi ihtiyacı ile bir işletmenin üretim süresi arasında doğrudan doğruya bir ilişki vardır. Bir işletmenin üretim sürecinde girdilerin mamul biçimine dönüşümü için gerekli zaman süresi uzadıkça çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır. Çünkü üretim giderlerinin işletmeye satış geliri olarak geri dönüşü gecikecektir. Bu durumda çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır. Üretim işletmeleri için, imalat süresi kısa olan işletmelerin uzun olan işletmeye göre, ticari işletmeler için de satılacak malların tedarik süresi kısa olan işletmenin uzun olan işletmeye göre çalışma sermayesi ihtiyacı daha azdır<sup>41</sup>.

Örneğin gazete basımı ile uğraşan bir yayınevi ile kitap basımı ile uğraşan bir yayınevinin imalatta geçen süreleri farklıdır. Kitap basımı ile uğraşan yayınevinin imalat süresi birkaç ayı kapsayacağından çalışma sermayesi ihtiyacı imalat süresine bağlı olarak artacaktır. Gazete basımı ile uğraşan yayınevinin ise, imalat süresi bir gün olduğu için bu işletmenin ihtiyaç duyacağı sermaye miktarı daha az olacaktır.

#### **1.6.1.8. Üretim Kapasitesi ve Birim Üretim Maliyeti**

Birim üretim maliyetleri ve üretim kapasiteleri yüksek olan işletmelerin çalışma

---

<sup>40</sup> Erdoğan, s. 92.

<sup>41</sup> Kiracı, s. 24.



sermayesi ihtiyaçları da fazla olacaktır. Çünkü üretime bağlanan para miktarı fazladır İşletmenin mevcut kapasitesini tamamen kullanamaması ve atıl kapasite bulundurması durumunda ihtiyaç duyacakları çalışma sermayesi tutarı azalacaktır. Düşük kapasite ile çalışıldığında atıl kapasite için hammadde kullanımına, imalat giderleri tüketimine ve bu atıl kapasiteden üretilen mamullerin satışından oluşacak alacak kalemlerine gerek olmayacak ve çalışma sermayesi ihtiyacı azalacaktır<sup>42</sup>.

### **1.6.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler**

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

#### **1.6.2.1. Piyasadaki rekabet düzeyi**

Rekabetin yoğun olduğu piyasalarda, gerek kredili satışlara yönelme durumunda alacakların artması, gerekse diğer işletmelerle rekabet etmek amacı ile gerekli faaliyetleri başlatmak için çalışma sermayesi ihtiyacı artabilir.

#### **1.6.2.2. Vergi Uygulamaları**

Vergiler işletmenin finansal politikalarını belirlemede çok önemli yere sahiptir. Vergi işletmenin net gelirlerinden düşülmesi gereken ilk giderdir. Vergi genel olarak çalışma sermayesi üzerinde olumsuz etki yaratır. Vergiler tarh edilmeden önce, askıda kalmış pasif, tarh edildikten sonrada ödenecek kısa vadeli pasif olarak bilânçoda yer alır<sup>43</sup>.

Vergi işletmenin karı üzerinden hesaplanarak tahsil edildiğinden, işletmenin tüm faaliyetlerine ilişkin plan ve programların finansmanı ödenecek vergi miktarı kadar kısıtlanmış olur. İşletmelerin ödeyecekleri vergiler şahıs ve sermaye şirketi olması açısından farklılıklar gösterir. Vergiler işletmelerin çalışma sermayelerini artırıcı nitelik taşırlar. Vergi ödeme dönemi geldiğinde işletmenin nakit ihtiyacı ortaya çıkacaktır.

---

<sup>42</sup> Kaval. s. 19-20.

<sup>43</sup> Kaval. s. 20 .

Vergi ödemesi sonucu işletme karının bir kısmı dışarı çıkmakta, karın çalışma sermayesini finanse eden kısmı azalmaktadır. Vergi uygulamaları içinde dikkat edilmesi gereken başka bir faktör de, işletmelerin çalışanların ücretlerinden kesilen gelir vergisi stopajları ve sosyal sigortalar kurumu primlerinin kesintinin yapılmasından belirli bir süre sonra kuruma ödemek zorunda olmasıdır. Kesintinin yapılması ile ödeme arasındaki sürelerde işletme bu kaynakları kullanma imkânına sahiptir. Katma değer vergisi de aynı şekilde ödeme zamanına kadar işletmede kullanılabilir. Gecikme faiz ve cezalarının az olması durumlarında işletmeler bu ceza ve faize katlanarak daha uzun süre fonları kullanmaktadır<sup>44</sup>.

### **1.6.2.3. Teknolojik Değişmeler**

Teknolojik gelişmeler doğrultusunda işletmeler zaman içerisinde emek yoğun teknolojiyi terk edip sermaye yoğun teknolojiye geçiş yapmaya başlamışlardır. Teknolojideki her gelişme çalışma sermayesini etkilemektedir. Bükler (1997) bildirdiğine göre, teknolojinin getirdiği yeni üretim araçları, hammadde üretim ve elde etme maliyetini düşürürken, daha az miktarda hammadde kullanımına olanak sağlamaktadır. Ucuz hammadde ve malzemenin kullanımı, maliyetleri ve iş gücünü azaltıcı etki yapmaktadır. Bu teknolojik üretim araçları sayesinde daha kaliteli mamul imal edilecek, bunun sonucunda da satış vadeleri kısılacaktır. Ayrıca, işletmenin karlılığının artması çalışma sermayesi ihtiyacının karlarla finansmanına olanak sağlayacaktır. Teknolojik gelişmenin avantajının yanında dezavantajı da vardır. Örneğin, bu teknolojinin elde edilmesi sırasında yeni yatırımların yapılması veya kiralanması gerekmektedir. Bu da çalışma sermayesini artırıcı rol oynamaktadır.

### **1.6.2.4. Konjonktür Hareketleri ve Mevsimlik Dalgalanmalar**

Bazı işletmeler Konjonktür dalgalanmanın etkisini daha fazla hissetmektedirler. Konjonktür hareketleri ve mevsimlik dalgalanmalarda, stoklar, satışlar, tahsilâtlar, kredi durumları zaman zaman değiştiğinden, bunlara bağlı olarak çalışma sermayesi ihtiyacı da değişmektedir. Bu ihtiyaç, iş hacmine bağlı olarak daha fazla veya daha az olacaktır. Konjonktür hareketleri ve mevsimlik dalgalanmalara tabi olan işletmelerin çalışma

---

<sup>44</sup> Alagöz, s.44.

sermayesi ihtiyacı daha fazladır <sup>45</sup>.

### **1.6.2.5. Enflasyon**

Enflasyon fiyatlar genel düzeyindeki sürekli ve hissedilir artış eğilimidir. Genel fiyat düzeyinin yüksek olması veya bir defalık yükselme enflasyon değildir. Enflasyon fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve hissedilir ölçüde yükselmesi şeklinde ifade edildiği gibi, para değerinin düşmesi veya paranın değer kaybetmesi olarak ta tanımlanabilir. Enflasyon işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacını önemli ölçüde etkilemektedir. İşletmeler enflasyonist ortamlarda daha yoğun bir çalışma sermayesi kullanma veya yetersiz ise temin etme sorunlarıyla karşı karşıya kalmaktadır.

Enflasyon dönemlerinde firmaların çalışma sermayeleri yetersiz kalacağından, çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır. Enflasyon dönemlerinde firmalar günlük ihtiyaçlarını yürütebilmek için daha fazla paraya ihtiyaç duyacaklar. Diğer taraftan, reel olsun veya olmasın, enflasyon etkisiyle artan satışlar da alacakların büyük boyutlara ulaşmasına neden olur. Enflasyon dönemlerinde firmaların stok tutarlarında da hem parasal, hem de miktar olarak artışlar görülür. Fiyat artış beklentileri, geleceğin belirsizliği, tedarik imkânlarının azalacağı kuşkusu firmaları stoklara daha fazla yatırım yapmaya iter <sup>46</sup>.

## **1.7. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMANI**

Çalışma sermayesinin finansmanı, işletmenin toplam finansman politikasının bir parçasıdır ve uzun vadeli finansman kaynağı ile yakından ilgilidir. Bir firmada nakit giriş ve çıkışları tam bir zaman uyumu içerisinde gerçekleşse idi, kuşkusuz o firmanın ek çalışma sermayesi ihtiyacı olmayacaktı.

Ancak gerçek yaşamda firmaların ödemeler ile alacak tahsillerinin farklı zamanlarda olması, özellikle faaliyetlerin mevsimlik hareketlerin etkisinde kalması, izlenen stok ve satış politikaları ek çalışma sermayesi ihtiyacının ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

İşletmenin finansman politikası ortaya konurken, fonların sağlanması ve yatırımı

---

<sup>45</sup> Erdoğan, s. 91.

<sup>46</sup> Türko, s. 210.

açısından likidite ve işletmenin değerinin en üst düzeye çıkarılması gibi iki uç nokta arasında bir denge kurulmaya çalışılır. İşletmenin finansman politikasının başarısı bu dengeye bağlıdır<sup>47</sup>

Çalışma sermayesinin finansmanı işletme içi ve işletme dışı kaynaklardan sağlanabilir.

### **1.7.1. Çalışma Sermayesinin İç Kaynaklarla Finansmanı**

İşletmeler, çalışma sermayesi finansmanı için kendi faaliyetleri sonucu oluşturdukları fonları kullanabilirler. Bu kaynaklar arasında kârlar, amortismanlar ve nakit akımlarının hızlandırılması yer alır.

#### **1.7.1.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Kârlarla Finansmanı**

Bu kaynaklar içerisinde en önde işletmenin bir dönem içerisinde elde etmiş olduğu kârı gelmektedir. Eğer işletme faaliyetleri kâr ile sonuçlanmışsa bu kârı, yeni yatırımlarda kullanabilir, ortaklarına dağıtabilir veya işletmede bırakıp çalışma sermayesinin finansmanında kullanabilir.

#### **1.7.1.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Amortismanlarla Finansmanı**

Çalışma sermayesinin finanse edilmesi amortismanlar yoluyla da olabilir. İşletmenin ürettiği ürüne ilişkin satış fiyatı, yıpranma paylarını da içeren artı kârdır. Mallar satıldığında satış tutarı ile birlikte maliyet unsurları dolayısı ile amortisman karşılıkları nakit olarak hemen kasaya dönecek veya alacaklara bağlanarak günü geldiğinde tahsil edilerek kasaya para olarak girecektir. Böylece çalışma sermayesinin bir kısmı bu yolla finanse edilebilecektir.

#### **1.7.1.3. Çalışma Sermayesi İhtiyacının Nakit Akımının Hızlandırılması Yoluyla Finansmanı**

Nakit akımı, işletmenin kasasında başlayıp yine işletmenin kasasında sona eren bir kavramdır. Nakit akımının hızlandırılması veya nakit dönüşüm süresinin kısaltılması

---

<sup>47</sup> Serpil Canbaşı, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Adana 1976, s. 7.

yoluyla da ek bir fon kaynağı ortaya çıkarmadan çalışma sermayesi finanse edilebilir. Ayrıca, nakit akımının kısa ve uzun süreli olması da çalışmada sermayesini etkilemektedir<sup>48</sup>.

### **1.7.2. Çalışma Sermayesinin Dış Kaynaklarla Finansmanı**

Çalışma sermayesi, işletme dışı kişi ve kurumlardan faiz karşılığında, belirli bir süre kullanıp geri ödenmek üzere alınan fonlar yoluyla da finanse edilebilir. İşletme dışı finansman kaynakları olarak adlandırılan bu fonları vadelerine göre iki gruba ayırabiliriz:

- ✓ Kısa Süreli Finansman Kaynakları
- ✓ Orta ve Uzun Süreli Finansman Kaynakları

#### **1.7.2.1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları**

İşletmelerin bir faaliyet dönemi içerisinde geri ödemek zorunda oldukları borçları kısa süreli finansman kaynakları olarak tanımlanır. İşletmeler bu kaynaklardan genellikle çalışma sermayesinin finansmanında yararlanırlar. Çünkü kısa süreli finansman kaynaklarının bir faaliyet dönemi içerisinde geri ödenecek olması, işletmeleri bu kaynakları kısa bir süre içerisinde nakde çevirme zorunluluğu ile karşı karşıya getirir. Başlıca kısa süreli finansman kaynakları; kısa süreli ticari krediler, kısa süreli banka kredileri, para piyasalarında satılan kısa süreli bonolar, factoring, alacakların menkul değer şekline dönüştürülmesi ve diğer kısa süreli kaynaklardan oluşur. Kısa vadeli kredinin avantaj ve dezavantajları şu şekilde sıralanabilir:

➤ Kısa vadeli bir borç uzun vadeli bir borca göre daha çabuk alınabilir. Borç verenler uzun vadeli kredi vermeden önce daha kapsamlı bir finansal inceleme yapacaklardır ve bu borç sözleşmesi çok daha kapsamlı bir şekilde düzenlenecektir. Çünkü 10 yıldan 20 yıla uzanan bir süreçte çok şeyler meydana gelebilir. Bu yüzden işletmenin fonlara acele ihtiyacı varsa, kısa dönemli piyasalara bakmalıdır.

➤ Kısa vadeliye karşılık uzun vadeli borcun maliyeti; kısa vadeli borç faiz oranları uzun vadeli borç faiz oranlarından düşüktür. Dolayısıyla, eğer işletme uzun

---

<sup>48</sup> Kiracı, s. 38.

vadeli yerine kısa vadeli borç alırsa, fonların elde edildiği zamanda faiz giderleri daha düşüktür.

➤ Borç alan firmanın riski; kısa vadeli borç uzun vadeli borçtan genellikle daha ucuz olmasına rağmen, kısa vadeli borçlar finansman uzun vadeli borçla finansmana göre borç alan firmayı daha büyük riske maruz bırakır. Bu risk iki nedenle ortaya çıkar. Birincisi, işletme uzun vadeli borç alırsa, faiz giderleri sabit olacak ve böylece geçen zaman boyunca değişmez olarak kalacaktır. Fakat kısa vadeli kredi kullanırsa, faiz giderleri büyük ölçüde dalgalanacaktır. Bazen de oldukça yüksek olacaktır. İkincisi eğer firma kısa vadeli borç alırsa, kendisini bu borcu ödeyemeyecek bir durumda bulabilir ve öyle zayıf bir durumda olabilir ki borç veren borcu yenilemeyecektir. Bu durum firmayı iflase götürebilir. Bunlara ek olarak ekonomik durumun kötüleşmesi, kredi veren kurumların mali yapılarının bozulması gibi nedenlerle kredi kanallarının kapanması, kısa vadeli borçlarla faaliyetlerini finanse eden işletmelerin yeni kaynak bulmalarını zorlaştıracığından, finansman konusunda sıkıntı yaşamalarına neden olacaktır.

➤ Esneklik; işletmenin fon ihtiyaçları mevsimlik ya da devresi ise, şu nedenlerden dolayı uzun vadeli borca girmek istemeyebilir.

-Uzun dönemli borç için borç alma maliyetleri daha yüksektir.

-Uzun dönemli borç erken geriye ödenebilir olmasına rağmen, borç sözleşmesinin önceden ödeme hükmünü kapsamaması koşulu ile önceden ödeme cezaları pahalı olabilir. Bu yüzden, işletme kısa dönemli fon ihtiyacının yakın gelecekte azalacağını düşünüyorsa, kısa vadeli borcu seçmelidir. Çünkü geri ödeme esnekliği sağlar.

-Uzun dönemli borç sözleşmeleri daima firmanın gelecekteki hareketlerini sınırlayan hükümler ya da koşullar içerir. Fakat kısa vadeli kredi sözleşmeleri daha az sınırlayıcıdır<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Eugene F. Brigham, *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sarıaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları No:213, Ankara 1999, s. 320.

### **1.7.2.2. Orta ve Uzun Süreli Finansman Kaynakları**

Orta vadeli finansman kaynakları, işletmelerin vadesi 1-8 yıl arasında olan borçları olarak ifade edilir. Uzun vadeli finansman kaynakları ise ödeme süresi sekiz yıldan daha uzun olan borçları olarak tanımlanır. Yatırım, donatım ve çalışma sermayesi finansmanı için kullanılan orta vadeli finansman kaynakları genellikle bankalar tarafından sağlanır. Uzun vadeli finansman kaynakları ise ihtisas bankaları ve sermaye piyasasından temin edilir<sup>50</sup>.

## **1.8. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMANINDA KAYNAK SEÇİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

Birçok faktör, finans yöneticisinin en uygun sermaye yapısının belirlenmesi konusundaki kararlarını etkilemektedir. İşletmelerin durumu birbirlerinden farklı olabileceğinden, bu kararların alınmasında önem verilecek etmenler, ekonominin durumu, endüstri ve firmanın özellikleri hatta yöneticinin risk alma tercihlerine göre değişiklik gösterebilir. Buna rağmen, çeşitli finansman kaynakları arasında seçim yapılırken, firmanın kaynak bileşimi saptanırken bazı genel ilkeler dikkate alınabilir. Finansmana ilişkin kararlarda, kaynaklar arasında seçim yaparken göz önünde bulundurulabilecek genel ölçütleri inceleyelim<sup>51</sup>.

### **1.8.1. Uygunluk**

Uygunluk ifadesiyle temin edilen fonların, finansmanında kullanıldıkları varlıkların niteliği ile tutarlı ve uyum içinde olması kastedilmektedir. Bunun anlamı ise, firmanın duran varlıklarının uzun veya sürekli kaynaklarla; dönen varlıkların sürekli bir nitelik göstermeyen bölümünün kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gerektiğidir.

Duran varlıklarla dönen varlıkların süreklilik gösteren kısımlarının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi bu varlıkların sağlayacağı para akısı ile ilgilidir. Bu varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi, söz konusu varlıkların nakit girişi yaratmadan, bedellerinin ödenmesi gibi finansal açıdan sakıncalı bir durum yaratır. İşletme fon yaratma kapasitesini artırmadan, bu varlıkların finansmanında kullandığı

<sup>50</sup> Alagöz, s. 50.

<sup>51</sup> Akgüç, s. 448.

yabancı kaynakları ödemek zorunda kalması, firmayı mali açıdan zor duruma düşürebilir<sup>52</sup>.

Bu yüzden işletmenin duran varlıklarının finansmanında uzun vadeli kaynakları, dönen varlıklarının finansmanında kısa vadeli kaynakları kullanmaları uygun olacaktır.

### 1.8.2. Risk

İşletmeler, finansmana ilişkin kararlarında risk ile kârlılığı dengelemek zorundadırlar. Finansal kaldıraçtan aşırı ölçüde yararlanmayı amaçlayan spekülâtif bir finansman politikası, yüksek kârlar sağlayabileceği gibi, işletmenin varlığının tehlikeye düşmesi gibi olumsuz sonuçlarda meydana getirebilir<sup>53</sup>.

Satışları dalgalanma gösteren işletmelerin kârlarındaki dalgalanma, özellikle maliyet yapısı içerisinde sabit giderlerin payı yüksek olan işletmelerde daha yüksek boyutlardadır. Kârları istikrarsız olan bu firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha çok öz sermaye kullanmaları gerekir. Böylece işletmeler yüksek olan is riskini, düşük bir finansman riskiyle dengeleyebilirler<sup>54</sup>.

### 1.8.3. Maliyet

İşletmeler, finansman kaynakları arasında bir tercih yaparken maliyet unsurunu ve finansman şekillerinin kârlılık üzerine olabilecek etkisini de dikkate almak durumundadırlar.

### 1.8.4. Esneklik

Esneklik, işletmenin ihtiyaçlarına göre finansman kaynaklarından yararlanabilmesidir. Kısacası işletmenin varlıkları arttığı zaman genişleyebilmesi, azaldığı zaman da kolaylıkla daralabilmesidir. Finansmanda esneklik sağlanması, işletmenin içinde bir süre için de olsa atıl

Kalan fonları en aza indirerek, kaynak maliyeti ve işletme kârlılığı üzerine olumlu etki yapar<sup>55</sup>.

<sup>52</sup> Akgüç, s. 501.

<sup>53</sup> Alagöz, s. 62.

<sup>54</sup> Akgüç, s. 502.

<sup>55</sup> Filiz Yıldız, *Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Erzurum 2009, s. 28.



### 1.8.5. Finansal Kaldıraçtan Yararlanma

Finansal kaldıraç, öz sermayenin kârlılığını veya anonim şirketlerde hisse senedi başına elde edilen net geliri etkiler. İşletme, sağlamış olduğu fonların bir bölümü karşılığında sabit ve sınırlı bir ödeme yapıyorsa finansal kaldıraç etkisi söz konusudur.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi (Belirli bir FVÖK düzeyinde)} = \text{FVÖK} / (\text{FVÖK} - C)$$

C sembolü, işletmenin temin ettiği fonlar karşılığında yapmış olduğu faiz ödemelerini göstermektedir. Bir firmanın faiz ödeme gücü ne kadar fazla ise, finansman kaldıraç derecesi ° derecede düşüktür. Finansman kaldıraç derecesini tayin eden en önemli kalem faizlerdir. İşletmelerin sürekli borçlanarak finansal kaldıraçtan yararlanma olanağı sınırsız değildir. Finansman şekli riskli bir durum aldıkça, borç bulma olanağı zayıflayacak hatta ortadan kalkacaktır. Ayrıca bulunacak yabancı kaynağın maliyeti de yükselecektir.

### 1.8.6. Kontrol ve Yönetim Paylaşılması

İşletmelerin finansmanda kullanacakları kaynakların planlanmasında göz önünde bulundurulacak diğer bir nokta, işletmenin mevcut sahip veya sahiplerinin işletme üzerindeki kontrol yetkilerini paylaşmak isteyip istemedikleridir. İşletme yöneticilerinin öncelikli amacı, işletmenin yönetimini ellerinde bulundurmaktır, kontrol yetkilerine devam etmekse, ek fona ihtiyaç duyulduğunda izlenecek yol, borçlanmadır. Genellikle orta vadeli kredilerde ve işletmenin finansman şeklinin riskli bir durum olması hallerinde, kredi veren kuruluşlar, koruyucu bir önlem olarak hazırladıkları sözleşmelerle işletme yönetimine karışma imkânı elde etmek istemektedirler. Oysa kısa vadeli kredilerde geri ödeme süresi yakın olduğundan böyle bir durum söz konusu olmamaktadır<sup>56</sup>.

### 1.8.7. Zamanlama

Zamanlama, işletmenin fonları gereksinme duyduğu zaman elverişli koşullarla sağlanmasını ifade eder. Bunun için işletmeler para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından takip etmeli, kısa süreli finansman bonoları veya hisse senedi ve

---

<sup>56</sup> Yıldız, s 29.

tahvil çıkarılmasının bu piyasaların elverişli bulunduğu zamanlarda yapmaları gerekir<sup>57</sup>.

### 1.9. ENFLASYONUN ÇALIŞMA SERMAYESİ ÜZERİNE ETKİSİ

Enflasyonun yükseldiği dönemlerde sürekli artan fiyatlar, işletmelerin çalışma sermayelerini yetersiz hale getirmekte ve çoğu kez tahmin edilenin üzerinde bir çalışma sermayesi ihtiyacı doğurmaktadır. Enflasyon dönemlerinde, firmaların günlük faaliyetlerini yerine getirmek için ihtiyaç duydukları fon miktarı giderek artış göstermektedir. Firmaların, enflasyon sebebiyle artmamış olmasına rağmen artmış görünen satışları, ticari faaliyetten doğan alacak miktarını arttırmaktadır. Enflasyon dönemlerinde, stok kalemlerinde herhangi bir miktar değişikliği olmamasına rağmen bu kalemlerin parasal tutarı artış göstermektedir. Bu sebeple firmalar enflasyon dönemlerinde, emniyet stoklarını artırmak zorunda kalmaktadırlar.

Ayrıca fiyat artışlarından yararlanma isteği de, hammadde ve yarı mamul alımlarını artırmakta ve stok fazlalığına neden olmaktadır. Yaşanılan enflasyonun türü de çalışma sermayesine duyulan ihtiyacın şiddetini etkilemektedir. Örneğin durgunluk dönemlerinde fiyat artışlarının yaşanması firmaların çalışma sermayesine olan ihtiyacını aşırı şekilde artırmaktadır. Ekonomik durgunluğun müşterilerin ödeme güçleri üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkiler sonucu şüpheli alacaklar miktarının artması çalışma sermayesine duyulan ihtiyacın şiddetini artırmaktadır<sup>58</sup>.

### 1.10. ÇALIŞMA SERMAYESİ TUTARININ ÖNEMİ VE ÇALIŞMA SERMAYESİNİN YETERLİLİK ANALİZİ

Çalışma sermayesine bağlanan para işletmenin pazar payı veri alınacak olursa, büyüyen pazar karşısında satışlardaki artışa bağlı olarak zaman içerisinde artacaktır. Çalışma sermayesine bağlanan para miktarının artmasında parasal büyümenin de büyük etkisi olacaktır<sup>59</sup>.

Ne tutarda fonun çalışma sermayesi olarak ayrılarak döner varlıklara bağlanacağı

<sup>57</sup> Akgüç, ss. 448-451.

<sup>58</sup> M, Özdemir, *Finansal Yönetim*, Türkmen Kİtabevi, İstanbul 1999., s. 146.

<sup>59</sup> A, Gönenli, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, (6. Baskı), İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No:3463, İstanbul 1988, s. 404.

şu açılardan önemli bir husustur:

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

### 1.10.1. Çalışma Sermayesinin Yeterli Olması

Çalışma sermayesinin yeterli olmasından; işletme faaliyetlerinin aksamadan sürdürülmesi risk düzeyinin artırılmadan karlılığın yükseltilmesi borçların zamanında ödenmesi anlaşılmalıdır. Çalışma sermayesinin düzeyini birçok faktör belirlemektedir. Bunlar<sup>60</sup>;

1. İşletmenin niteliği, faaliyette bulunduğu sektör,
2. İmalat süresi veya satılacak malların tedarik süresi, birim maliyeti,
3. İşletmenin satış hacmi, stokların devir hızı, alacakların devir hızı,
4. Dönen varlıkların değerinde düşme olasılığı, konjektür hareketleri, kullanılan teknoloji vb.

Çalışma sermayesi, işletmenin faaliyetlerini herhangi bir mali sıkıntıya düşmeden en ekonomik şekilde yürütebilmesine ve mali bir felaket tehlikesine katlanmadan ani ihtiyaçları karşılayabilmesine yetecek tutarda olmalıdır. Çalışma sermayesinin yeterli olması işletmeye bazı yararlar sağlamaktadır. Bunları şu şekilde sıralamak mümkündür;

- a) Dönen varlıklardaki ani değer düşüşlerinin olumsuz etkisinden işletmeyi korur,
- b) İşletmenin borçlarını zamanında ödemesini sağlar,
- c) İşletmenin kredi değerliliğinin artmasına yol açar,
- d) Olağandışı durumlarda, işletmenin mali yönden zor durumlara düşmesini önler,
- e) İşletmenin tam kapasitede çalışmasına olanak verir,
- f) Alıcılara tanınan vadenin uzatılması yolu ile rekabette üstünlük sağlayarak,

<sup>60</sup> N. Aydın, vd., *Finansal Yönetim*, T.C. Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayını, Eskişehir 2001, s. 118.

satışların ve dolayısıyla karlılığın artmasına katkıda bulunur,

g) Karların daha rahat bir biçimde ortaklara dağıtılmasını kolaylaştırarak kar payı politikasının yönlendirilmesine yardımcı olur,

h) Müşteri gereksinimlerini taleplerini doyurucu şekilde karşılayacak miktarda stok bulundurmasına olanak verir,

i) Yeterli çalışma sermayesi işletmenin likiditesini dengeleyip, riski makul seviyelere getirerek karlılığın mümkün olduğunca artırılmasını, diğer bir ifadeyle likidite, risk ve karlılık üçgeninin dengelenmesini sağlar.

### 1.10.2. Çalışma Sermayesi Açığı

İşletmelerde çalışma sermayesi açığının oluşması temelde iki durumda söz konusudur. Biri, işletmelerin kuruluşu sırasındaki hatalı hesaplamalar sonucunda çalışma sermayesinin uygun miktardan az tespit edilmesi, diğeri ise; işletmeler faaliyete geçtikte sonra, önceleri yeterli olan miktarın, çeşitli nedenlerle yetersiz hale dönüşmesidir. Her iki durumda da çalışma sermayesi, işletmelerde faaliyetlerin aksamasına yol açabilmekte; bu ise işletmeler için önemli bir nokta olmaktadır.

Çünkü cari borçların zamanında ödenememesi, işletmelerde faaliyetlerin devamı için gerekli harcamaların yapılamaması ve dolayısıyla işletmeleri iflasa kadar sürükleyen bir süreci tetiklemektedir. İşletmelerde çalışma sermayesi açığının belirtileri olarak aşağıdaki hususlar gösterilebilir<sup>61</sup>:

- Borçların zamanında ödenememesi,
- Değişen çalışma koşullarına uygun olarak hammadde ve malzeme stoklarının artırılamaması,
- Kısa vadeli borçların gereğinde fazla oluşu ve dönen varlıklara yakın seviyeye ulaşması
- Alıcılara tanınması gereken vadenin rahatça verilememesi,
- İşletme mamullerine talebin artması halinde, iş hacmini geliştirecek üretim araçlarının temininde mali güçlüklerin ortaya çıkması.

<sup>61</sup> Mehtap Şen Ö., *İşletme Sermayesi Yönetimi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniv., Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 1995. s. 10.

Çalışma sermayesinin yeterli seviyenin altına inmesinde temel neden yönetim hatası olmakla birlikte, çalışma sermayesi seviyesini etkileyen çeşitli faktörlerdeki beklenmeyen ani değişimler de yetersizliğe yol açmaktadır. Çalışma sermayesi açığının oluşmasına yol açan nedenler şu şekilde sıralanabilir<sup>62</sup>:

- İşletme faaliyetlerinin zararlarla sonuçlanması halinde çalışma sermayesi azalacaktır. Zararın nedeni rekabet v.b. olaylar sonucunda fiyatların düşmesi ya da kötü bir satış politikası olabileceği gibi giderlerin kontrol edilmeyip çoğalması da olabilir.

- İşletmede olağandışı olayların neden olduğu büyük hacimli tamir ve bakım giderleri ile yenileme harcamaları büyük zararlara sebebiyet verebilir. Yangın, sel, deprem, kaza gibi olağanüstü olaylar da harcamaları artırarak çalışma sermayesini azaltabilirler.

- Yanlış bir kar dağıtım politikasının uygulanması da çalışma sermayesini azalmaktadır. Kar dağıtımını için mali yapısı uygun olmamasına rağmen çeşitli amaçlar için karın dağıtılıp, firma dışına çıkarılması, firmanın çalışma sermayesini azaltmaktadır.

- Maddi duran varlık alınması halinde de çalışma sermayesi azalmaktadır. Özellikle maddi duran varlık alımında çalışma sermayesi unsurlarının kullanılması ya da kısa vadeli kaynaklarla finans edilmek suretiyle duran varlık alınması çalışma sermayesini azaltmaktadır.

- Firmanın sahip olduğu satılabilir senetlerin ve stokların düşük bedellere satılarak fon kaybı yaratması çalışma sermayesini azaltmaktadır.

- Fiyatların artması sonucunda, işletmelerin en az eski seviyesinde stok bulundurmaya ve müşterilerini finanse etmek istemesi karşısında çalışma sermayesi yetersiz kalabilir.

- Firmanın çalışma sermayesi unsurları arasında yer alan alacaklar tutarının vadesinde tahsil edilememesi, çürük ve tahsili imkânsız alacakların çoğalması çalışma sermayesi tutarını azaltmaktadır.

- Çeşitli nedenlerle firmanın küçülme politikası uygulayarak, sermayesini azaltması, uzun vadeli borçların ödenmesi gibi durumlarda çalışma sermayesinin

---

<sup>62</sup> Aksoy, s.161.

azalmasına yol açmaktadır.

Çalışma sermayesi yetersizliğini gidermek için alınabilecek önlemler ise şöyle sıralanabilir<sup>63</sup>:

- Uzun vadeli kaynak sağlanması,
- Bankalardan, satıcılardan yeni krediler alınması,
- Satış fiyatlarının yeniden ayarlanması,
- Alacak devir hızının artırılması,
- Stokların azaltılması ve/veya stok devir hızının artırılması,
- Üretim kapasitesini etkilemeyecek şekilde duran ve bağlı değerlerin azaltılması,
- Kısa vadeli borçların konsolide edilmesi (işletme kısa vadeli borçlarını uzun vadeli borç haline dönüştürerek, vadesi gelmiş borçlarını ertelemek suretiyle çalışma sermayesinin durumunu kuvvetlendirebilir),
- İşletmenin ödenmiş sermayesini artırması ve artan para ve dönen varlık dışında işletmeye konulması.

### 1.10.3. Çalışma Sermayesi Fazlalığı

İşletmelerin daha güvenle çalışmayı istemeleri nedeniyle, bilançolarında gerekli olandan daha çok çalışma sermayesine rastlanabilir. Çalışma sermayesinin fazlalılığı, çalışma sermayesi unsurlarının işletme çalışmaları için gerekli olandan daha yüksek seviyede ya da kısa vadeli borçların gereğinden daha düşük seviyede olmaları durumunda söz konusu olmaktadır<sup>64</sup>.

Bazı durumlarda işletmelerin bütçelenmiş sermaye harcamalarında dahi zorunlu olarak bir gecikme olabilmektedir. Dolayısıyla, işletmeler çok azda olsa, birtakım sıkıntılara düşmemek amacıyla gereğinden fazla çalışma sermayesi bulundurmaya tercih edebilmektedirler.

Optimal seviyenin üzerinde işletme sermayesi likiditeyi artırıp riski azaltmakta, buna karşın karlılığı düşürmektedir. Normal seviyeden fazla işletme sermayesine sahip

<sup>63</sup> Şen, s.12.

<sup>64</sup> Oktay Güvemli, *Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi Analizi*, Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayınları, No:2, İstanbul 1973, s. 118.

olmanın belirtilerinden bazıları şunlardır<sup>65</sup>:

- Cari aktif unsurlarının gerekenden fazla olması,
- Kısa vadeli borçların hiç olmaması ya da çok düşük olması,
- Stok seviyesinin ihtiyaç duyulan miktarın üzerinde olması,
- Müşterilere tanınan kredilerin artması ve vadelerinin uzaması,
- İşletmede paraya dönüştürülebilen varlıklara yapılan yatırımların artması.

İşletmeler daha güvenli çalışmak istemeleri nedeniyle, bazen gerekli olandan daha fazla çalışma sermayesine sahip olabilirler. İşletmelerin aşırı derecede çalışma sermayesine sahip olmalarının nedenleri şöyle özetlenebilir<sup>66</sup>:

- İşletmenin kuruluşu sırasında çalışma sermayesinin hatalı tespit edilmiş olması,
- İşletmenin, duran varlıklarını finanse edebilmek için gereğinden fazla özsermaye bulundurması, uzun vadeli borçlanması veya gereğinden fazla tahvil ve hisse senede çıkarması,
- Duran varlıkların satılması ve satılan duran varlıkların yerine yenilerinin alınmaması,
- Faaliyet karının dağıtılmaması, dağıtılmayan karın duran varlık yatırımlarına veya benzer yatırımlara aktarılmaması,
- Amortisman ve tükenme payı ayrılması yolu ile duran varlıkların duran varlıkların yenilenmesinde kullanılmamaları nedeniyle zamanla çalışma sermayesi dönüşmesi. İşletmelerde gereğinden fazla bulunma nedenleri ve belirtileri açıklanan çalışma sermayesi, işletmelerin hesaplarında kalmaya devam ettikçe bir takım tehlikeleri de beraberinde getirmektedir.

Yatırıma dönüştürülmeyle, optimal miktarın üzerinde çalışma sermayesi bulundurulmasının işletmelere vereceği zararlar şu şekilde açıklanabilir<sup>67</sup>:

- Gerektiğinden fazla çalışma sermayesi bulundurmamak, işletmelerin karlılık derecesini düşürmektedir. Çünkü çalışma sermayesinin kullanılmayan kısmı, atıl

---

<sup>65</sup> Aksoy, s.164.

<sup>66</sup> Şen, s.14.

<sup>67</sup> Bektöre, s.15.

kalmasına veya verimli alanlara yatırılmış olmamasına rağmen yine de kardan hisse almakta, bu durum ise, işletmelerde karlılığın düşük olmasına yol açmaktadır.

- İşletmelerin çalışma sermayelerindeki fazlalık, fazla miktarda cari borçlanmalardan ileri geliyorsa, gereksiz borçların faizleri nedeniyle karı azaltıcı bir durum ortaya çıkacaktır.

- Çalışma sermayesinin fazlalığı, gereksiz harcamalara ve alımlara yol açabilmektedir. Cari aktif değerinin aşırı olması ve gereksiz değerlere fazla para yatırılması, işletmelerin faaliyetlerinin aksamasına yol açmaktadır.

- Çalışma sermayesinin fazla olmasına rağmen, yapılan gereksiz alım ve harcamalar, işletmelerin likidite durumlarını bozmakta, oluşacak çalışma sermayesi açığını kapatmak için bankalara başvuru halinde ise işletmelerin kredi talepleri geri çevrilebilmektedir.



## İKİNCİ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARININ YÖNETİMİ ve ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNDE ORANLARIN KULLANILMASI

#### 2.1. ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARININ YÖNETİMİ

Çalışma sermayesi, brüt çalışma sermayesi olarak dönen varlıkları ifade etmektedir.

Net çalışma sermayesi ise dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki farkı ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle net çalışma sermayesi dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklarla (uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak) finanse edildiği kısımdır. Net çalışma sermayesi pozitif ya da negatif değer taşıyabilmektedir. Pozitif net çalışma sermayesi işletmeye borç verenler için bir emniyet unsuru niteliğindedir. Bu yüzden, çalışma sermayesi yönetimi dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki koordinasyonun sağlanması üzerinde yoğunlaşır. Çalışma sermayesi yönetimindeki temel amaç, risk ile karlılığı dengeleyerek firmanın piyasa değerini maksimum kılmaya yönelik kararlar almaktır<sup>68</sup>.

Çalışma sermayesinin kalemlerini oluşturan dönen varlıklar, sürekli bir akım halindedirler. Akışın finansal kaynaklarını, öz kaynaklar ile işletme dışından sağlanan yabancı kaynaklar oluşturmaktadır. Bu kaynaklar nakit olarak kalabildiği gibi işlendikten sonra satılacak stok haline dönüşebilmektedir. Stoklar satıldığında satış peşinse nakde, kredili ise alacak haline dönüşmektedir. Alacaklar ise tahsil edildiğinde tekrar nakde dönüşmektedirler<sup>69</sup>.

Çalışma sermayesi devri ya da üretim satış devri terimi üretim ve satışlardaki aktivitenin seviyesindeki değişimlere karşılık şirket tarafından fonların akımı ve çekilmesini ifade eder. Şirket bir ürün üretmeye karar verdiği zaman hammadde alımı, üretim süreci ödemeleri ve stok bulundurma için fonlara ihtiyaç duyar. Ürün kredili satılırsa, şirket, müşterilerin aldıkları ürünlerin ödemesini yapana kadar alacaklar

<sup>68</sup> H. Dağlı, *Finansal Yönetim*, Celepler Matbaacılık, Trabzon 2001, s. 144.

<sup>69</sup> S. Aytekin, *Hastane İşletmelerinde Finansal Açından Stok Yönetiminin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Programı, İzmir 2006, s. 6.

hesabını desteklemek için de fonlara ihtiyaç duyar. Devir kelimesi vadesi gelen üretim giderleri ödeme zamanı ile müşterilerin ürün için yaptıkları ödemelerin zamanı arasındaki farkı ifade eder. Şayet şirket ürünün üretim giderlerini karşılamak için gerekli olan ödemeleri eş zamanlı olarak alsaydı, çalışma sermayesine ihtiyaç olmazdı ya da firmalar çalışma sermayesi yönetiminde zorlanmazlardı<sup>70</sup>.

Çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği için çalışma sermayesi unsurlarının iyi yönetilmesi gerekmektedir. İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek ve yükümlülüklerini sorun yaşamadan karşılayabilmek için ellerinde optimum seviyede nakit tutmalıdırlar. İşletmelerin gereğinden az ya da fazla nakit bulundurmalarının bazı maliyetleri söz konusu olacaktır. Örneğin nakit eksikliği çeken bir işletme yükümlülüklerini yerine getirememesi riski ile karşılaşırken, nakit fazlası olan işletme ise elde bulundurduğu fazla nakdin başka alanlarda değerlendirilmesi durumunda elde edeceği kazançtan mahrum kalmış olabilecektir. Diğer taraftan satışlarının büyük kısmını kredili olarak yapan bir işletme, müşterilerine sağladığı kredi için kaynak ayırmak zorunda kalacak buda işletmeye fon sağlama gereksinimine neden olacaktır. İşletmelerin alacaklar hesabı üzerindeki politikalarıyla çalışma sermayesi gereksinimleri arasında yakından ilişki vardır.

Ayrıca işletmeler uygun miktarda stok bulundurmalıdırlar, fazla stok bulundurmanın modası geçme ya da bozulma gibi riskleri bulunduğu gibi az stok bulundurma durumunda müşterilere vaktinde hizmet sağlayamama riski de vardır. Sonuç olarak çalışma sermayesi unsurlarının optimum düzeyde olması ve bu unsurların doğru yönetilmesinin çalışma sermayesi yönetiminin temel amaçlarından olduğu söylenebilir<sup>71</sup>.

Çalışma sermayesi unsurlarının yönetimlerini oluşturan, nakit yönetimi, alacak yönetimi, stok yönetimi ve kısa vadeli yabancı kaynak yönetimi konularına ilişkin açıklamalara yer verilecektir.

<sup>70</sup> D. R. Harrington, *Corporate Financial Analysis in Global Environment*, South- Western Collage Publishing, Canada 2001, s. 126.

<sup>71</sup> Hakan Kırış, *Hastane İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi: Antalya İli Sağlık Bakanlığı'na Başlı Kamu Hastanelerinin Çalışma Sermayesi Yönetimleri Etkinliklerinin İncelenmesi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Akdeniz üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Antalya 2010, s. 16.

### 2.1.1. Nakit Yönetimi

İşletme sermayesi unsurları içerisinde nakit anahtar bir söze sahiptir. Sabit varlıkların alınıp yatırımın tamamlanması nakitle yerine getirilmektedir. Firmanın çalışmasının sağlanması yine nakit kullanımıyla ilişkilidir. Hammadde ve malzemelerin satın alınması, çalışanlara ücretlerinin ödenmesi yönetim ve her türlü gider ödemelerinin yerine getirilmesinde yine nakit gerekmektedir. Nakit ayrıca firmaya borç verenlerin, verdikleri kredilerin anapara ve faiz ödemelerinde, devlete verginin ödenmesinde, firma ortaklarına temettünün verilmesinde ve varlıklar kiralanmış ise kira karşılıklarının ödenmesinde de kullanılmaktadır<sup>72</sup>.

#### 2.1.1.1. Nakit Tanımı

Nakit kavramı, para ve vadesiz mevduat anlamında kullanılmaktadır<sup>73</sup>. Oldukça geniş bir kavram olan nakit, kâğıt para, ufaklık para ve bankadaki vadesiz mevduatı kapsar. Bu anlamda, nakit benzerleri de nakit kavramı içinde kabul edilir<sup>74</sup>.

Nakit olmadan işletmenin olağan faaliyetlerini yürütmesi mümkün olmaz. İşletmeler bu durumun farkında olduğundan, faaliyetlerinin yürütülmesi için günlük nakit gereksinimlerini karşılamak amacıyla yeterli miktardaki bir nakdi her zaman hazır bulundurmaya özen gösterirler. Nakit genellikle kar sağlamayan bir varlık olduğu için işletmeler

Nakit pozisyonlarını mümkün olan en düşük pozisyonda tutmaya çalışmalıdırlar<sup>75</sup>.

Bir işletmenin en likit varlıkları, nakit ve menkul değerleridir. Nakit, kullanılmayan hazır fonları ifade ederken, pazarlanabilir menkul değerler, işletmenin elinde geçici olarak biriken fazla fonları değerlendirebilmek ve genellikle faiz geliri sağlayabilmek için kullanılan hazine bonoları, devlet tahvilleri, finansman bonoları, kar ortaklığı senetleri özel sektör tahvilleri gibi enstrümanlardır. Nakit ve menkul değerler işletmenin vadesi gelen borçlarını ödemek ve beklenmeyen giderleri karşılayabilmek

<sup>72</sup> Kallberg G. Jarl, Parkinson Keneth, *Current Asset Management Cash, Credit and Inventory*, A. Vvileyinterscience publication, New York 1984, s. 17.

<sup>73</sup> Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, (4. bs.), Türkmen Kitabevi, İstanbul 2000, s. 121.

<sup>74</sup> Dağlı, s. 195.

<sup>75</sup> Özdemir, s.149.

için bir havuz oluştururlar. Havuz ne ölçüde büyük olursa işletmenin borçlarını ödeyememe riski o derece azalır<sup>76</sup>.

İşletmelerde nakit varlıkların azalması ile önemli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Nakit sıkıntısına giren işletmeler, satıcı kredilerinde uygulanan nakit iskontolarından vazgeçmek zorunda kalacaktır. Bunun yanında, likit varlıklarının azalmasının, işletmeler üzerindeki en önemli etkisi, kredibilite bozulmasıdır. Bir işletmenin kredi değerliliği, kısmen cari ve nakit oran ile belirlenmektedir ve bu iki oranın yetersizliği likit varlık dengelerinden etkilenmekte, kredibilitenin azalmasına sebep olmaktadır.

Bu durum işletmenin, uygun şartlarda kredi elde etme imkânını gittikçe zorlaştırmaktadır. Aynı zamanda eğer işletme yetersiz nakit sebebi ile ödemelerini zamanında yapamazsa, kredi değerliliği daha da azalmaktadır. Bu da gelecekte ticari borç elde etme imkânlarını kısıtlamaktadır. Yetersiz likit varlıklar, nakit ihtiyaçlarını karşılamak için işletmenin kısa vadeli borçlanmasına sebep olmakta ve bu durum sonuçta, işletmenin faiz ödemelerinin yükselmesine yol açmaktadır<sup>77</sup>.

Bir işletmenin en nakit varlıkları, nakit ve menkul değerleridir. Nakit, kullanılmayan hazır fonları ifade ederken, pazarlanabilir menkul değerler, işletmenin elinde geçici olarak biriken fazla fonları değerlendirebilmek ve genellikle faiz geliri sağlayabilmek için kullanılan hazine bonoları, devlet tahvilleri, finansman bonoları, kar ortaklığı senetleri özel sektör tahvilleri gibi enstrümanlardır. Nakit ve menkul değerler işletmenin vadesi gelen borçlarını ödemek ve beklenmeyen giderleri karşılayabilmek için bir havuz oluştururlar. Havuz ne ölçüde büyük olursa işletmenin borçlarını ödeyememe riski o derece azalır<sup>78</sup>.

İş gücü maliyetleri ve gerekli alımlar genellikle nakit olarak ödenmektedir. Çalışma sermayesi unsurları içerisindeki kritik olan unsur nakittir. İşletme yöneticileri zorunlulukları karşılamada yeterli nakdin kullanılabilirliğinden emin olmalıdır. Buda bir şirketin nakitlerini yönetmek için otomatik teknikler ve bilimsel yaklaşımları kullanmasını zorunlu kılabilir. Bu tekniklerin üç hedefi vardır; 1. nakit akışlarının hızını artırmak, 2. nakit çıkışlarının hızını azaltmak ve 3. eldeki nakdi en iyi

<sup>76</sup> Osman Okka, *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2006, s. 89.

<sup>77</sup> Erhan Birgili, Hakan Tunahan, "Döviz Krizlerinde İşletme Sermayesi Davranışı", Erişim Tarihi: 07.03.2010, [www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf](http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf).

<sup>78</sup> Osman Okka, *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2006, s. 89.

şekilde değerlendirmektedir<sup>79</sup>.

İşletmelerde nakit varlıkların azalması ile önemli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Nakit sıkıntısına giren işletmeler, satıcı kredilerinde uygulanan nakit iskontolarından vazgeçmek zorunda kalacaktır. Bunun yanında, likit varlıklarının azalmasının, işletmeler üzerindeki en önemli etkisi, kredibilite bozulmasıdır. Bir işletmenin kredi değerliliği, kısmen cari ve nakit oran ile belirlenmektedir ve bu iki oranın yetersizliği likit varlık dengelerinden etkilenmekte, kredibilitenin azalmasına sebep olmaktadır. Bu durum işletmenin, uygun şartlarda kredi elde etme imkanını gittikçe zorlaştırmaktadır. Aynı zamanda eğer işletme yetersiz nakit sebebi ile ödemelerini zamanında yapamazsa, kredi değerliliği daha da azalmaktadır. Bu da gelecekte ticari borç elde etme imkanlarını kısıtlamaktadır. Yetersiz likit varlıklar, nakit ihtiyaçlarını karşılamak için işletmenin kısa vadeli borçlanmasına sebep olmakta ve bu durum sonuçta, işletmenin faiz ödemelerinin yükselmesine yol açmaktadır<sup>80</sup>.

### 2.1.1.2. Nakit Tutmanın Amacı

İşletmenin finansal yükümlülüklerinde sıkıntıya girmeksizin, faaliyetlerin etkinliğini düşürmeden, firma değerini artıracak biçimde bulundurması gereken nakit düzeyinin belirlenmesi ve bu düzeyin istikrarlı bir biçimde yönetimidir. Keynes'e göre nakit bulundurmanın üç nedeni bulunmaktadır. bunlar<sup>81</sup>;

- Muamele nedeni
- İhtiyat nedeni
- Spekülasyon nedeni

Muamele sebebi, işletmenin günlük normal faaliyetlerinin getirdiği ihtiyaçları karşılayabilmesi, beklenen ödemeleri zamanında yapabilmesi için para bulundurmasıdır.

İhtiyat sebebi, mevsimlik veya dönemsel dalgalanmalara, olağanüstü olaylara karşı hazırlıklı olmak ve beklenmeyen nakit ödemelerini yapabilmek amacıyla para bulundurulmasıdır.

Spekülasyon sebebi ise, işletmelerin avantajlı iş ilişkilerine girişmek, elverişli

<sup>79</sup> Harrington, s.132.

<sup>80</sup> Erhan Birgili, Hakan Tunahan, "Döviz Krizlerinde İşletme Sermayesi Davranışı", Erişim Tarihi: 07.03.2010, [www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf](http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf).

<sup>81</sup> Ercan, s. 288 .

koşullarda alım yapabilmek ve özellikle finansal varlıkların değer artışlarından yararlanabilmek, yatırım fırsatlarını kaçırmamak için bu tür işlere ve yatırımlara zamanında girişebilmek olanaklarını ellerinde bulundurmak amacıyla bulundurdukları nakitlerdir<sup>82</sup>.

### 2.1.1.3. Nakit Yönetiminin Amacı

Nakit yönetimi, en basit şekliyle, nakit girişlerini hızlandırmak, nakit çıkışlarını yavaşlatmak ve likit mevcudunun kasa-banka ile menkul değerler arasında dağılımına karar vermek olarak tanımlanabilir<sup>83</sup>.

Çalışma sermayesi yönetimi (stok, alacak, nakit), nakit akımlarının zamanlaması ve tutarı üzerinde doğrudan etkilidir. Bu nedenle çalışma sermayesi yönetimi ile nakit yönetimi neredeyse özdeşleşmiştir. Nakit yönetimi, nakit bütçesi dönemi boyunca nakit çıkışlarını karşılayabilmek için işlem güdüsü ile tutulan fonların ve ihtiyaç güdüsüyle yatırım yapılan fonların yönetimini de içine alır. İhtiyat nakit dengesine, işletmenin işlem güdüsü ile tutması gereken fon tutarını eksik tahmin ettiği zaman ihtiyaç duyulmaktadır. İyi bir nakit yönetimi, ayrıca fazla fonların en yüksek getiriye sağlayacak şekilde değerlendirilebilmesi ve geçici nakit sıkıntısı olduğu dönemlerde minimum oranla borçlanmayı da kapsamalıdır<sup>84</sup>.

Nakit yönetiminin amacı, gelecekteki gereksinimleri karşılayacak, işletme karlılığını olumlu etkileyecek bir para yönetimidir. Finansal yönetici, ne zaman yatırımlar için aşırı fon bulundurmak ve ne zaman borçlanmaya başvurulması gerektiğini, planlamak zorundadır<sup>85</sup>.

İşletmelerin ne kadar nakit bulduracaklarını hesaplarken, az nakit buldurmanın sakıncalarını ve fazla buldurmanın negatif etkisini dikkate alarak optimum seviyeyi yakalamaları gerekmektedir. İşletmelerde nakit miktarı belirlerken genellikle nakit bütçelerinden faydalanılarak gerçeğe en yakın tahminler yapılmaya çalışılmaktadır.

<sup>82</sup> Akgüç, s. 232.

<sup>83</sup> Mehmet Bolak, *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi, İstanbul 2005, s. 99.

<sup>84</sup> Hatice Doğukanlı, Gamze Vural, "Çok Uluslu Şirketlerde Çalışma Sermayesi Yönetimine Uluslararası Bir Bakış", *Active Dergisi*, Sayı: 2, 2004, s. 37.

<sup>85</sup> Berk, s. 125.

Gelişmiş ülkelerdeki uygulamaların aksine, Türkiye’de nakit yönetimi daha çok finansal yöneticinin bilgi ve tecrübesine dayanılarak yapılmaktadır. Burada, bir yandan işletmeyi zor durumda bırakmayacak ve günlük işlemlerini rahatlıkla yürütebilecek kadar minimum nakit düzeyi, diğer taraftan da, optimum nakit düzeyinin saptanmasına çalışılmaktadır. Bu saptama yapılırken bir teknik kullanılmaktan çok, geçmiş dönem verileri ile bilgili ve deneyimli yöneticinin kişisel tecrübelerinden yararlanılmaktadır. Burada herhangi bir teknik kullanılmamasının nedenleri, tespit için gerekli bilgilerin doğru, yerinde ve zamanında sağlanamaması olarak sıralanabilir. Ayrıca, içinde bulunulan ekonomik ortamın çok değişken olmasının da bunda etkili olduğu söylenebilir<sup>86</sup>.

İşletmelerin bilançolarında yer alan varlıklardan en likit olanı nakdi varlıklardır. Nakit problemi olan veya nakit yönetiminde verimsiz uygulamaları olan işletmeler, başarısızlık ve iflas riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu nedenle nakit yönetimi işletmelerin finansal yönetiminde hayati öneme sahip bir konudur. Günümüzün rekabetçi ekonomik ortamında işletmeler nakit varlıklarını çok iyi planlamalı ve kontrol etmelidir. Paranın zaman değeri ve enflasyonist ortam nakdin etkin bir şekilde yönetilmesini gerektirmektedir. İşletmenin kazanma gücünün yükseltilmesi amacıyla, varlıklara bağlanan fon miktarının mümkün olduğunca az olması için optimum miktarda nakit bulundurulması ve eldeki nakdin değerlendirilerek işletmenin faaliyet dışı gelirlerinin artırılması yoluyla işletme için kaynak yaratılması etkin nakit yönetiminin öncelikleri olmalıdır<sup>87</sup>.

Genel olarak nakit yönetiminin amaçları şunlardır<sup>88</sup>:

- İstenen zamanda, istenen yerde, istenen ölçüde nakit ve kabul edilebilir maliyetle, uygun fon temin etmek,
- Borçlanma ihtiyaçlarını ve faiz giderlerini azaltmak,
- Atıl fonları minimize etmek,
- İşletmenin finansal açıdan yükümlülüklerini yerine getirmek ve diğer yandan

<sup>86</sup> Şakir Sakarya, “Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: İMKB’deki KOBİ’ler Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), 2008, s. 230.

<sup>87</sup> Hüseyin Yılmaz, “İşletmelerin Finansal Yönetiminde Nakit Akış Rasyo Analizi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 1999, s. 185.

<sup>88</sup> Ahmet Tokaç, *Uygulamacı Gözüyle İşletmelerde Finansal Yönetim Becerileri*, Tunca Kitabevi, İstanbul 2005, s.101.

yeni fırsatlardan yararlanmak amacı ile elde yeterince nakit bulundurmak,

- Nakit akımını düzenlemek,
- Ödemelerin karşılanmasını sağlamak,
- Nakit yetersizliğinin yarattığı ilave maliyetleri ortadan kaldırmak,
- Nakit fazlasının alternatif maliyetlerini asgariye indirmek.

### **2.1.2. Alacak Yönetimi**

İşletmeler için nakit anahtar bir role sahip olmasına ve hemen her işletmenin faaliyetlerini yürütmesinde nakdi tercih etmesine rağmen, tüm işlemlerin her zaman nakitle yerine getirilmesi mümkün değildir. Çeşitli nedenlerle faaliyetlerin vadeli olarak yapılması zorunlu olur. Alacak unsuru bir şahıs ya da bir işletmenin mal ve hizmetler ile gayrimenkul ve hatta nakdin sonradan ödenme sözü karşılığında elde edilmesinden oluşur<sup>89</sup>.

İşletmelerin müşterilerine sundukları hizmet ya da ürün karşılığı talep ettikleri para alacak olarak ifade edilebilir. İşletmelerin müşterilerine açtıkları kredi miktarını ticari alacaklar gösterir. Alacaklar işletmenin senetli ya da senetsiz müşterilere sunduğu hizmet ya da ürünün vadesi gelmemiş kısmıdır. İşletmeler gerek satışlarını artırmak veya müşterilerini ellerinde tutmak, gerekse sektördeki uygulamalar nedeniyle vadeli satış politikası izlerler. Bunun sonucunda alacaklar hesabı ortaya çıkar. İşletmelerin müşterilere sağlanan vadeli ödeme kolaylığı nedeniyle alacak hesaplarına karşılık bir fon ayırma gereksinimi meydana gelir. Finans yöneticisinin amacı daha az kaynakla alacak hesaplarını etkin bir şekilde yönetmektir<sup>90</sup>.

#### **2.1.2.1. Alacak Tanımı**

Alacak hesabı, Genel olarak alacak terimi para, mal veya hizmet için üçüncü kişilere karşı iddia edilen her türlü hak için kullanılabilir. Bu anlamıyla alacaklar, işletmenin normal faaliyetleri ve bunun dışında çeşitli sebeplerle üçüncü kişilerle olan

<sup>89</sup> Münevver Nağacı, *Alacakların Yönetiminde Muhasebe Politikasının Belirlenmesi ve Uygulaması*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 210, Eskişehir 1986, s. 15.

<sup>90</sup> Kırbaş, s.17-18



ilişkilerden ortaya çıkan her türlü alacağı içine alır<sup>91</sup>.

Kredili satış, birçok işletmenin satışları arttırmak için başvurduğu bir pazarlama aracıdır. Alacaklar düzeyi, kredili satışların ve satışlar ile tahsilât arasındaki sürenin bir fonksiyonudur<sup>92</sup>.

Alacak yönetiminin, firmanın para girişi, karlılığı veya finansman gereksinimi üzerine önemli etkileri vardır. Alacak yönetiminde etkinlik sağlamakla firma, pazara girişleri hızlandırabileceği gibi, karlılığını artırabilir ve aynı iş hacmini müşterilerine daha az kaynak bağlamak yolu ile çevirebilir<sup>93</sup>.

### 2.1.2.2. Alacak Yönetiminin Amacı

Günümüzde firmanın amacı; firmanın bugünkü değerini maksimum kılmak olarak tanımlanmaktadır. Alacakların yönetiminde de amaç, alacakların firmanın bugünkü değerine katkısını maksimum kılmaktır. Firmanın alacaklara yatırımı, genellikle firmanın kredi politikasına ve onun dört temel değişkenine bağlı olmaktadır. Bunlar<sup>94</sup>;

- Kredi standartları
- Kredi dönemi(süresi)
- Nakit iskotaları ve
- Tahsilât politikasıdır.

Vadeli mal veya hizmet satışı, satışlarını arttırmak isteyen işletmelerin başvurduğu önemli bir politikadır. İşletmeler vadeli mal veya hizmet satarak, satışlarını ve Pazar paylarını arttırmaya çalışırlar. Fakat esnek bir alacak yönetimi politikası, işletmenin satışlarını ve brüt karını arttırırken, alacaklara bağlanan fonların maliyeti, alacakların tahsili için çalıştırılan personelin ücretleri, kırtasiye maliyetleri (borçluların telefonla aranması, borçlulara mektup gönderilmesi vb.), alacakların vadesinde tahsil edilememesi gibi bir takım maliyetler ve riskler de ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle, alacak yönetiminin özünü, alacak politikasına bağlı olarak satışların artması sonucu

<sup>91</sup> Mehmet Erkan Soykan, *Alacak ve Kredi Riski Yönetimi: Uygulamalı Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, s. 4.

<sup>92</sup> Yıldırım, Melahat, *Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi (Alacak-Nakit- Stok) Yönetiminin İşletme Karlılığı Üzerine Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s. 95.

<sup>93</sup> Akgüç, s.259.

<sup>94</sup> Ercan, s. 294.

doğan karlılık ile alacaklara bağlı olarak ortaya çıkan maliyetler arasında ilişkinin belirlenip, hangi düzeyde bir alacak hacminin, işletme için daha karlı olacağını araştırılması oluşturmaktadır<sup>95</sup>.

Çalışma sermayesi kalemlerinden alacakların yönetimi, alacaklarda önemli tutarlara erişen fonların birikmesini önlemeye çalışır. Diğer taraftan işletmenin, satışlarını belirli bir seviyede tutabilmesi için sektördeki uygulamaya paralel bir şekilde kredili satış politikası uygulaması gerekir. Ayrıca, borçlulardan bazılarının borçlarını ödeyemez duruma düşmesini engellemek için müşterilerin risk durumunun ölçülmesi alacak yönetiminde önemlidir<sup>96</sup>.

İşletmelerin asıl faaliyeti olan mal ve hizmet satışından doğan alacaklar, işletmenin dönen varlıkları arasında önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle alacakların yönetimi de oldukça önem taşır ve alacaklar satışlardan direkt olarak etkilenirler<sup>97</sup>.

Etkili bir alacak yönetimi, sadece ticari kredilerin verilmesini değerlendirmek ve müsaade etmek değil, aynı zamanda kredi verilen müşterilerin hesaplarının düzenli olarak kontrol edilmesidir. Rutin durumlarda bu tanım, kredi şartlarını icra etmek ve sadece hak edildiğinde ve ödemelerin bir an önce tanınmış şartlara göre yapılması durumlarında ödeme iskontolarının uygulanması anlamına gelmektedir.

### 2.1.3. Stok Yönetimi

Stoklar işletme sermayesi unsurları içerisinde paraya dönüşme kabiliyeti en az olan unsurlardır. Kasa v e alacaklar sabit para değerli unsurlar olurken, stoklar sabit olmayan para değerli unsurlar olarak fiyat değişmelerinden etkilenirler<sup>98</sup>.

İşletmelerin pazarda rekabet edebilmeleri için işletme sermayesi yönetiminde dikkat etmeleri gereken bir diğer unsur da stoklardır. İşletmenin stok düzeyinin belirlenmesi bir yatırım kararı olarak görülmelidir. Finans yöneticisi işletme açısından optimum stok miktarını belirlerken, firmanın pazar değerinin maksimum kılınması

<sup>95</sup> Bursa Sanayi ve Ticaret Odası, “Alacakların Yönetimi”, Erişim Tarihi: 13.06.2010, <http://www.btso.org.tr/databank/publication/telkitabi01.pdf>.

<sup>96</sup> Kırbaş, s. 18.

<sup>97</sup> Filiz Çakır Zeytinoğlu, “İşletmelerin Dönen Varlıklarının Satışlar Üzerindeki Etkileri: En İyi Regresyon Denklemine Seçimi ve Sektörel Karşılaştırma”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 23(2), 2007, s. 333.

<sup>98</sup> Aksoy, s. 367.

ilkesiyle hareket edecektir<sup>99</sup>.

### 2.1.3.1. Stok Tanımı

Stoklar, işletmenin normal faaliyet dönemi içinde satmak niyetiyle elinde bulundurduğu, imalat sürecinde sunulacak mal ve hizmetlerin üretiminde tüketilecek maddi malları kapsar. Bu tür değerlerin olağan koşullar altında, bir hesap dönemi içinde paraya çevrilmesi beklenir<sup>100</sup>.

Tüketicilere ve kullanıcılara yer ve zaman faydası sağlayan stok, finansal açıdan alım, satım ve üretim arasında bir denge unsurudur. Ayrıca önemli ölçüde yatırım gerektirdiği için de her zaman uygun miktarda tutulmalıdır<sup>101</sup>.

### 2.1.3.1. Stok Yönetiminin Amacı

Finansal yönetim açısından stok yönetimi, firmanın stoklarını firmanın değerini artıracak biçimde yönetmesidir. Stok yönetimi yapılırken finans bölümü ile satın alma, üretim ve pazarlama bölümlerinin bu amaç doğrultusunda koordineli bir biçimde çalışması gerekmektedir<sup>102</sup>.

Stok yönetimi, bir üretim sürecinin ya da hizmet işlemlerinin tamamlayıcı parçası olan hammaddelerin, yarı işlenmiş malların ve üretim için gerekli diğer materyallerin tedarik kaynaklarının saptanması, satın alınması, taşınması, depolanması ve korunmasına ilişkin faaliyetlerin örgütlenmesi ve kontrol edilmesi şeklinde ifade edilebilir. Stok yönetiminin amacı, temel olarak üretim olanakları içerisinde talepleri karşılayarak, stok bulundurma maliyetleri ve stokları yükleme boşaltma (nakliye, sigorta vb.) maliyetlerinin en aza indirilmesi, stok düzeylerinin kontrol edilmesi ve belirlenmesidir. İşletmede stoklara ayrı bir önem verilmektedir. Bunun başlıca sebebi, stokların diğer çalışma sermayesi unsurlarından ayrılan özellikleridir. Stokların en önemli özelliği, birçok endüstri kolunda toplam varlıklar (aktif) ve dönen varlıklar içerisinde önemli bir ağırlığa sahip olmasıdır.

Stokların bir başka özelliği de, stokların likiditesinin diğer dönen varlıklara göre düşük olmasıdır. Bu özelliğinden dolayı, stok yönetiminde yapılan bir hatanın,

<sup>99</sup> Özdemir, s. 56.

<sup>100</sup> Akgüç, 2002, 68.

<sup>101</sup> Birol Tenekecioğlu vd., *Pazarlama Yönetimi*, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir 2004.

<sup>102</sup> Ercan, s. 305.

düzeltilmesi zaman alır ve işletmenin karlılığına olumsuz etki yapabilir. Ayrıca çalışma sermayesi içerisinde nakdin ve alacakların yönetiminden işletmede kimlerin sorumlu olduğu daha belirgin olmasına rağmen, stokların sorumluluğu daha geniş bir gruba yayılmaktadır. (Satın alma yöneticisi, üretim yöneticisi, pazarlama yöneticisi, finans yöneticisi gibi.) Bu özellikleri itibariyle stoklar, çalışma sermayesi yönetimi içerisinde ayrı bir yere sahiptir ve stokların yönetimi, işletmenin performansı üzerinde doğrudan etkilidir<sup>103</sup>.

Stok yönetimi özellikle, sağlanacak fayda ile maliyet arasındaki farkı maximize edecek sipariş veya üretim miktarının belirlenmesi ve firmanın vergi yükümlülüğünü en düşük düzeye indirecek stok değerlendirme yönteminin seçimi ile ilgilidir. Stoklar satılmak üzere işletmenin elinde bulundurulmuş ürünler, üretimi henüz tamamlanmamış yarı mamuller ve üretimde kullanılmak üzere bekleyen hammadde ve malzeme grupları olarak üç grup altında sınıflandırılırlar. Stoklar bazı işletme kollarında toplam varlıkların ve dönen varlıkların önemli bir bölümünü oluşturur. Stokların likiditesi diğer dönen varlıklara kıyasla daha düşük olduğundan, stok yönetiminde yapılan hataların düzeltilmesi zaman alabilir; başka bir deyişle stok yönetiminde yapılan hatalar süratle düzeltilemezler<sup>104</sup>.

Stok yönetiminin amacı, üretim ve pazarlama için gerekli malların istenilen zamanda hazır bulunmasını sağlayacak, optimum stok ve sipariş miktarlarının belirlenmesidir. Stok düzeyi, işletmelerin esnekliğini ve likiditesini etkiler. Bu nedenle aynı iş kolunda, benzer büyüklükte ve aynı düzeyde stoku bulunan iki işletmeden, stok kontrol yöntemlerini uygulayan ve stoklarını etkin yöneten işletmenin esnekliği yüksek olur. Stok kontrolü yapmayan işletmelerde, dengesiz stok düzeyleri oluşabilir ve bunun sonucu olarak stoklara yatırılan kaynaklardan sağlanması gerekli getirinin gerçekleşmesi mümkün olmayabilir. Bu durum işletmenin likidite derecesinin yanı sıra risk ve karlılığını da etkiler<sup>105</sup>.

Başarılı bir stok yönetimi, müşteriye talep ettiği zamanda ve miktarda ürün

<sup>103</sup> Murat Kiracı, “Stok Yönetimi ve Karlılık İlişkisinin Finansal Oranlar Aracılığıyla İncelenmesi: İMKB İmalat Sektöründe Bir Araştırma”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 36(1), 2009, s. 164.

<sup>104</sup> Akgüç, s. 289.

<sup>105</sup> Famil Şamiloğlu, Şemsettin Uslu, “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Stok Politikaları Üzerine İç Anadolu Bölgesinde Bir Araştırma”, Erişim Tarihi: 01.08.2010, <http://www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf%5Cbildirii06.pdf>.

sağlayabilme olanağı sağlar. Aksi halde firma, satış ve müşteri kaybetme riskiyle karşılaşır. Stok yönetiminde etkinlik, üretim sürecinde üretim akış hızının denge ve sürekliliğini sağlayarak zaman ve maliyet açısından en ekonomik üretimin gerçekleştirilmesini kolaylaştır<sup>106</sup>.

#### **2.1.4. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Yönetimi**

Kısa vadeli yabancı kaynaklar genellikle günlük işlemler için gerekli nakit stoklar ve alacaklar gibi işletme sermayesi unsurlarının finansmanında kullanılır. İşletme sermayesi tutarını artıran kısa vadeli yabancı kaynaklar, işletme faaliyetlerinin arttığı dönemlerde daha fazla hammadde satın alınması, işgücü istihdam edilmesine, stok oluşturulmasına, uygun vadelere satış yapılmasına ve işleminin karlılığının artırılmasına katkı sağlar<sup>107</sup>.

##### **2.1.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Tanımı**

Bir işletme yöneticisi, sermaye yapısında optimallik sağlama yanında finansman kaynaklarının süre (vade) olarak dağılımında da optimal sonuç verecek bir bileşimi sağlamak zorundadır. Bir işletmenin başvurduğu kısa süreli finansman kaynakları, genel olarak, o işletmenin bir yıl içinde geri ödemek zorunda kalacağı kısa süreli borçları şeklinde tanımlanabilmektedir<sup>108</sup>.

İşletmelerin bir faaliyet dönemi içerisinde ödeyecekleri borçlara kısa vadeli yabancı kaynaklar adı verilir<sup>109</sup>.

Kısa vadeli finansman kaynakları ya da borçlar genellikle, dönen varlıkların özellikle de alacak ve stokların finansmanında kullanılır. Ancak günümüzde birçok işletme, kısa süreli fonları duran varlıkların finansmanında da kullanmaktadır. Aslında normal olanı, kısa süreli fonlardan geçici bir süre için duran varlıkların finansmanında yararlanmaktır<sup>110</sup>.

<sup>106</sup> Özdemir, s. 56–57.

<sup>107</sup> Aksoy, s. 407.

<sup>108</sup> Muharrem Özdemir, *Finansal Yönetim*, (2. bs.), Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s. 263.

<sup>109</sup> Aksoy, s. 407.

<sup>110</sup> [http://www.ekodialog.com/finansal\\_eko/finansman\\_kaynaklari.html](http://www.ekodialog.com/finansal_eko/finansman_kaynaklari.html), Erişim Tarihi: 01.08.2010.

#### 2.1.4.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Yönetiminin Amacı

Kısa vadeli yabancı kaynak yönetimi, kısa vadeli borçların işletmenin varlıklarının yapısına, bulunduğu endüstri kolunun özelliklerine uygun olacak şekilde yönetilmesini konu edinir<sup>111</sup>.

Finans yöneticisi, firmanın sermaye yapısı içinde optimum yabancı kaynak/ öz sermaye oranının saptanmasının yanı sıra finansman kaynaklarının vade dağılımında Da optimum sonucu verecek birleşimi sağlamak durumundadır. Bir firmanın finansman kaynakları süre açısından gayet genel olarak kısa, orta, uzun süreli olarak ayrılabilir<sup>112</sup>.

### 2.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN BİR ARACI OLARAK ORAN ANALİZLERİ

Finansal oranlar, işletmenin finansal tablolarını kullanarak işletme hakkında daha detaylı bilgi edinilmesini sağlamaktadır. Oran analizi için gerekli olan verilerin büyük bir kısmına finansal tablolardan ulaşılabilmektedir. Finansal oranlar, işletmelerin hem yıllar itibariyle hem de sektördeki diğer firmalar ile karşılaştırılabilmelerine olanak sağlayan performans oranları olarak da ifade edilmektedir<sup>113</sup>.

Oranlar işletmelerin finansal verilerini özetleyen ve performanslarını karşılaştırmalar için en uygun araçlardır. İşletmelerin değerlendirilmesinde kullanılan finansal analiz tekniklerinin en eskilerinden biri oran analizidir<sup>114</sup>.

Finansal oranlar ilk olarak, şirketlerin faaliyet ve finansal zorluklarını tespit etmek için analitik bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. İflas tahmin modellerinin kullanımına başlandıktan itibaren günümüze kadar finansal oranların analitik bir araç olarak kullanımının önemi giderek azaldı ve gelişmiş istatistiksel modeller karşısında ikinci dereceye düştü. Bununla birlikte, bu dönemde finansal oranların önemini belirlemeye çalışan araştırmalar artmaya devam etmiştir. Finansal oran, finansal tablolardan elde edilen belirli rakamların bir bölümünün düzenlenmesi ile elde edilen

<sup>111</sup> Emel Çalış, *Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul 2010, s. 16.

<sup>112</sup> Akgüç, s. 525.

<sup>113</sup> Ercan, s. 37.

<sup>114</sup> Ceylan, s. 37.

bir değerdir. Birçok finansal oran elde edilebilir. Bunların bazıları standart olarak dikkate alınırken bazıları da özel amaçlar için elde edilir. Her ne amaçla olursa olsun bir finansal oran tek başına bir anlam ifade etmez. Ancak, finansal oran başka şirketlerin aynı oranı ile karşılaştırılınca veya aynı şirketin belli bir dönemdeki aynı oranı ile karşılaştırılınca bir anlam ifade etmektedir.

Oranlar işletme ile ilgili doğru soruların sorulmasına ve cevapların verilmesine yardımcı olur. Bu sayede işletmenin kârlılığı, verimliliği, mali ve likidite durumu hakkında sağlıklı sonuçlara varılabilir. Bilanço ve gelir tablosundaki çeşitli kalemleri birbirine bölerek, çok sayıda oran elde edilebilir. Ancak gerek analistler gerekse yöneticiler açısından önemli olan, anlamlı ve gerekli olan oranları hesaplamaktır. Yani amaca uygun oranların hesaplanmasında yarar vardır<sup>115</sup>.

Finansal oran, en basit sekliyle finansal tablolarda bulunan iki kalem arasındaki ilişkiyi ifade eden sayı olarak tanımlanabilir. Oran analizinde esas amaç, finansal tablolarda yer alan iki kalem arasındaki matematiksel ilişkinin ortaya konulması değil, bunun ne anlama geldiğini yorumlamaktır<sup>116</sup>.

İşletme kararlarında geleneksel finansal tablo analizi önemli derecede finansal oranlara dayanmaktadır. Finansal tablo oran analizinde sadece muhasebe tekniği bulunmamaktadır. Finansal tabloların genel büyüklüğü, finansal tablo analizinin başka bir kesitsel tekniğidir. Oranlara ilave olarak, gelecekteki kazançları, satışları ve oranları tahmin etmek için zaman serisi teknikleri de kullanılmaktadır. Matematiksel olarak oran, iki rakam arasındaki ilişkiyi ifade eder<sup>117</sup>.

Yatırımcılar, değer sağlayan ve büyüme sağlayan olmak üzere genel olarak iki kategoriye ayrılmaktadır. Klasik değer sağlayan yatırımcıların satın almada, defter değeri, nakit akımı veya kazanç çarpanlarının düşük olması konusunda çok katı kuralları vardır. Büyüme sağlayan yatırımcıların bazıları tarihi büyüme oranlarına odaklanırken bazıları tarihi değerlere güvenmekte ve analistlerin büyüme ile ilgili tahminlerine odaklanmaktadır. Küçük şirketler, büyük bir ihtimalle yüksek büyüme oranına sahip olacakları için, küçük sermayeli yatırımcıların büyüme sağlayan yatırımcı oldukları ileri

<sup>115</sup> Ceylan, s . 46.

<sup>116</sup> N., Aydın, M. Basar ve M. Coşkun, *Finansal Yönetim*, Genç Copy Center, Eskişehir 2007, s. 89-90.

<sup>117</sup> Küçük Kocaoğlu, G., Y. Keskin Benli ve C. Küçüksözen, "Finansal Bilgi Manipülasyonunun Tespitinde Yapay Sınır Ağı Modelinin Kullanımı", *İMKB Dergisi*, Sayı 36: 1-30, 1997, s. 645.

sürülmektedir. Belirli bir zaman noktasında, işletmeler veya işletme birimleri arasındaki benzerlik ve farklılıkları belirlemek için kesitsel analiz kullanılmaktadır.

Analistler, sektördeki bir firmanın belirli bir yıldaki karlılığını, rakiplerin karlılığı ile karşılaştırabilirler. Analitik bir araç olan standart değer (benchmark) karşılaştırması, önceden belirlenmiş standartlar ile bir firmanın performansını karşılaştırmalardır. Analistler belirli bir işletme veya işletme birimini değerlendirirken, zaman serisi ve kesitsel analiz yöntemlerinin karışımını kullanmaktadırlar. Her iki yöntem de, cari karlılık ve finansal durum hakkında anlamlı detayları, gelecekteki karlılığı ve finansal durumu etkileyebilecek son değişimler hakkındaki detayları gösterebilmektedir. Bu karşılaştırmalarda finansal tablo verileri kullanıldığı için yapılan karşılaştırmalar, finansal tablo verilerinin çarpıtılmış olmasından etkilenmektedir. Oranlar yolu ile analizde, mali tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler dikkate alınır ve şirket ile ilgili anlamlı sonuçların elde edilmesine katkıda bulunmayan oranların hesaplanmasından özellikle kaçınılır. Bilindiği gibi, oranları hesaplamak analizin mekanik yönüdür. Önemli olan hesaplanan oranların yorumlanması ve değerlendirilmesidir. Oranların değerlendirilmesinde ve yorumlanmasında yararlanılan ölçüler üç başlık altında toplanabilir: Birincisi, hesaplanan oranların şirketin geçmiş faaliyet dönemlerindeki oranları ile karşılaştırılmasıdır. İkincisi, oranların, aynı faaliyet kolunda yer alan benzer ölçekteki şirketlerin oranları ile ve yine şirketin faaliyette bulunduğu is kolundaki tipik oranlar ile veya sektör ortalaması ile karşılaştırılmasıdır. Üçüncüsü ise, oranların, deneyimler sonucu bulunmuş ve genel olarak kabul edilmiş oranlar (standart oranlar) ile karşılaştırılmasıdır<sup>118</sup>.

### 2.2.1. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Finansal Analiz

Finansal analiz, analizi yapan kimselerin ilgileri doğrultusunda bir veya birden fazla döneme ait finansal tablolardaki kalemlerin, analiz tekniklerinden yararlanılarak incelenmesi yorumlanması ve değerlendirilmesi işlemidir<sup>119</sup>.

<sup>118</sup> Metin Aktaş, *Hisse Senedi Seçimi ve Hisse Senedi Seçiminde Etkili Olan Finansal Oranların Belirlenmesine Yönelik İMKB Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans bilim Dalı, İstanbul 2008, s. 75-76.

<sup>119</sup> Nalan Akdoğan, Nejat Tenker, *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, (6. bası), Gazi Kitabevi, Ankara 1998, s . 507.



Ayrıca bir işletmenin mali yapısının, faaliyet sonuçlarının yeterli olup olmadığını saptamak ve geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak amacıyla mali tablo kalemleri arasındaki ilişkilerin ve eğilimlerin incelenmesi de mali analiz tanımlarındandır. İşletme yönetimi ve işletme ile ilgili taraflar ihtiyacı oluşturan bilgileri mali tablolardan elde edebilirler. Mali tablolardan bilgi edinilmesi için finansal analiz yapılması ve yorumlanması gerekmektedir<sup>120</sup>.

Finansal analiz, finansal tablolardaki çeşitli hesaplar arasındaki ilişkilerin kurulmasını, ölçülmesini ve yorumlanmasını kapsayan faaliyetler bütünüdür. Böylece, bir işletmenin geçmiş faaliyetleri değerlendirilebildiği gibi, mevcut durumunun belirlenmesi ve geleceğe ilişkin tahminlerin yapılması da kolaylaşır. Finansal analiz, bir işletmedeki finansal planlama ve finansal denetimin ön koşuludur. Kısacası, bir işletmenin durumu bilinmeden, finansal planlama ve denetim yapılamaz. Finansal tablolar, hem işletme dışındaki kişi ve kuruluşlara bilgi sağlar hem de yönetimin başarısını değerlendirmek için kullanılır. Oran, mali tablolarda yer alan çeşitli kalemler arasındaki basit matematiksel bir ilişkiyi gösterir. Oran analizinin öneminin artmasında, ticari bankaların kredi kullanan müşterilerden, ara ve dönem sonu bilançoları ile diğer finansal bilgileri talep etmeleri etkili olmuştur.

Mali analizde kullanılan oranları çeşitli amaçlarla göre sınıflandırmak mümkündür. Diğer taraftan, bilanço ve gelir tablosu verilerinden hareketle çok sayıda oran hesaplanabilir. Buna rağmen, bilanço ve gelir tablosu verilerinin analizinde likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları ve kârlılık oranları olmak üzere dört grup oran vardır.

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğini ifade eder.

Çalışma sermayesi yönetiminde en çok bu oranlar kullanılır. Finansal yapı oranları, işletmenin ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve borçla finansmanın işletme için ne kadar yararlı olduğunu ölçmeye yarar. Faaliyet oranları ise işletmelerin sahip oldukları varlıkları ne derece verimli kullandıklarını gösteren oranlardır. Kârlılık oranları, işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği başarıyı ölçmeye yarayan

---

<sup>120</sup> Ümit Gücenme, *Mali Tablolar Analizi*, (1. Bası), Barış Marmara Kitabevi, Bursa 1996, s. 3.4.

oranlardır<sup>121</sup>.

Finansal analizde amaçlanan, işletmenin faaliyetlerinin sonucu oluşan finansal tabloların incelenmesi ve değerlendirilmesidir<sup>122</sup>.

Finansal analizin, işletmenin varlık ve sermaye durumlarının değerlendirilmesinden; işletmenin gelişme seyrini belirlemeye, işletmenin aynı is kolundaki diğer işletmelerle karşılaştırılmasından; kredi ihtiyacı olan bir işletmeye kredi verilebilmesi için geri ödeme durumunu saptamaya ve yeni yada genişleme yatırımlarına karar verebilmeye kadar birçok amacı vardır<sup>123</sup>.

Finansal analiz bir işletmenin mali durumunun ve mali yönden gelişmesinin yeterli olup olmadığını belirlemek için, mali tablo kalemlerindeki değişikliklerin, kalemler arasındaki ilişkilerin, zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi ve gerektiğinde belirlenen standart ve sektör ortalaması ile karşılaştırılarak yorumlanması faaliyetlerinin bütünü olarak tanımlanabilir<sup>124</sup>.

Finansal analizin çeşitli türleri bulunmaktadır. Çalışmada bu türlere kısaca değinilecektir. İçerik açısından finansal analiz türleri statik ve dinamik analiz diye ikiye ayrılır. Analizi yapan kişi açısından analiz türleri ise, iç analiz ve dış analiz olarak ikiye ayrılmaktadır. Yapılma amacı açısından finansal analiz türleri ise işletme yönetimi açısından; işletmeye kredi verenler açısından ve ortaklar açısından olarak üçe ayrılabilir. Finansal analizde farklı yöntemler bulunmaktadır<sup>125</sup>.

Dört farklı yöntem: tutarları karşılaştırmalar, dikey yüzde, eğilim yüzdeleri (trend) ve oranlar olarak sıralanabilir. Mali tablolarda bulunan iki kalem arasındaki ilişkinin basit matematiksel ifadesine oran denilmektedir. Oranlar (rasyo) yönteminde, işletmenin finansal tablolarında bulunan varlık ve kaynak yapısı ile ilgili çokluklar arasındaki ilişki gösterilir. Ayrıca mali tablolarda bulunan birçok kalem birbirleriyle karşılaştırılabilir. Oranları hesaplamak gayesi dışında önemli olan o oranların

<sup>121</sup> Ceylan, ss. 39-46.

<sup>122</sup> Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, (8. Bası), Türkmen Kitabevi, İstanbul 2005, s. 37.

<sup>123</sup> M. Emin Arat, *Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar*, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul 2005, s. 75-76.

<sup>124</sup> Adem Çabuk, İbrahim Lazol, *Mali Tablolar Analizi*, (10. Bası), Uludağ Üniversitesi, Ekin Yayın Evi, 2010, s. 155.

<sup>125</sup> Öztin Akgüç, *Mali Tablolar Analizi*, (4. Baskı), Sermet Matbaası, İstanbul 1979, s. 273.

değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır.<sup>126</sup>

Oranlar yönteminin farklı türleri bulunmaktadır. Oran analizinin yapılma amacına göre farklı açılardan sınıflandırması kısaca aşağıda bulunmaktadır<sup>127</sup>.

Finansal tabloların birbirleriyle ilişkileri açısından, varlık yapısı, sermaye yapısı, varlıkla sermaye bağıntısını belirten, varlıkla gelir tablosu bağıntısını belirten, sermaye ile gelir tablosu bağıntısını belirten gelir tablosu yapısı ile ilgili oranlar bulunmaktadır. Genel işletme düzeyi açısından, karlılık analizi, verimlilik analizi, finansal yapı analizi, işletme faaliyetleri analizi, yönetim analizi ile ilgili mali oranlar bulunmaktadır. İşlevleri açısından oranlar: likidite analizi oranları, finansal yapı analizi oranları, faaliyet analizi oranları, karlılık analizi oranları, işletme değeri analizi oranlarıdır.

### 2.2.2. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Kullanılabilecek Oranlar

Oran analizi, işletmenin finansal analizindeki ilk adımdır. Oranların yorumlanmasında üzerinde durulması gereken dört temel ilke esas alınmaktadır. Bu ilkeler; hesaplanan oranların, işletmenin geçmiş dönem oranlarıyla karşılaştırılması, sektör içinde yer alan diğer işletmelerle veya endüstri ortalamalarıyla karşılaştırılması, hesaplanan oranların saptanan bütçe hedefleriyle karşılaştırılması ve deneyimler sonucu belirlenmiş uluslararası oranlarla karşılaştırılmasıdır<sup>128</sup>.

Çalışma sermayesi yönetiminde kullanılabilecek oranlar dönen varlıklar ve kısa vadeli yabancı kaynaklarla ilişkili olan oranlar ile faaliyet oranlarıdır. Bunların dışında kârlılık oranlarından brüt kâr oranı da çalışma sermayesi yönetiminde kullanılabilecek oranlardandır<sup>129</sup>.

İçerik ve fonksiyonlarına göre finansal oranları, altı grupta toplamak mümkündür<sup>130</sup>:

- Likidite Oranları
- Devir Hızı Oranları (Faaliyet Oranları)

<sup>126</sup> Nejat Akıncı, Necmettin Erdoğan, *Finansal Tablolar ve Analizi*, (4. Bası), Barış Yayınları, İzmir 1995, s. 255.

<sup>127</sup> Arat, s. 90-91.

<sup>128</sup> S. Büker, R. Aşıkoğlu, G. Sevil, *Finansal Yönetim*, Sözkese Matbacılık, Ankara 2010, s. 81-82.

<sup>129</sup> Yıldız, s 41 .

<sup>130</sup> Ercan, s 37.

- Kaldıraç Oranları (Finansal Yapı Oranları)
- Karlılık Oranları
- Performans Oranları

### 2.2.2.1. Likidite Oranları

Likidite oranları işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğini belirlemek için kullanılır. İşletmenin bu yükümlülükleri karşılaması için mevcut dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülükleri karşılaştırılır<sup>131</sup>.

Likidite, nakde çevirme yeteneği olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin kısa dönemli borç ödeme gücünü ölçebilmek ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını belirleyebilmek için likidite oranları kullanılmaktadır<sup>132</sup>.

Kısa vadeli yükümlülükler bir yıl içinde ödenmesi gereken borçlar olarak ifade edilebilir. Dönen varlıklar nakit veya bir yıl içinde paraya çevrilmesi mümkün olan varlıklardır. Bu iki hesap grubu arasındaki ilişkiler borçların ödenip ödenmeyeceği konusunda anlamlı bilgiler verir<sup>133</sup>.

Likidite, kısa vadeli yabancı kaynakları vadelerinde karşılayabilme bakımından dönen varlıkların kalite ve yeterliliğinin bir ölçüsü olmaktadır<sup>134</sup>.

Kriz dönemlerinde işletmelerin bilançolarında meydana gelen bozulmalar nedeniyle likidite oranları da bu durumdan etkilenmektedir. Özellikle varlık ve kaynak yapısında meydana gelen değişiklikler sonucunda işletmelerin kriz öncesi, kriz dönemi ve sonrası dönemlerde faaliyetlerini devam ettirebilmek, mevcut durumu koruyabilmek için varlık ve kaynak yapısı politikalarında yapmış oldukları değişiklikler likidite oranlarını olumlu ya da olumsuz yönde etkilenmektedir. Günümüzde finansal krizlerin işletmelerin finansal oranlarına etkisini inceleyen çeşitli çalışmalar bulunmaktadır<sup>135</sup>.

<sup>131</sup> James Horne, C. Van, *Financial Management And Policy*, New Jersey 2001, s. 351.

<sup>132</sup> Öztin, s. 275.

<sup>133</sup> Nihat Küçüksavaş, *Finansal Muhasebe*, Kare Yayınları, İstanbul 2005, s. 647.

<sup>134</sup> Bektöre, 2010, s. 208.

<sup>135</sup> Özlem Karakozak, *2008 Küresel Finansal Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeler Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe finansman Bilim Dalı, Niğde 2012, s. 62.

Likidite analizinde kullanılan birçok oran bulunmaktadır. Çalışmamda bu oranlardan cari oran, asit test (likidite oranı) ve nakit oran kullanılmaktadır.

### 2.2.2.1.1. Cari Oran

Bu oran, bir işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneğini ölçmek amacı ile kullanılmaktadır. Cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi suretiyle aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>136</sup>.

$$CARI\ ORANI = \frac{Dönen\ Varlıklar}{Kısa\ Vadeli\ Yabancı\ Kaynaklar}$$

Bilanço kalemlerinden dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki sayısal ilişkiyi göstermektedir<sup>137</sup>.

Cari oran hesaplanırken, dönen varlıklar net değer olarak alınmalıdır. Şüpheli alacak karşılıkları, reeskont, ıskonto ettirilen alacak senetleri alacaklardan, stok değer düşüklüğü karşılıkları stoklardan, hisse senetleri ve tahviller değer düşüş karşılıkları menkul kıymetlerden düşülmelidir<sup>138</sup>.

Cari oranın düşük oluşu, firmanın kısa vadeli borçlarını ödemede güçlüklerle karşılaşacağına işaret sayılır. Cari oranın yüksek olması, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yüksek olduğunu gösterir. Bu durum işletmeye kredi verenlerin lehine olmasına karşın, işletme açısından olumsuz bir gelişmeyi ifade etmektedir. Çünkü cari oranın yüksek olması işletmede kullanılmayan fonların bulunduğu işaretlerdir. Yani, işletme yönetiminin başarılı olamadığının bir göstergesidir. İşletmede gereğinden fazla nakit bulundurma işletmenin kârlılığını olumsuz yönde etkiler<sup>139</sup>.

Finansal yönetim açısından, kısa vadeli varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi esastır. Burada kısa vadeli varlıktan kastedilen dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilen kısmıdır<sup>140</sup>.

<sup>136</sup> George Foster, *Financial Statement Analysis*, PrenticeHall International Editions, New Jersey 1986, s. 61.

<sup>137</sup> Akdoğan, s. 603.

<sup>138</sup> Ertuğrul Çetiner, *İşletmelerde Mali Analiz*, Gazi Kitabevi, Ankara 2005, s. 143.

<sup>139</sup> Ceylan, s. 49.

<sup>140</sup> Ercan, Ban, s. 37

Cari oran oldukça kaba bir ölçü olmasına karşın, bir işletmenin finansal gücünü gösteren bir endeks olarak yaygın bir şekilde kullanılır. Cari oranın hesaplamasında amaç, işletmenin kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını ortaya koymaktır<sup>141</sup>.

Analistler bu orana göre, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklardan daha fazla olmasını isterler. İşletmenin 1 TL lik kısa vadeli yabancı kaynağına karşılık kaç liralık dönen varlığa sahip olduğunu gösteren cari oran işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını saptamak amacıyla hesaplanmaktadır. Bu oranın 2 olması likiditenin yeterli olduğunu gösterebilir. Türkiye koşullarında 1,60 ve 2,40 tolerans sınırlarıdır. Cari oranın sınırdan yüksek olması, gereğinden fazla dönen varlık bulunduğunu göstermektedir. Bu da atıl çalışma varlığı olduğunu ve bunun iyi değerlendirilmediğini gösterebilir.<sup>63 64</sup> Bu oranın sınır değerden düşük olması da istenmeyen bir durumdur<sup>142</sup>.

#### 2.2.2.1.2. Asit Test (Likidite) Oranı

İşletmenin likidite durumunun ölçülmesinde kullanılan bir diğer oran likidite oranıdır. Likidite oranı hesaplanırken; dönen varlıklar içerisinde paraya çevrilmesi uzun zaman alacak olan stoklar kalemi dönen varlık toplamından çıkarılarak, kısa vadeli borç ile olan ilişkisi izlenir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>143</sup>.

*ASİT TEST (LİKİDİTE) ORANI= Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar*

İşlek rasyo, stoklar dışındaki cari aktif toplamının cari pasif toplamına bölünmesiyle hesaplanır. Stoklar dönen varlık kalemleri içerisinde en az likit olan ve paraya çevrildiklerinde zarar etme olasılığı fazla olan bir yatırımdır. Dönen varlık toplamından stokların çıkarılmasıyla, hem stokların nakde çevrilmesindeki belirsizlik hem de stok değerlemelerine ait farklılıklar giderilmiş olacaktır<sup>144</sup>.

Bu oran dönen varlıklardan, likiditesi düşük olan varlıkların çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Stokların nakde çevrilmesindeki zorluklardan dolayı bu oran daha

<sup>141</sup> Akgüç, s. 381.

<sup>142</sup> Akdoğan, s. 603,604.

<sup>143</sup> Büker, s. 90-91.

<sup>144</sup> Türko, s. 105.

duyarlıdır. Dönen varlıkların içinde bulunan stokların nakde dönüşme süresi stokların niteliğine ve ekonomik koşullara göre değişebilmektedir. Bu oranın 1 olması istenmektedir. Türkiye koşullarında ise 0,80 ile 1,20 tolerans sınırlarıdır. Oranın 1 den düşük olması borç ödemede zayıflama olabileceğini gösterebilmektedir<sup>145</sup>.

Oranın yüksek olması işletme karını olumsuz etkileyebilmektedir<sup>146</sup>.

Asit test oranı, stokların dönen varlıklardan çıkarılmasıyla elde edilen değerler kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle elde edilmektedir. Asit-test oranının 1/1 olması genelde yeterli sayılmaktadır. Bu sonuç, işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarının tamamının hazır değerler, menkul kıymetler ve kısa vadeli alacaklar toplamı ile ödenebileceğini gösterir. Asit-test oranının istenilen düzeyden büyük veya küçük olması işletmenin likidite açısından güçlü veya zayıf olduğunu göstermeye yetmeyebilir. Bu nedenle oranın değerlendirilmesinde, stok devir hızı, alacakların tahsilât süresi, stoklara olan bağımlılık ve diğer faktörler dikkate alınmalıdır. Aynı zamanda asit-test oranı cari orana göre işletmenin çalışma sermayesinin kalitesi hakkında daha anlamlı bilgiler verir ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını daha hassas gösterir<sup>147</sup>.

Bu oran cari oranla aynı olmasına rağmen aktifteki en likit varlıklardan stokları hariç tutar. Oran nakit ve benzerleri, pazarlanabilir menkul kıymetler ve güncel faizlerle ilişkili alacaklar dikkate alınarak hesaplanır. Bu kalemler likiditenin cari oradan daha derinlemesine ölçülmesini sağlar<sup>148</sup>.

### 2.2.2.1.3. Nakit oranı(Disponibilite oranı)

Dönen varlık unsurlarından kasa ve bankalar hazır değerleri, hisse senetleri ve tahviller geçici yatırımları oluşturmaktadır. Nakit oran para ve benzeri varlıklarla geçici yatırımların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi yoluyla aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>149</sup>.

$$NAKİT ORANI = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Para ve paraya çevrilmesi kolay olan değerlerle menkul değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile elde edilen oran nakit orandır. İşletmede satışların

<sup>145</sup> Ümit Gücenme, *Mali Tablolar Analizi*, (1. Bası), Barış Marmara Kitabevi, Bursa 1996, s. 93.

<sup>146</sup> Berk, s. 42.

<sup>147</sup> Mine Tükenmez, vd., *Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, 1999, s. 387.

<sup>148</sup> Horne, s. 353.

<sup>149</sup> Akıncı ve Erdoğan, s. 260.

durması, alacaklarını tahsil edememesi ve stoklarını paraya çevirememesi durumunda olan kısa vadeli borçları ödeme yeteneğini göstermektedir. Bu oranın 0,20 nin altına düşmesi istenmemektedir<sup>150</sup>.

İşletmenin finansal durumunu ifade etmek için kullanılan en güvenilir likidite oranıdır. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için kasasında ne kadar nakdinin bulunduğunu gösterir<sup>151</sup>.

Nakit oran, işletmenin elindeki hazır değerle kısa vadeli yabancı kaynakların ne ölçüde karşılandığını gösterir. Bu oran işletmenin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edilememesi durumunda işletmenin kısa vadeli borçlarının ne kadarlık kısmını karşılayabildiğini gösterir<sup>152</sup>.

Nakit oranı, faaliyetlerden sağlanan fon girişlerinin durması ve alacakların tahsil edilmemesi durumunda işletmenin kısa vadeli borçlarının durumunu yansıtmaktadır. Bu oranın % 20 olması genel kabul görmektedir. Oranın bu değer altına düşmesi durumunda işletmenin nakit sıkıntısı içinde bulunduğu ortaya çıkar. Oranın yüksek olması ise, işletmenin kullanılmayan nakit mevcudunun olduğunu gösterir.

#### **2.2.2.2. Faaliyet Oranları**

Bu oranlar satışlar ile çeşitli varlık kalemleri arasındaki karşılaştırmaları içermektedir Faaliyet oranları, işletmenin sahip olduğu ve faaliyetlerini gerçekleştirdiği varlıklarını ne derecede etkin kullanıldığını belirlemeye yönelik kullanılmaktadır. İşletme varlıklarının etkin kullanımı, optimal bir stok ve alacak yönetimi politikası ile mümkün olmaktadır. İşletmelerin optimal bir stok ve alacak politikası oluşturması, faaliyet kolu, işletme büyüklüğü, pazardaki rekabet koşullarını belirlemesiyle mümkün olmaktadır. Özellikle finansal kriz dönemlerinde işletmelerin faaliyetlerini gerçekleştirdiği varlıklarının etkinliğini kaybetmemesi için ülkedeki ve sektördeki konjonktür doğrultusunda stok ve alacak yönetiminin yapılandırılması gerekmektedir. İşletmeler kriz dönemlerinde, önceki dönemlere göre faaliyet döngüsü içerisinde stok ve alacak devir hızının düşmesi gibi bir takım olumsuzluklarla karşılaşabilmektedir. Stok devir hızındaki düşüş işletmelerin varlıklarının paraya dönüşümünde sıkıntı yaşadığının

<sup>150</sup> Berk, s. 43.

<sup>151</sup> Ercan, Ban, ss.40-147; Çabuk ve Lazol, s 180.

<sup>152</sup> Tükenmez, vd., s. 390.



göstergesidir.

Alacak devir hızının düşmesi ise kriz dönemlerinde piyasa koşulları doğrultusunda nakit satışın mümkün olmaması sonucunda işletmenin sektörde rekabet gücünü kaybetmemek için kredili satışa yönelmesi ve alacaklarının tahsilinde sorunların yaşandığının göstergesidir. Alacak ve stok devir hızı oranlarında meydana gelen bu değişikliklerden işletmenin tüm varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılan aktif devir hızı oranı da etkilenmektedir. Kriz dönemlerinde aktif devir hızındaki düşüş işletmenin aktiflerini gelir sağlamak için yeterince kullanmadığını ve kapasitenin atıl kaldığının göstergesidir. Bu durum işletmenin krizin neden olduğu belirsizlik ortamında yatırımlarını azalttığı ve mevcut durumu koruyabilmek adına daha dikkatli davrandığının da bir göstergesidir. İşletmenin varlıklarının etkinlik ölçüsü olarak kullanılan faaliyet oranları bu çalışmada stok devir hızı, alacak devir hızı, aktif devir hızı ve nakit devir hızı olmak üzere dört grupta incelenmektedir<sup>153</sup>.

#### 2.2.2.2.1. Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızı kredili satışlardan doğan alacakların bir yıl içinde kaç kez tahsil edildiğini ve dolayısıyla alacakların tahsil kabiliyetini ve likiditesini gösterir. Bu oran, alacakların bir yıl içindeki devrini gösterir. Bu oranın yorumlanmasında geçmiş yıl oranları ve diğer işletmelerin oranları ile karşılaştırılır. Alacak devir hızı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>154</sup>.

$$ALACAK DEVİR HIZI = \text{Kredili Satışlar} / \text{Ticari Alacaklar}$$

Alacak devir hızı veya alacakların nakde dönüşüm çabukluğu, alacakların tahsil kabiliyetini, likiditesini gösteren bir ölçüttür. Bir firmanın alacakları vadesinde tahsil edilebildiği takdirde, likiditesi yüksek değerler olarak kabul edilir. Bir iktisadi varlığın likiditesi yüksek bir değer olarak nitelendirilebilmesi için, söz konusu varlığın bir değer kaybına uğramadan süratle paraya çevrilebilme imkânı olmalıdır. Alacak devir hızı, bir hesap dönemindeki kredili satışlar tutarının, yılsonundaki ticari alacaklar toplamına bölünmesiyle elde edilir.

Alacak devir hızındaki artış, firmanın daha az işletme sermayesini alacaklara

<sup>153</sup> Karakozak , s 64-65.

<sup>154</sup> Çetiner, s 151.

bağladığını gösterdiğinden, devir hızındaki artış işletme lehine olumlu bir sonuç olarak yorumlanır.

Yani işletme aynı düzeydeki bir iş hacmi için daha az finansmana ihtiyaç duyacaktır. Alacak devir hızının düşük olması ise işletmenin alacaklarını tahsilde zorluklarla karşılaşmasının, etkili bir tahsilât politikasının olmamasının, kredili satışlar konusunda çok esnek davranmasının bir sonucu olduğu söylenebilir. Bu durum işletmenin finansman ihtiyacını artırır<sup>155</sup>.

Orandaki artış daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığını gösterir ve artış işletme lehine yorumlanır<sup>156</sup>.

Giderek artan bir alacak devir hızı, bir işletme için istenen işletme sermayesi düzeyine ulaşmada alacaklara daha az bağımlı olduğu anlamına gelmektedir<sup>157</sup>.

Alacak devir hızı hesaplanırken dikkat edilmesi gereken hususları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- İşletmenin ticari alacaklarının kredili satışlardan doğmasından ve peşin satışlar nedeniyle ticari alacak söz konusu olmayacağından; bu oranın saptanmasında hesap dönemi içindeki kredili satışlar tutarının yer alması daha tutarlı ve anlamlı olacaktır.

- Oranın paydasında yer alan alacaklar, işletmenin esas faaliyetinden doğan senetli ve senetsiz alacaklar toplamıdır. Geçici işlerden doğan alacaklar bu toplamda yer almamalıdır.

- İşletmenin alacakları, hesap dönemi içinde devamlı ve istikrarlı olarak artış göstermiş ise, dönem başı ve dönem sonu alacak tutarlarının ortalamasını almak daha uygun olacaktır.

- İşletme mevsimlik hareketlerin etkisi altında ise, ticari alacakların hesap dönemi içinde büyük dalgalanmalar göstermesi doğaldır. Bundan dolayı, dönem sonundaki ticari alacak mevcudunu almak yanıltıcı olabileceğinden ortalamasının hesaplanması gerekmektedir.

- İlgili hesap döneminde şüpheli veya değersiz hale gelmiş alacakların da paydada

---

<sup>155</sup> Akgüç, s.47.

<sup>156</sup> Gücenme, s 193.

<sup>157</sup> G. I., White, A. C. Sondhiand, D. Fried, *The Analysis and Use Of Financial Statements*, John Wiley&SonsInc, USA 1998, s. 152.

yer alması gerekmektedir<sup>158</sup>.

Çalışma sermayesi gereksinimi alacakların paraya çevrilmesinde geçen süreye bağlı olabileceğinden dolayı alacakların tahsil süresinin kısalması bu ihtiyacı azaltmaktadır<sup>159</sup>.

Alacakların devir hızı oranı, çalışma sermayesi fonlarının ne kadar süreyle alacaklara bağlandığını gösteren bir analiz aracıdır. Etkili bir alacak tahsil politikası, alacak devir hızını yükseltebilecektir. Alacakların ortalama tahsil süresi, işletmenin kredili satışlarında müşterilerine tanıdığı ortalama vadeyi gösterir.

$$\text{Alacakların Ortalama Tahsilât Süresi} = 365 / \text{Alacak Devir Hızı}$$

Bu oran, ticari alacakların tümünün ne kadar sürede paraya çevrileceğini gün olarak belirtir. Sürenin kısa olması işletme lehinedir ve çalışma sermayesi yönetiminin etkin ve verimli bir şekilde yönetildiğini gösterir. Sürenin uzaması alacakların daha uzun bir süre içerisinde paraya dönüştüğünü veya işletmenin daha uzun süre müşterilerini finanse ettiği anlamına gelir<sup>160</sup>.

#### 2.2.2.2. Stok Devir Hızı

Stok devir hızı, bir faaliyet döneminde ortalama olarak stokların yılda kaç kez yenilendiğini ve işletmenin stoklarını ne kadar başarılı yönettiğini gösteren bir orandır. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>161</sup>.

$$\text{STOK DEVİR HIZI} = \text{Satılan Malın Maliyeti} / \text{Ortalama Stoklar}$$

Stok devir hızı, stoklarla satışlar arasındaki ilişkiyi gösteren bir orandır. İşletmenin stoklarının nakde dönüşüm çabukluğu konusunda iyi bir göstergedir. Stok devir hızı, satılan malın maliyetinin ortalama stok tutarına bölünmesiyle hesaplanır. Stok devir hızı, stokların bir yıl içinde kaç defa satışa dönüştüğünü gösterir. Stok devir hızı oranları, stokların ne kadar bir süre içinde, satış veya kullanım yoluyla tüketildiğini, bir başka ifade ile ne kadar çabuklukla paraya çevrilebileceğini göstermektedir. Stokların belirli bir dönem içinde kaç kez yenilendiğini gösteren bu oranın yükselmesi

<sup>158</sup> Usta, s.84.

<sup>159</sup> Akgüç, s 203.

<sup>160</sup> Kiracı, s. 47.

<sup>161</sup> Aydın, vd. s 53.

belirli miktardaki satışı sağlayabilmek için daha az stok bulundurulduğunu ifade etmektedir. Bu durum bir yandan stok tutma maliyetini küçültüp işletmenin karını artırırken, diğer yandan stoklara bağlanan finansal kaynakların da küçülmesine olanak sağlayacaktır<sup>162</sup>.

Stok devir hızının yeterli olup olmadığı konusunda bir standart yoktur. İşletmenin geçmiş yıl stok devir hızları veya aynı iş kolundaki diğer işletmelerin stok devir hızları ile karşılaştırılması gerekir<sup>163</sup>.

Genel olarak yüksek stok devir hızı, işletmenin stok yönetiminin iyi olduğunu gösterir ve işletmeye daha fazla kâr elde etme olanağı verir. Oranın yüksek olması aynı zamanda stokların çok az bulunduğunu ve sık sık stokların satışları veya üretimi karşılayamadığını gösterebilir. Böyle bir durumun işletmeye maliyeti çok ağır olabilir. Diğer taraftan, stok devir hızının düşük olması, mevcut stokların modasının geçmiş, hasarlı, üretimde kullanılmayan mallardan meydana geldiğini gösterebilir.

Stok devir hızı yüksek olan işletme daha düşük çalışma sermayesiyle çalışabilir ve bu durum işletmenin yükümlülüklerini yerine getirmesine engel teşkil etmez. Aynı zamanda rekabet etme açısından da daha şanslıdır. Oranın düşük olması veya düşme eğilimi göstermesi ise stok tutma maliyetinin yükselmesine, finansman gereksiniminin artmasına, malların satış kabiliyetlerini kaybetmelerine neden olabilir. İşletmenin aşırı derecede stok bulundurması kötü yönetimin işareti olabilir. Böyle bir durum verimli kullanılacak kaynakların stoklara yatırılmasıyla muhtemel bir gelirden mahrum kalındığını gösterir<sup>164</sup>.

Stok devir hızının yüksekliği stokların likit olduğunu, kolaylıkla paraya çevrildiğini ve kara katkısının yüksek olduğunu ifade eder<sup>165</sup>.

Stok devir hızının düşük olması işletmenin stoklara bağladığı kaynağın işletmenin verimliliğini ve etkinliğini olumsuz yönde etkilediğini gösterir<sup>166</sup>.

Stok devir hızının endüstri ortalamasının üstünde olması, firmada verimliliğin düşmesine yol açacak atıl stokların bulunmadığı, stokların demode olmadığı anlamına

<sup>162</sup> Ergün Ülkü, *Finansal Tablolar*, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir 2000, s. 231.

<sup>163</sup> Ercan ve Ban, s 41.

<sup>164</sup> Ceylan, s. 64.

<sup>165</sup> Osman Okka, *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım, Adana 2011, s. 48.

<sup>166</sup> Mevlüt Özer, *Vergi Kanunları ve Tek Düzen Muhasebe Sistemi Kapsamında Mali Tablolar ve Finansal Analiz*, Özkan Matbaacılık, Ankara 1997, s. 800.

gelir. Yüksek stok devir hızının –diğer şartlar değişmediği sürece işletmenin nakit durumunda olumlu gelişmeler yaratacağı söylenebilir. Stokları ortalama tutma süresi ise stokların likidite durumunu ölçen göstergelerden biridir. Bu süre gün olarak hesaplanır.

*Stokları Ortalama Tutma Süresi = (Ortalama Stok Miktarı \* 365) / Satılan Mal Maliyeti*

Bu oran, işletmenin tüm satışlarının peşin olması durumunda stoklarının kaç günde paraya çevrildiğini, tüm satışların kredili olması halinde stokların kaç günde alacak sekline dönüştüğünü gösterir<sup>167</sup>.

Çalışma sermayesi unsurlarının devir hızları likidite, risk ve karlılıkla olan ilişkileri ele alınarak her endüstrinin kendi özel şartları içerisinde değerlendirilmesi yapılmak suretiyle devir hızları ile ihtiyaç arasındaki iliksi incelenmelidir. Devir hızları faaliyet gösterilen alana bağlıdır. Üretimin uzun bir süreyi gerektirmesi durumunda devir hızı yavaş olacak, çalışma sermayesi ihtiyacı ise artacaktır<sup>168</sup>.

### 2.2.2.2.3. Nakit Devir Hızı

İşletmenin net satışlarının hazır değerler toplamına oranlanması nakit devir hızı oranını vermektedir. Bu oran işletmenin parasal ve paraya çevrilebilir kıymetlerinin bir dönem içindeki devir hızını ölçerek, işletmede bulundurulması gereken nakit miktarının belirlenmesinde faydalı olmaktadır. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>169</sup>.

*NAKİT DEVİR HIZI = Net Satışlar / Hazır Değerler*

Oranda nakit terimi yerine hazır değerler ifadesi kullanılmıştır. Muhasebe Uygulama Genel Tebliği içinde kasa, banka, alınan çekler, pullar ve kuponlar gibi kalemlerin belli bir dönemde satış hâsılatı ile ne kadar sürede karşılandığını gösteren bir orandır. Dolayısıyla nakit kavramı yerine hazır değerler kavramının kullanılması yanlış olmaz. Nakit devir hızının yükselmesi işletme açısından olumlu karşılanır. İş yapma güdüsü ile işletmede tutulacak hazır değerlerin saptanmasında yardımcı bir orandır<sup>170</sup>.

<sup>167</sup> Akgüç, s.55.

<sup>168</sup> Aksoy, s.67.

<sup>169</sup> Çetiner, s 151.

<sup>170</sup> Yıldız, s 46.

Nakit devir hızı, işletmedeki nakit ve nakit benzeri değerlerin ne derece verimli kullanıldığını gösterir. Düşük bir devir hızı, eğer satış tutarı az değil ise işletmenin elinde gereğinden fazla para tuttuğunu ve bunları da gelir sağlayacak şekilde kullanmadığını gösterirken; yüksek bir devir hızı, hazır değerlerin işletmede normal düzeyde olduğunu ve bunların verimli olarak kullanıldığını göstermektedir<sup>171</sup>.

### 2.2.2.3. Kaldıraç (Finansal Yapı) Oranları

İşletmelerin sahip oldukları varlıklar özkaynaklarla ve yabancı kaynaklarla finanse edilir. İşletmenin kaynak yapısına finansal yapı da denmektedir. Finansal yapının ne şekilde oluşturulduğu birçok açıdan önem taşımaktadır. Finansmanın temel ilkesi, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla, duran varlıkların ise uzun vadeli yabancı kaynaklarla ve /veya öz sermaye ile karşılanmasıdır. Finansal yapının bu temel ilkeye göre oluşturulması, işletmenin risk seviyesini düşürmesi açısından önemlidir<sup>172</sup>.

Bu grupta işletmenin finansal yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün göstergesi olan oranlar yer almaktadır. Kaldıraç oranları işletmenin özsermayesinin yeterli olup olmadığını, kaynak yapısı içinde borç ve özsermaye dengesini, özsermaye olarak yatırılan fonların ne tür dönen varlık veya duran varlıklara yatırıldığının ölçülmesinde kullanılmaktadır<sup>173</sup>.

Finansal yapı oranları, işletmenin ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve borçla finansmanın işletme için ne kadar yararlı olduğunu ölçmeye yarar. Finansal yapı oranlarıyla, işletmenin finansmanında kullanılan yabancı fonların oranı ölçülmeye ve işletmenin, gelirleriyle sabit ödemelerini kaç defa karşıladığı belirlenmeye çalışılır<sup>174</sup>.

İşletmeler genel olarak ihtiyaç duydukları fonları yabancı kaynak ve özsermaye ile sağlamaktadır. Yabancı kaynak, işletme dışından sağlandığı halde; özsermaye işletme tarafından yaratılacağı gibi (dağıtılmamış karlar, yedek akçeler, vb.), işletme dışından da (sermaye artışı, yeni ortaklar alınması, birikim sahiplerine pay senedi,

<sup>171</sup> Erdoğan, s 269.

<sup>172</sup> Aydın, Ceylan, 51.

<sup>173</sup> Büker, s 93.

<sup>174</sup> Yener G.Kaan, *Finansal Yönetim*, 2006, Erişim Tarihi: 08 Kasım 2010.

(<http://bilgiekonomisi.googlepages.com/fyzaml.ppt>)

katılma intifa senedi satışı, vb.) sağlanabilmektedir<sup>175</sup>.

İşletmeler fon gereksinimlerini kendi faaliyet kolu ve işletme özellikleri doğrultusunda optimal bir borç-özsermaye yapısı içerisinde oluşturmalıdır. Çünkü işletmelerin sermaye yapısı politikası risk ile kar arasında işletme değerini arttırıcı bir dengelemeyi kapsamaktadır<sup>176</sup>.

Bir diğer ifadeyle işletmenin toplam kaynaklarının bir kısmının yabancı kaynaklardan oluşması, işletmenin finansal kaldıraçtan yararlanmasını sağlar. İşletmeler tamamen öz sermaye ile çalışmak istediklerinde, eğer öz sermayelerini istedikleri kadar artırma imkânına sahip değillerse işlerini büyütemez, karlı yatırım fırsatlarını değerlendiremezler. Bu nedenle gerektiğinde yabancı kaynaklara başvururlar. İşletmenin faaliyetlerinden sağladığı karlılığı yabancı kaynakların maliyetinden büyükse, yabancı kaynakları arttırmak işletmeye yarar sağlayacaktır. Ancak yabancı kaynakları sürekli artırarak, bu işlemde faydalanmanın bir sınırı vardır<sup>177</sup>.

Kaldıraç oranları olarak da adlandırılan bu oranlar varlıkların ne kadarlık kısmının kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla ne kadarlık kısmının ise öz kaynak ile finanse edildiğini, öz kaynaklarla yabancı kaynaklarla arasında uygun bir denge bulunup bulunmadığını tespit için kullanılırlar<sup>178</sup>.

Mali yapı analizinde kullanılan oranlar, firmanın faaliyet sonucu zarar etmesi, varlıklarının değer yitirmesi veya gelecek yıllarda tahmin edilen tutarda fon yaratamaması durumunda söz konusu firmanın, uzun süreli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda önemli ipuçları verir<sup>179</sup>.

Finansal yapı oranlarının açıklamaları aşağıdaki gibidir:

### 2.2.2.3.1. Borçlanma Oranı (Kaldıraç Oranı)

Toplam aktiflerin ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan fonlandığını

<sup>175</sup> Akgüç, s. 481.

<sup>176</sup> Brigham, F. Eugene, *Finansal Yönetimin Temel İlkeleri*, (Çev.: Ö. Akmut ve H. Sarıalsan), Ankara Üniversitesi Basımevi, Ankara 1929, s. 216.

<sup>177</sup> M, Coşkun, *Finansal Analiz*, (Ed. N. Aydın), "Finansal Yönetim" (44- 64), Anadolu Üniversitesi Acıkoğretim Fakültesi Yayınları, No: 779, Eskişehir 2004. s. 53.

<sup>178</sup> A, Çabuk, İ. Lazol, *Mali Tablolar Analizi*, (3. Baskı), Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayın No.154, Vipaş A.Ş., Yayın No.30, Bursa 2004, s. 181, 223.

<sup>179</sup> Ö. Akgüç, *Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi*, İstanbul 2001, s. 222.

göstermekte olan Borçlanma Oranı, aynı zamanda şirketlerin toplam kaynaklarının dağılımı hakkında da bilgi vermekte olup, borçlanma katsayısı ile benzer sonuçlar vermektedir. Şirketlerin, hem toplam varlıklarının ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan fonlandığı, hem de kaynakların niteliklerine göre dağılımı hakkında fikir veren Kaldıraç Oranı, şirket için bir risk göstergesi olarak da kullanılabilir. Bu oranın yüksek çıkması işletmeyi, kredi verenler açısından riskli pozisyona düşürmektedir. Fakat yabancı kaynak kullanımı, belli bir optimalite'ye kadar öz sermaye karlılığını artıran bir durumdur<sup>180</sup>.

Finansal kaldıraç oranının %50'den küçük olması gereği batılı finans kuruluşlarınca genel bir kriter olarak benimsenmiş iken, ülkemiz gibi sermaye arzının düşük olduğu ülkelerde ilgili oranın %60'dan yüksek olması normal karşılanmaktadır. Bu oran değerlendirilirken, firmanın yeniden değerlendirme yapıp yapmadığına da bakılmalıdır. Yeniden değerlendirme sonucu oran düşük izlenimi verebilir. Borçlanma Oranı şu şekilde formüle edilebilir;

$$\text{Borç Oranı} = \text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / \text{Aktif Toplamı}$$

#### 2.2.2.3.2. KVKYK' nın Pasif (Aktif) Toplamına Oranı

Şirketlerin hem toplam varlıklarının ne kadarlık kısmının kısa vadeli borçlar ile fonlandığını, hem de toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli borçlardan ne kadar kullanıldığını göstermekte olan Kısa Vadeli Borçlar/Aktifler Oranı, şirketler için bir risk göstergesi olarak da kullanılabilir. Oranın yüksek oluşu, riskin arttığının bir göstergesi olabileceği gibi, ortaklara daha düşük sermaye ile sermaye başına daha fazla kar payı (temettü) alma olanağını (kaldıraç etkisi) sağlamaktadır. Bu oran, Toplam Borçlar/Aktifler oranı ile kullanılabilir. Toplam Borçlar/Aktifler oranı yüksek çıktığında, kısa vadeli borç oranının düşük olması mali yapının nispeten daha az sorunlu olduğunu gösterir<sup>181</sup>.

$$\text{Oran: } \text{KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR} / \text{AKTİF (PASİF) TOPLAMI}$$

şeklinde gösterilir.

<sup>180</sup> B. Ilgaz, *Oran Analizleri*, 2010, s. 3, Erişim Tarihi: [www.bilgaz.net/dosyalar/Oran\\_Analizi.pdf](http://www.bilgaz.net/dosyalar/Oran_Analizi.pdf)

<sup>181</sup> Ilgaz, s 3.



### 2.2.2.3.3. UYK' nın Pasif (Aktif) Toplamına Oranı

Toplam varlıkların ne kadarlık kısmının uzun vadeli yabancı kaynaklardan fonlandığını göstermekte olan bu oran, şirketlerin uzun vadeli fon temin edebilme gücü hakkında da bilgi verebilmektedir. Oranın yüksek olması, şirketlerin varlıklarını kolayca uzun vadeli kaynaklardan fonlayabildiğini göstermekle beraber, oranın aşırı yüksek olması özellikle durgunluk dönemlerinde firmanın borç taksitlerini ödemede zorlanabileceğinin göstergesidir. Genelde, büyük yatırımlara başlamış olan şirketlerde bu oran yüksektir. Yatırımlardan sonra uzun dönemde bu oranın düşmemesi, yatırımların yeteri kadar katma değer getiremediği şeklinde yorumlanabilir. Sektörel analizlerde de dikkat edilmesi gereken bir orandır. Ayrıca oranın daha iyi yorumlanabilmesi için, Kısa vadeli borçların da izlenmesi daha doğru yargılara varılmasını sağlayacaktır <sup>182</sup>.

Oran: *UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR / TOPLAM AKTİF ( PASİF )*

şeklinde gösterilir.

### 2.2.2.3.4 Özkaynak Oranı

Özkaynak oranı, aktiflerin yüzde kaçının ortaklar veya işletme sahiplerince finanse edildiğini göstermektedir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>183</sup>.

*ÖZSERMAYE ORANI = Özsermaye / Toplam aktif*

Bu oranın zaman içinde yükselme eğilimi göstermesi genellikle iyi bir yönetimin göstergesi olarak kabul edilir. Oranın düşük olması durumunda işletme büyük karlar sağlayabileceği gibi, durgunluk dönemlerinde fiyatların düşmesi halinde, faiz ve anapara taksitlerini ödemekte zorluklarla karşılaşarak ağır zararlara uğrayabilir, hatta varlığını devam ettiremeyerek iflas dahi edebilir <sup>184</sup>.

<sup>182</sup> Ilgaz, s 4.

<sup>183</sup> Şamiloğlu ve Akgün, s 260.

<sup>184</sup> Gücenme, s 191.

### 2.2.2.3.5. Yabancı Kaynakların Özkaynaklara Oranı

Bu oran, kısa ve uzun süreli yabancı kaynaklar toplamının özsermayeye bölünmesi yoluyla aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>185</sup>.

$$YABANCI KAYNAK ÖZSERMAYE ORANI = \text{Toplam yabancı kaynak} / \text{Özsermaye}$$

Söz konusu oran işletmenin borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynak ile kendi kattığı sermaye arasındaki ilişkiyi gösterir. Bir işletmenin yabancı kaynak/özsermaye oranı yüksekse kredi verenler işletmeden ek güvenceler isteyebilir ve bu kredi taleplerinde işletme için kredi maliyetini genellikle yükseltir<sup>186</sup>.

### 2.2.2.3.6. Faiz Karşılama Oranı

Bir işletmenin, sabit gider niteliğinde olan borç faizlerini kolaylıkla ödemek olanağına sahip olup olmadığını yorumlamaya yarayan orandır. Oranın büyüklüğü işletmenin faiz giderlerini kolayca ödeyeceği ve karlı olduğunu, aksi halde riskli bulunduğunu göstermektedir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>187</sup>.

$$FAİZ KARŞILAMA ORANI = \text{Faiz ve Vergi öncesi Kar} / \text{Finansman Giderleri (Faiz ödemeleri)}$$

Faiz karşılama oranı, işletmenin faiz ve vergi öncesi karı ile finansman giderlerini kaç defa karşılayabileceğini veya işletmenin faiz ve vergi öncesi karının finansman giderlerinin kaç katı olduğunu gösteren bir orandır. Bu oran işletmenin finansman giderlerinden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirebilmek için yeterli kaynak yaratıp yaratamadığının bir göstergesidir.

### 2.2.2.3.7. Duran Varlıkların Uzun Vadeli Kaynaklara Oranı

Duran varlıkların ne kadarlık kısmının öz kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oranın 1 den küçük olması gerekir. Oranın 1 in üstüne çıkması duran varlıkların bir kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir bu da finansmanda uygunluk ilkesine uymaz ve net işletme sermayesi

<sup>185</sup> Aydın, s 52.

<sup>186</sup> Akgüç, s 396-397.

<sup>187</sup> Ercan ve Ban, s 44.

negatife döner <sup>188</sup>.

Oran;  $Duran\ varlıklar / uzun\ vadeli\ yabancı\ kaynak + öz kaynak$  şeklinde gösterilir.

#### **2.2.2.3.8. Maddi Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı**

Öz kaynaklar (sermaye) ile maddi duran varlıklar arasında bir ilişki kurularak yabancı kaynaktan yararlanma derecesi ölçülebilir. Çünkü öz kaynakların maddi duran varlıkların finansmanına yetmemesi durumunda yabancı kaynağa başvurmak şart olur. Bu bakımdan maddi duran varlıkların öz kaynaklara oranı, birikmiş amortismanların maliyetlerinden düşüldüğünü ifade eden net maddi duran varlıkların öz kaynaklara bölünmesi ile bulunur.

Oran:  $Maddi\ duran\ varlıklar / Özsermaye$  şeklinde gösterilir.

Maddi duran varlıkların öz kaynaklara oranı yüzde şeklinde ifade edilir. Böylelikle maddi duran varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla finanse edildiğini ifade eder. Oran, öz kaynakların maddi duran varlıkların finansmanında yeterli olup olmadığını gösterir ki oranın 1 in altında olması halinde işletmenin diğer varlıklarının finansmanında da öz kaynak kullanıldığını gösterir. Oranın 1 in üstünde olması ise öz kaynakların maddi duran varlıkların finansmanına yetmediğini ifade eder. Maddi duran varlık finansmanında öncelikle öz kaynak yetiştirilmiyorsa uzun vadeli yabancı kaynak kullanılması uygundur <sup>189</sup>.

#### **2.2.2.3.9. Finansman Oranı**

Bu oran, öz kaynakların, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamına bölünmesi ile elde edilir. İşletmenin mali bağımsızlık derecesini gösteren oran, ödeme gücü katsayısı, borçlanma katsayısı veya finansman oranı adları ile de ifade edilmektedir. İşletmenin mali yeterliliğinin araştırılmasına olanak veren oran aşağıdaki biçimde gösterilebilir;

<sup>188</sup> Lazol, s 77 .

<sup>189</sup> E.Uzun, *İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim*, Birleşik Matbaacılık, Muğla 2007, s. 125.

*Finansman Oranı = özsermaye / toplam kaynaklar*

Bu oran, işletmenin öz kaynakları ile yabancı kaynakları arasında uygun bir oranın olup olmadığını analize olanak verir. Oranın en az %50 olması istenir. Finansman oranının yüksek olması, işletmeyi alacaklı durumunda bulunan üçüncü kişilerin baskısından kurtarır. Oranın 1'den küçük olması ise, işletmeye kredi verenlerin, işletme sahip ve ortaklarından daha fazla işletmeye yatırımda bulduklarını gösterir. Bu ise alacakların güvencesini azaltmakta ayrıca ekonomik durgunluk dönemlerinde, ağır faiz yükü, işletmenin mali olanaklarının tükenerek, finansal riskin artması sonucunda işletmeyi borçlarını ödeyememe durumunda bırakabilmektedir<sup>190</sup>.

#### **2.2.2.4. Karlılık Oranları**

Karlılık oranları, bize firmanın karlılığını belirlemede yardımcı olur. Firmanın cari rakamlarını karşılaştırarak, bu oranlar sayesinde firmamızın maliyetlerindeki artışı, kar marjını vs hesaplayabiliriz<sup>191</sup>.

Birçok karlılık oranı bulunmasına rağmen biz bunlardan en çok kullanılan üç tanesini göstereceğiz. Karlılık ölçüleri işletmenin karlılık derecesinin belirlenmesini sağlar. Karlılık oranları, Öz sermaye karlılığı, Aktif Karlılığı ve Satışların karlılığı gibi oranları içerir. Özsermaye karlılığı oranı, firma hissedarlarının yaptıkları yatırımın verim oranını gösterir. Toplam Aktif Karlılığı oranı, işletme varlıklarının kar sağlamada ne kadar etkili olduğunu gösterir. Satışların Karlılığı oranı ya da Net kar marjı, işletmenin toplam başarısını gösterir. Bu oran ne kadar pozitifse işletme o kadar karlıdır denilebilir<sup>192</sup>.

Karlılık oranları ile işletmenin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik

<sup>190</sup> M. Dağdeviren, *İşletmelerde Performans Ölçümünde Finansal Tablo Analizlerinin Rolü ve Önemi, Aydın-Muğla Bölgesi Maden Sektörü İçinde Feldspat Maden İşletmesi ( KOBİ ) Olan KALTUN Maden Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketinde Performans Ölçümüne İlişkin Bir Rasyo Analizi Tekniği Uygulaması*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla 2008, s, 45.

<sup>191</sup> Ewing M. Kauffman, *Financial Templates –Ratio Analysis Business Planning*, Kauffman Foundation. All Rights Reserved, Excerpted from FastTrac, TechVenture, 9 Aralık 2010, s, 1 .

<sup>192</sup> James C McCannon, & Forest M. French, *Keeping Your Business On Track ,Ratio Analysis, Extension Professor Emeritus*, The University of Maine Cooperative Extension, 2010, s 1, Erişim Tarihi:15 Ocak 2011, [www.umext.maine.edu/onlinepubs/PDFpubs/3002.pdf](http://www.umext.maine.edu/onlinepubs/PDFpubs/3002.pdf).

derecesi değerlendirilir<sup>193</sup>.

Kârlılık oranları, işletmelerin elde ettikleri kârın yapılan yatırım ve satışlara göre yeterli olup olmadığını ortaya koymaktadır. İşletmenin faaliyetlerindeki verimlilik, kârlılık oranları ile ortaya konmaktadır<sup>194</sup>.

Bir işletmenin elde ettiği karın ölçülü, yeterli, tatmin edici olup olmadığı konusunda değerlendirme yaparken; sermayenin alternatif kullanım alanlarında sağlayabileceği gelir, genel ekonomik koşullardaki gelişmeler, ekonominin dönemsel olarak içinde bulunduğu çevre, aynı endüstri kolundaki benzer firmaların kar oranları, ilgili firmanın elde etmiş olduğu karların son yıllarda göstermiş olduğu eğilim gibi etmenler göz önünde tutulmalıdır<sup>195</sup>.

Karlılık, işletmelerde çok sayıda politika ve kararın net sonucu olarak görülmektedir. Karlılık oranları, işletmelerin faaliyetleri sonucunda elde ettikleri başarıyı ölçmeye yarayan oranlardır<sup>196</sup>.

Bir işletmede elde edilen karın ölçülü ve yeterli olup olmadığı konusunda değerlendirme yapılırken; (i) sermayenin alması gereken alanlarında sağlayabileceği gelir, (ii) genel ekonomik koşullardaki gelişmeler, ekonominin dönemsel olarak içinde bulunduğu evre, (iii) aynı faaliyet kolundaki benzer işletmelerin kar oranları, (iv) işletmenin kar hedeflemeleri gibi etmenler göz önünde tutulmalıdır. İşletme karının düşük olmasında ekonominin dönemsel olarak durgunluk evresine girmesi veya işletmenin faaliyet alanındaki olumsuz gelişmeler önemli ölçüde etkili olabilmektedir<sup>197</sup>.

#### **2.2.2.4.1. Brüt Kar Marjı: (Brüt Satış Karı/ Net Satışlar)**

Brüt kâr marjı oranı yüzde olarak hesaplanır ve ana faaliyet konusunda net satışların yüzde kaç oranında brüt kâr edildiğini gösterir<sup>198</sup>.

Bu oran satış geliri ile satışların maliyeti arasındaki farkı ifade eder. Diğer yapılan

<sup>193</sup> Ü. Ataman, R. Hacirüstemoğlu, *Yöneticiler İçin Muhasebe ve Finans Bilgileri*, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s.134.

<sup>194</sup> Türko, s.107.

<sup>195</sup> Akgüç, 2001, s.231.

<sup>196</sup> Brigham, s 277.

<sup>197</sup> Akgüç, s 63.

<sup>198</sup> M. Özdemir, *İşletme Finansmanı*, Sakarya Üniversitesi Matbaası, Sakarya 1995, s.82.

giderleri dikkate almadan bir mal ya da hizmetin üretimi ile satışının karlılığını karşılaştırılmasıdır. Satışların maliyeti birçok işletme açısından en dikkate değer kalem olmasından ötürü bu kalemlerdeki değişiklikler faaliyet dönemi içinde dipte hesaplanan kara yansiyacaktır. Yüksek oran değerleri, işletmenin lehine yorumlanmakta ve brüt satış karının faaliyet ve finansman giderleri dâhil bütün giderlerini karşıladıktan sonra sahip veya sahiplere yeterli bir kar sağlayabileceğini göstermektedir<sup>199</sup>.

Oranın yorumlanması için belirli bir standart olmamakla beraber, diğer oranlarda olduğu gibi net kâr marjını yorumlarken de işletmenin geçmiş yıllarına ilişkin oranlar, işletme rakiplerinin oranları ve sektör ortalamaları ile karşılaştırarak yorumlamak gerekmektedir<sup>200</sup>.

Brüt satış hâsılatı üzerinden elde edilen kar oranını gösterir. Bu oran brüt kar rakamının net satışlara bölünmesiyle aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>201</sup>.

$$BRÜT KAR MARJI = BRÜT KAR / NET SATIŞLAR$$

Bu oran net satışlardan satışların maliyeti çıkarıldıktan sonra işletme satışlarının nispi karlılığını ölçer. Brüt kar marjı sayesinde üretim maliyetlerinin kontrolü ve fiyatlama politikasındaki etkinliği ortaya koyulur<sup>202</sup>.

#### 2.2.2.4.2. Net Kar Marjı: (Net Kar/ Net Satışlar)

Net kâr marjı, satılan her bir birimlik malın yüzde kaçının vergiden sonraki net kâr olduğunu göstermektedir. İşletmenin net kârı ise; faiz ve vergiden önceki kâr-vergi-faiz'dir. Oran, işletme faaliyetlerinin net rantabilitesi hakkında bilgi verir. Bu oranda, işletmenin kuruluş amacı dışında kalan faaliyetlerden doğan tüm faaliyet dışı gelir ve kar unsurları ile faaliyet dışı gider ve zarar unsurları dikkate alınmış bulunmaktadır<sup>203</sup>.

Satışların karlılığının yüksek olması ve yükselme eğilimi göstermesi işletme lehine yorumlanmaktadır. Oran, işletmenin çeşitli giderlerini karşıladıktan sonra firmaya kalan karın yüzdesini göstermekte, bunun yeterli olup olmadığı konusunda ise işletmenin geçmiş yıllardaki oranlarıyla ve aynı iş kolundaki aynı nitelikteki diğer

<sup>199</sup> Ş. Sevim, *Mali Tablolar Analizi*, Erciyes Matbaası, Kütahya 2005, s.178.

<sup>200</sup> S. Yükçü, B. Durukan, ve E. Özkol, *Finansal Yönetim*, Cem Ofset, 1999, s. 215-1123.

<sup>201</sup> Şamiloğlu ve Akgün, s. 261.

<sup>202</sup> Aydın, s. 106.

<sup>203</sup> Akdoğan, N. vd., 2003, s.636.

işletmelerin oranlarıyla karşılaştırılması gerekmektedir<sup>204</sup>.

### 2.2.2.4.3. Aktif Karlılığı

Toplam aktiflerin verim oranı, net kar tutarının toplam aktiflere bölünmesiyle hesap edilir. Oran, firmadaki toplam yatırımların verim derecesini gösterir. Bazı yazarlar yatırımların hem özkaynaklardan, hem de yabancı kaynaklardan yapıldığını ileri sürerek oranın pay kısmında yer alan net kar tutarına faizlerinde eklenmesini önermektedir. Bize göre ancak borçlanma kararlarında kullanılan oranlarda faiz ödemelerinin dikkate alınması daha yerinde olur. Oran şu şekilde formüle edilir<sup>205</sup>.

$$\text{Toplam Aktiflerin Verim Oranı} = \text{Net kar} / \text{Toplam aktifler}$$

Aktif kârlılık oranı, her bir liralık varlığın ortalama olarak ne kadar gelir yarattığını göstermektedir. Bu oran, işletmenin aktiflerini (varlıklarını) etkili bir şekilde kullanıp kullanmadığını belirlemektedir<sup>206</sup>.

Aktif kârlılık oranı, ekonomik rantabilite oranı olarak da bilinmektedir. Bu oran, işletme aktiflerinin ne derece verimli kullanıldığını göstermesinin yanında, işletmenin finansman yapısından bağımsız olarak toplam kaynaklarını kullanmaktaki etkinliğini de göstermektedir. Başka bir ifade ile bulunan oran, işletmenin mevcut öz kaynakları ve yabancı kaynaklarının yarattığı katma değeri de vermektedir.

Oran, işletmenin varlıklarını ne şekilde finanse ettiğine bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Bunun nedeni net kâr hesaplanırken, işletmenin ödediği vergi ve faiz tutarlarının dönem kârından indirilmesidir. Satış miktarı sabitken, net kârdaki değişiklikler sonucu aktif kârlılık oranı da değişim göstermektedir. Bu durumda, varlıklarını daha çok yabancı sermaye ile finanse eden işletmelerde aktif kârlılık oranı da düşük çıkmaktadır<sup>207</sup>.

Aktif kârlılığı oranı, bir işletmenin varlıklara yapmış olduğu yatırımın, bir başka deyişle, toplam varlıkların, ne ölçüde verimli kullanıldığını ölçmek için kullanılır.

<sup>204</sup> O. Altuğ, *Finansal Yönetim İlkeler ve Uygulamalar*, Marmara Üniversitesi, Yayın No.466, İstanbul 1988, s. 318.

<sup>205</sup> Türko, s 765 .

<sup>206</sup> T.J. Gallagher, and Andrew, J.D., *Financial Management*, Prentice Hall, Third Edition, New Jersey 2003, s 101.

<sup>207</sup> Büker, 1983, s. 32.

İşletmenin çalışma sermayesi unsurlarına ve duran varlık unsurlarına yaptıkları yatırımlardan ne kadar kâr elde ettikleri aktif kârlılığı oranı ile ölçmeye çalışılır<sup>208</sup>.

#### 2.2.2.4.4. Özkaynak Karlılığı

Özkaynak karlılığı, işletmede elde edilen karın, özsermayenin yüzde kaçını oluşturduğunu ortaya koymaktadır<sup>209</sup>.

Söz konusu oran, işletme ortakları tarafından sağlanan sermayenin bir birimine düşen net kar miktarını belirlemektedir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>210</sup>.

$$\text{Özkaynak karlılığı} = \text{Net Kar} / \text{Özkaynak}$$

Bu oran, işletmenin ortaklarından sağladığı sermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığını belirlemeye yarar ve su formülle hesaplanabilir<sup>211</sup>.

Özkaynak karlılığı, özsermayenin ne ölçüde karlı kullanıldığını gösterdiği için ortaklar açısından oranın yüksek olması arzu edilir. İşletme yabancı kaynağını iyi şekilde kullanabilmiş ise rakiplerine oranla özsermaye karlılık oranı yüksek çıkacaktır<sup>212</sup>.

Bu oran “Öz sermayenin kazanma gücü” olarak da adlandırılır. Finansta, hissedarlar açısından firma değerinin arttırılması temel amaç olduğundan firmanın 1tl’lik öz sermayesinin ilgili dönemde yüzde kaç getiri sağladığı önemli bir gösterge olmaktadır<sup>213</sup>.

Bu oran, mali rantabilite oranı olarak da adlandırılmaktadır. Aktiflerin kârlılığı bütün işletmenin kârlılığını ölçerken, öz sermaye kârlılığı kârı yatırımcıların perspektifinden incelenmektedir<sup>214</sup>.

Öz sermaye kârlılık oranı, işletmenin ortaklarının işletmeye koydukları sermayeye karşılık ne oranda getiri elde ettiklerini ölçmek amacıyla kullanılır. Bu nedenle

<sup>208</sup> Akdoğan ve Tenker, s. 640.

<sup>209</sup> Güvemli, s. 86 .

<sup>210</sup> Büker, s. 104.

<sup>211</sup> Gücenme, s. 179 .

<sup>212</sup> Okka, s 54 .

<sup>213</sup> Ercan, s 47.

<sup>214</sup> A., Damodaran, *Corporate Finance, Theory and Practice*, John Wiley and Sons Inc., America 1997, s. 80.



ortakların en çok ilgilendikleri kârlılık oranı, öz sermaye kârlılık oranıdır<sup>215</sup>.

### 2.2.2.5. Piyasa Performans Oranları

İşletmenin muhasebe verilerinin dışında bilgiler kullanarak hesaplanan ve işletmenin piyasa içerisindeki konumunu yatırımcılara göstermeye çalışan oranlardır<sup>216</sup>.

Bir işletmenin finansal performansının değerlendirilmesi ile ilintili olabilecek diğer bir oran grubu da piyasa performansını yansıtan oranlardır. İşletmenin performansını değerlemede muhasebe verileriyle finansal pazarlara donuk verilerin birleştirilmesi faydalı olacaktır. Bir işletmenin finansal tablolarını baz alan oranları ile Pazar esaslı oranları arasında yakın bir paralellik vardır. Örneğin, bir işletme muhasebe verileriyle, endüstri ortalamasına göre daha fazla riskli ve daha düşük karlılıkta görülüyorsa, finansal pazarlarda, bu işletmenin Pazar fiyatı daha düşük olacaktır<sup>217</sup>.

Borsa yatırımcıları, yatırım yapacakları hisse senedini seçmekte, piyasa değeri oranlarına dikkat etmektedirler<sup>218</sup>.

Piyasa değeri oranları yönetime yatırımcıların şirketin geçmiş dönemine ilişkin performansını nasıl değerlendirdikleriyle ve geleceğe ait beklentileri ile ilgili bilgiler sağlayan göstergelerdir. İşletmelerin likidite oranları, faaliyet oranları, kârlılık oranları ve kaldıraç oranları iyi ise piyasa değeri oranları da yüksek olmaktadır<sup>219</sup>.

Finansal analizciler, işletmelerin daha önce bahsettiğimiz oranların dışında, işletmenin piyasadaki performansını ölçmeye yönelik oranlardan da yararlanmaktadır. İşletmenin hesaplanan diğer oranları ile piyasa temelli oranlar arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Örnek olarak, işletmenin düşük karla çalışması ve ortalamadan daha fazla risk taşıması durumunda işletme menkul kıymetlerinin piyasa fiyatı da düşük olacaktır. Özellikle sermaye piyasasının gelişmesiyle birlikte önem kazanan piyasa temelli oranlar, menkul kıymet yatırımcılarına yol gösterici nitelikte bulunmaktadır. Oranların kullanılmasındaki temel amaç, hisse senetlerinin gelecek piyasa değerlerine ulaşmasındaki kastettikleri yolun ve zamanın belirlenmesi olmaktadır. Menkul kıymet

<sup>215</sup> Bolak, s. 41.

<sup>216</sup> Ercan ve Ban, s. 50.

<sup>217</sup> Aydın, s. 81 .

<sup>218</sup> Bolak, s. 43.

<sup>219</sup> Brigham, s. 276.

değerlemesi ile uğrasan kişi ve kuruluşlar, yatırımlarında seçecekleri menkul kıymetlerin, fiyat/kazanç katsayıları ve piyasa değeri/defter değeri rakamlarını kendilerine baz almaktadırlar<sup>220</sup>.

Halka açık şirketlerde ortakların yatırımları sonucu elde ettikleri getirilerini görmek ve gelecekteki olası getirilerini tahmin etmek, hisse senetlerinin piyasada oluşan fiyatlarının gerçekçiliğini ölçmek için kullandıkları oranlardır<sup>221</sup>.

İşletme sahiplerine ve hissedarlara ölçülü ve yeterli bir gelirin sağlanıp sağlanmadığının belirlenmesinde, özellikle anonim şirketlerde, piyasa değer analizi oranları önem taşımaktadır<sup>222</sup>.

### 2.2.2.5.1. Fiyat Kazanç Oranı

Hisse senedi verimliliği olarak da tanımlanan bu oran, gerek işletmeye yatırımda bulunan mevcut ortaklar gerekse yatırımda bulunmayı düşünen potansiyel ortaklar açısından önemlidir. Hisse senedi fiyat /kazanç oranı, hisse senedinin borsa değerinin, hisse başına elde edilen gelire (kazanca) oranlanması yoluyla aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>223</sup>.

$$FİYAT KAZANÇ ORANI = \text{Hisse Senedi Borsa Değeri} / \text{Hisse Başına Kazanç geliri}$$

Hisse senedinin borsa değerinin, hisse başına gelire oranlanması yolu ile hesaplanır. Oranın yükselme eğiliminde olması, hisse senedi fiyatının fazla değer kazandığının, düşmesi ise satın alım için uygun bir fırsat olduğunun habercisidir<sup>224</sup>.

İşletmenin her 1 TL. lik hisse başına net karına karşılık yatırımcıların hisse senedine kaç TL.

Yatırımcıların işletmeye duydukları güven düzeyine paralel olarak, hisse senedi için ödemeye razı oldukları fiyatın diğer bir deyişle fiyat/kazanç oranının yükselmesi mümkün olmakla birlikte, genel olarak, yüksek bir oran değeri hisse senedinin fiyatının fazla yükselmiş olduğunun, düşük bir oran değeri ise hisselerin ucuz kalmış olduğunun

<sup>220</sup> Bükler ve Bayar, s. 50.

<sup>221</sup> Ilgaz, s. 4.

<sup>222</sup> M. Gökhan Onat, Otomotiv Sektöründe Oranlar Yöntemi Aracılığıyla Finansal Analiz, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2007, s. 70.

<sup>223</sup> Akıncı ve Erdoğan, s. 275.

<sup>224</sup> Aydın, Ceylan vd. s. 56.

göstergesi olarak kabul edilebilir <sup>225</sup>.

Çarpan olarak da tanımlanan bu oranın temel belirleyicileri, firmanın kazançlarındaki büyüme oranı ve riskliliğidir. Oran, firmanın riskliliği ile ters, kardaki büyüme ile doğru orantılıdır. Bununla birlikte, oranın büyüklüğü ya da küçüklüğü, şirketin dağıtabileceği temettü ödemelerine, dolayısıyla gelecek dönemlerdeki karın piyasa tarafından algılanmasına bağlanabilir. Yüksek fiyat kazanç oranı durumunda, piyasa gelecek dönemlerdeki karların yüksek olacağını beklemekte veya nakit akımlarını beklenenden daha düşük oranda iskonto etmektedir. Düşük fiyat kazanç oranı, yüksek risk oranından çok piyasanın kötümser tahminlerine bağlanıyorsa, risk faktörü, farklı hisse senetleri için eşitlendiğinde, düşük fiyat kazanç oranına sahip hisse senetlerini alan yatırımcı, beklenen getiri oranının üstünde bir verimlilik elde edecektir<sup>226</sup>.

#### 2.2.2.5.2. Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

İşletmenin borsa değerinin işletmenin özkaynaklarının kaç katı olduğunu göstermektedir. Bu oran hisse senedi yatırımcılarına alma, satma ya da elde tutma kararlarında yardımcı olmaktadır. Katsayı büyüdükçe hisse senedinin fazla değer kazandığı anlamı çıkar. Yani bu katsayı artması hisse senedinin satılması; küçülmesi ise satın alınması meylini desteklemektedir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır <sup>227</sup>.

$$\text{Piyasa değeri defter değeri oranı} = \frac{\text{İşletmenin Borsa Değeri}}{\text{Özsermaye Toplamı}}$$

Şirketin borçları da dâhil olmak üzere toplam değerinin (Halka açık firma için piyasada tüm hisseleri için oluşan değer ve borçlarının bugünkü değeri) özsermayesine oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin faaliyetlerinde yüksek değer yarattığı şeklinde yorumlanır <sup>228</sup>.

Piyasa değeri ile Defter değeri arasındaki ilişki oldukça karmaşık bir finansal yönetim konusudur. Firmanın Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı; beklenen kar payı dağıtım oranı, kazançlardaki beklenen büyüme oranı ve risklilik çerçevesinde

<sup>225</sup> Bolak, s. 43.

<sup>226</sup> Onat, s. 85.

<sup>227</sup> Çabuk ve Lazol, s. 201.

<sup>228</sup> Aydın, s. 57.

şekillenmektedir. Buna karşın, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranını etkileyen en temel değişken, firmanın özsermayesinin getirisi. Özsermayenin getirisi ne kadar yüksek olursa, firmanın Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı o kadar yüksek olmaktadır<sup>229</sup>.

Bu oran ile işletmenin piyasa değerinin öz kaynaklarının kaç katı olduğu hakkında bilgi verir. Yatırım yapılacak olan işletmenin piyasa değeri-defter değeri oranı; rakip işletmelerin oranları ile karşılaştırılır, eğer bu oran sektör ortalamasını üstünde ise işletmenin hisse senetlerinin değerli olduğu; altında ise hisse senetlerinin ucuz olduğu düşünülür.

Aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerden, piyasa değeri-defter değeri daha küçük olan işletmenin hisse senedine yatırım yapılması uygun olmaktadır<sup>230</sup>.

Bir firmanın öz sermayesinin piyasa değeri, piyasanın firmanın kazanma gücüne ve nakit akımına yönelik beklentisini yansıtmaktadır. Özsermayenin defter değeri; Aktif toplamından, borçların defter değerinin çıkartılması ile bulunmaktadır. Yatırımcıların Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranını sıklıkla kullanmalarının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan biricisi, defter değerinin piyasa değeri ile karşılaştırmalar yapılmasına imkan sağlayan nispeten güvenilir, istikrarlı ve sezgisel düşünmeyi ön plana çıkartan bir değer ölçüsü olmasından kaynaklanmaktadır. \_kinci neden, benzer firmalar açısından ele alındığında, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının aşırı yada düşük değerlendirildiğinin göstergesi olmasıdır. Diğer bir neden ise, Fiyat/Kazanç oranları kullanılarak değerlendirilemeyen negatif kazançlar elde eden firmaların, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları ile değerlemesinin yapılabilmemesidir<sup>231</sup>.

### 2.2.2.5.3. Hisse Başına Kar Oranı

Hisse başına kar oranı işletmenin her bir hisse senedi başına ne miktarda kar elde ettiğini tespit etmek amacıyla kullanılmaktadır. Hisse başına kar, işletmenin net karının işletmenin toplam hisse senedi sayısına bölünmesi yoluyla aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır<sup>232</sup>.

$$\text{Hisse başına kar oranı} = \text{Net kar} / \text{Hisse senedi sayısı}$$

<sup>229</sup> Ercan vd., s. 62.

<sup>230</sup> Akdoğan, vd., s. 645.

<sup>231</sup> Ercan vd., s. 62.

<sup>232</sup> Aydın, vd., s. 56.

Temettü getiri oranı, hisse senedine ödenen bedelin karşılığında elde edilen verimin ifadesidir. Oran, hisse senedi fiyatıyla hisse senedi başına dağıtılan temettü arasında ilişki kurmaktadır<sup>233</sup>.

Burada dikkat edilmesi gereken durum hisse başına kar'ın dağıtılan temettü olmadığıdır. Enflasyon bu oran üzerinde etkili olabilmektedir. Dönem net karı enflasyondan doğrudan etkilenmektedir. Ancak ödenmiş sermaye tutarının enflasyonu biraz geriden takip etmesinden dolayı, özellikle sermaye artırım yıllarında bu oranın küçülebildiğine dikkat edilmelidir<sup>234</sup>.

---

<sup>233</sup> Bolak, s. 44.

<sup>234</sup> Ercan ve Ban, s. 48.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMA KÂRLILIĞI ÜZERİNE ETKİSİ

#### BİST TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜNE YÖNELİK PANEL VERİ ANALİZİ

Bu bölümde çalışma sermayenin firma kârlığının üzerindeki etkileri panel veri yöntemi ile analiz edilecektir. Üç kısma ayrılan bölümün birinci kısmında analizde kullanılan panel veri yöntemi hakkında teorik bilgiler verilecek, ikinci kısımda uygulamada kullanılacak veri seti ve değişkenler tanıtılacak, üçüncü kısımda ise uygulama yapılarak elde edilen sonuçlar gösterilip analiz edilecektir.

#### 3.1. ANALİZDE KULLANILAN EKONOMETRİK YÖNTEM VE AÇIKLAMALAR

Çalışmada kullanılan regresyon modeli, panel veri analizi kullanılarak tahmin edilmiştir. Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen ampirik çalışmalarda, panel veri analizinin özellikle son yıllarda yoğun şekilde kullanıldığı görülmektedir.

Bu bölümde öncelikle çalışmada kullanılan panel veri analizi tanıtılarak panel veri analizindeki tahmin süreçlerinden olan klasik En Küçük Kareler Modeli, Sabit Etkiler Modeli (SEM) ve Tesadüfi Etkiler Modeli (TEM) tartışılacaktır.

##### 3.1.1. Panel Veri Analizi

Deneyisel analizlerde üç çeşit veri kullanılabilir<sup>235</sup>. Bunlar: Zaman serileri, yatay kesit ve pooled (karma) verileridir.

*Zaman serisi* verisi, bir zaman süreci boyunca yapılan gözlemleri içermektedir<sup>236</sup>. Bir zaman serisi, günlük, haftalık, aylık, çeyrek yıllık ve yıllık gibi zaman dilimlerini kapsamaktadır. Zaman serisi verileri, genellikle, “ $y_t$  ,  $t= 1, \dots, T$ ” şeklinde

<sup>235</sup> Damodar N. Gujarati, *Basic Econometrics*, McGraw-Hill Companies, 2003, s. 25.

<sup>236</sup> Ertaş, 2001, s. 8.

belirtilmektedir. Burada,  $T$  zaman serisi örneklem boyutunu belirtir.

*Yatay kesit verileri*, her birey, şirket, ülke gibi birim için ilgilenilen değişkenin değerini bir kez gözleyen ve birçok birim üzerinde yapılan gözlemlerden oluşan veriler olarak tanımlanmaktadır<sup>237</sup>.

Belirli bir zaman noktasında derlenen yatay kesit verileri, genellikle " $y_i$ ,  $i=1, \dots, N$ " şeklinde ifade edilir

Pooled veya karma veri çeşidi olan panel veri ise, ülkeler, firmalar, hane halkları ya da bireylere ait yatay ve dikey (zaman) kesitlerdeki çeşitli gözlemlerin havuzlanması (pooling) olarak ifade edilebilir<sup>238</sup>. Yatay kesit ve zaman serisi verilerinin bileşiminden oluşan panel veriler, karma veri ve dikey (longitudinal) veri olarak da adlandırılmaktadır<sup>239</sup>. Bu veriler, hem birimlere hem de zamana göre değişimi içerdiğinden yapılan analizlerde daha tutarlı tahminler yapılmasına imkân tanımaktadır.

Zaman boyutuna ait tekrarlanan kesit verileri kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesini sağlayan bu yöntem, birimler arası farklılıkları modellemede, kesit verilere göre daha avantajlı olmaktadır<sup>240</sup>. Panel veri analizinin hem zaman serilerini hem de yatay kesit verileri içermesi, kullanımda bir takım avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar:

1. *Birey, aile, ülke gibi birimler arasındaki heterojenliğin kontrol edilmesine imkân tanımaktadır.* Örneğin, bir şirketin büyüklüğü, yaşı ve yapısı gibi içsel farklılıklar veya teknolojik değişme, hükümet değişikliği gibi zamana bağlı dışsal etkiler o şirketin performansını etkileyebilir. Zaman serisi ve kesit veri analizlerinde birimler arasındaki bu tür farklılıklar hesaba katılmadığı halde, panel veri analizi yapılarak tahmin edilen regresyon modellerinde bu tür farklılıklar modele dâhil edilerek hesaplanabilmektedir<sup>241</sup>.

2. *Daha çok sayıda gözlem sayısının olması serbestlik derecesini arttırarak etkinliğin artmasını sağlamaktadır.* Aynı yatay kesit biriminin zamana göre değişimi

<sup>237</sup> Yüksel İşyar, *Model Kurma Teknikleri*, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bursa 1997, s. 38.

<sup>238</sup> B. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons, Ltd., 2001, s. 1.

<sup>239</sup> S. Güris, E. Çağlayan, *Ekonometri Temel Kavramlar*, Der Yayınları, İstanbul . 2005. s, 9.

<sup>240</sup> W.H. Greene, *Econometric Analysis*, (5. Baskı), Bölüm 13. International Edition, Pearson Education Inc., 2003, s. 284 .

<sup>241</sup> Baltagi, 2001, s. 5-6.

olan panel veri serisi iki alt im kullanılarak, “  $y_{it}$  ,  $i = 1, \dots, N$  ,  $t = 1, \dots, T$  ” şeklinde gösterilir.  $N$  yatay kesit birimlerini,  $T$  zaman dönemini göstermektedir. Panel veri  $N \times T$  kadar gözlem sayısına sahiptir. Gözlem sayısının artmasıyla daha çok değişkenlik sağlanmakta ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon azalmaktadır<sup>242</sup>.

3. Yatay kesit ve zaman serisi verileri, basitçe saptanamayan ölçüm etkilerini ve tanımlamalarını en iyi biçimde göstermektedir. Davranışsal bazı karmaşık konularda panel veri yöntemlerinin kullanılması değişim dinamiklerinin anlaşılması bakımından daha uygun olabilmektedir.

4. Zaman serisi ve kesit verilere göre firmalar, hane halkları ve bireyler gibi mikro ölçekteki birimlerin davranışlarını daha iyi öngörerek daha güvenilir ve kararlı parametre tahminlerine olanak sağlamaktadır.

5. Panel veri, ekonomideki dinamiklerini çalışmakta daha uygundur. Kesit veri dağılımları kısmen durağan görünse de içinde birçok değişkenlik saklar. Panel veri aynı zamanda ekonomik durumların sürekliliğini çalışmakta (işsizlik, yoksulluk gibi daha iyidir ve eğer bu veri setleri yeterince uzun iseler ekonomik politikaların düzenlenmesine hız katabilirler<sup>243</sup>.

6. Panel veri yöntemi ile değişkenler arasında daha az çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) sorunu bulunur ve panel veri sonuçları daha etkindir<sup>244</sup>.

### 3.1.2. Panel Veri Modelleri

Panel veri kullanılarak oluşturulan regresyon modelleri, panel veri regresyon modelleri olarak adlandırılmaktadır<sup>245</sup>. Basit bir doğrusal panel veri regresyon modeli genel olarak şu şekilde ifade edilmektedir:

<sup>242</sup> László, Mátyás, Sevestre, Patrick, *The Econometrics of Panel Data*, Kluwer Academic Publisher, 1996, s. 26.

<sup>243</sup> Recep Kök ve Nevzat Simşek, "Panel Veri Analizi: Birim Kök ve Eşbütünlük", *Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü Semineri*, 11 Mayıs 2006.

<sup>244</sup> Baltagi, 2001, s. 6.

<sup>245</sup> Gujarati, 2003, s. 636.



$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T \quad (3.1)$$

Bu modelde  $Y$  bağımlı değişkeni,  $X$  açıklayıcı değişkeni ( $k-1$  adet) ve sıfır ortalama ve sabit bir varyansa sahip hata terimini göstermektedir.  $i$  kesit vary boyutunu ( $i=1, \dots, N$ ),  $t$  zaman serisi verisi boyutunu ( $t=1, \dots, T$ ) göstermektedir.

Model, her bir birimin her bir zaman dönemine özgü kendi tepki katsayısına sahip olduğunu ifade etmektedir<sup>246</sup>. Dolayısıyla, tahmin edilmesi gereken parametre sayısı gözlem sayısından fazla olduğundan model bu halde tahmin edilememektedir. Bu nedenle panel veri ile yapılan çalışmalarda daha çok hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımlar yapılarak değişik modeller elde edilebilmektedir<sup>247</sup>.

Bu Modeller hem zaman hem de kesit veriler uyarlamasında tahmin yöntemi olarak havuzlanmış regresyon ile tahmini aşamasında kullanılabilir üç yöntem vardır<sup>248</sup>. Bu yöntemler:

1. Ortak Sabit Yöntemi( klasik En Küçük Kareler Modeli (OLS))
2. Sabit Etkiler Yöntemi {Tek Faktörlü (LSDV) ve İki Faktörlü Sabit Etkiler Modelleri (LSDV ve TIME)}
3. Tesadüfî Etkiler Yöntemi{ Tek Faktörlü(REM1) ve İki Faktörlü Rassal Tesadüfî Modeli (REM2)}

Bu yöntemler arasındaki temel fark sabit terimlerden kaynaklanmaktadır. Ortak sabit yönteminde havuzlanmış regresyonun elemanları için aynı sabit terim mevcuttur. Sabit etkiler yönteminde her bir kesit için ayrı sabit terim mevcuttur. Fakat eğim katsayıları aynıdır. Tesadüfî etkiler yönteminde ise birimlere ait farklılıklar hata terimi içerisinde modellenmektedir<sup>249</sup>.

<sup>246</sup> Matyas ve Sevestre, 1996, s. 27.

<sup>247</sup> Greene, 2001, s. 229.

<sup>248</sup> Yücel, 2006, s. 88.

<sup>249</sup> Yücel, 2006, s. 89.

### 3.1.2.1. Klasik En Küçük Kareler Modeli (OLS) (Pooled estimation)

En basit yaklaşım, havuzlanmış verilerin kesit ve zaman boyutunu ihmal ederek, geleneksel en küçük kareler yöntemi ile tahmin yapmaktadır. Bütün grupların verileri bir havuzda (pool) toplanmakta ve açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Kurulan model aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + e_{it} \quad (3.2.)$$

Burada  $Y_{it}$  bağımlı değişken,  $X_{it}$  açıklayıcı değişken seti,  $\beta$  eğim katsayıları,  $e_{it}$  hata terimleri vektörü ve  $\alpha$  sabit kesişim katsayısıdır.  $i$  grupları (birimleri),  $t$  ise her bir gruba ait zaman uzunluğunu ( $1 \dots T$ ) göstermektedir.

### 3.1.2.2. Tek Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV)

Her bir yatay kesitin “bireyselliklerini” dikkate almanın bir yolu, her bir grup için sabit katsayılarının farklı olmasına, buna karşılık eğim katsayılarının aynı olmasına izin vermektir<sup>250</sup>. En küçük kareler kukla değişkeni modeli olarak adlandırılan bu modelin temel amacı, veri setindeki her gruba ait çok özel etkiyi ifade eden bilinmeyen sabit terimi ( $\alpha_i$ ) de tahmin etmektir.

Buradaki sabit etkiler terimi, sabit her bir kesit için farklı olsa da, her bir kesitin sabitinin zaman boyunca değişmemesinden gelmektedir. Bu modelde eğim katsayıları hem zaman hem kesit için aynı olmaktadır.

( $\alpha_i$ ), de değişikliğe sebep olacak, tahmin edilecek LSDV modeli aşağıdaki gibidir

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^p \beta_k X_{kit} + \sum_{k=1}^{g-1} \gamma_k D_{ki} + e_{it} \quad (3.3)$$

Bu modelde  $p$  açıklayıcı değişken sayısıdır.  $g-1$  ise grup sayısı – 1’i ifade etmektedir. Gölge değişken tuzağına düşülmemesi için (tekil matris yani çözümün belirsiz olmaması için) grup sayısının bir eksiği kadar gölge değişken modele dâhil

<sup>250</sup> Selçuk Balı ve Mehmet Ozan Cinel, “Altın Fiyatlarının İMKB 100 Endeksi’ne Etkisi ve Bu Etkinin Ölçülmesi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(3-4), 2013, s. 51.

edilmektedir.

Burada sabit terimin yorumu daha farklıdır.  $\alpha_i$  sabit terimi, modelde gölge değişken olarak belirtilmeyen gruba ait sabit terimlerin hesaplanması şu şekildedir:  $\alpha_i + \gamma_k$ , k.ıncı gruba ait sabit terimi ifade etmektedir. OLS modelindeki sabit katsayı LSDV modelinde farklı değerler almaktadır. Modelin temel amacı, gruplara özgü bu farklı katsayıların tahmin edilmesidir. Gölge değişkenlere ait katsayılar F istatistiği ile test edilmektedir. Sıfır hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} H_0: D_{1i} = D_{2i} = \dots = D_{(g-1)i} = 0 \\ H_1: D_{1i} \neq D_{2i} \neq \dots \neq D_{(g-1)i} \neq 0 \end{aligned} \quad (3.4)$$

Bu nedenle Hangi modelin daha iyi olduğuna karar vermek için sınırlandırılmış F- istatistiğine bakılabilir.  $F$  istatistiği ise aşağıdaki gibidir:

$$F(n-1, nT-n-K) = \frac{(R_{LSDV}^2 - R_{Pooled}^2)/(n-1)}{(1 - R_{LSDV}^2)/(nT-n-K)} \quad (3.5)$$

Sıfır hipotezi, etkin tahmin modelinin OLS olduğunu ifade eder. Ancak  $F$  istatistiği sonucu tablo değerinin üstünde olursa, kukla değişkenlerine ait katsayıların farklı olduğu sonucuna ulaşılır ve sıfır hipotezi reddedilir. Tahmin yöntemi olarak OLS modeli yerine LSDV modeli tercih edilir <sup>251</sup>.

### 3.1.2.3. İki Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV VE TIME)

Bu modelde her bir grup için grup etkisi ( $\gamma_i$ ), her bir dönem için zaman etkisi ( $\lambda_t$ ) ve sabit katsayı  $\alpha_0$  ve  $\lambda_0$  yer almaktadır. Bu modellerin eğim parametrelerinin sabit, kesim parametrelerinin birimlere ve zamana göre değiştiği farz edilir. Bu modeller aşağıdaki gibi kurulur:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{g-1} \gamma_k D_{ki} + \lambda_0 + \sum_{k=1}^{t-1} \lambda_k D_{kt} + \sum_{k=1}^p \beta_k X_{kit} + e_{it} \quad (3.6)$$

Hem zaman serisi hem de yatay kesit verileri kullanılabilir olsa da her durumda panel veri analizi uygun olmayabilir. Sabit etkiler modeli ile ilgili bazı sorunlar Rassal

<sup>251</sup> Greene, 2003, s. 289.

etikler modeli ile azaltılabilmektedir<sup>252</sup>.

### 3.1.2.4. Rassal Etkiler Yaklaşımı

Sabit etkiler modelinin yoğun şekilde kullanımına rağmen, çok sayıda yatay kesitin söz konusu olması (kukla değişken kullanımına bağlı olarak) serbestlik derecesi kaybına neden olmaktadır. Sabit etkiler modelinin kullanılmasının nedeni modelin tanımlanmasında zaman içinde değişmeyen konu ile ilgili açıklayıcı değişkenleri (ve muhtemelen zaman içinde değişen ama yatay kesitler için aynı değeri alan değişkenleri) modele dahil etmekte başarısız olunması ve kukla değişkenlerin modele dahil edilmesinin bu bilgisizliği örtmesidir. Eğer kukla değişkenler, aslında doğru model konusunda bilgi vermiyorsa, bu bilgisizliğimiz hata terimi yoluyla ifade edilmek üzere, Rassal etkiler modeli bir diğer adıyla hata bileşen modeli önerilmiştir<sup>253</sup>.

#### 3.1.2.4.1. Tek Faktörlü Rassal Etkiler Modeli (REM1)

Farklı sabit parametreye sahip her bir bireyin davranışlarındaki farklılıklar gölge değişkenli model ile ifade edilmekteydi. Serbestlik derecesi probleminde dolayı bu yöntem bilgi kaybına uğramaktaydı. Rassal etkili modelde söz konusu farklılıklar hata terimine dâhil edilmekte bir başka deyişle farklılıklar hata terimiyle dikkate alınmaktadır

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it} \quad (3.7)$$

$\beta_{1i}$ ' yi sabit olarak ele almak yerine, bunu  $\beta_1$  in ortalama bir değeriyle birlikte Rassal bir değişken olarak varsayıldı. Bir yatay kesitin sabit katsayısının değeri şöyle ifade edilmektedir.

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i \quad i=1,2,\dots,N \quad (3.8)$$

Burada  $\varepsilon_i$  sıfır ortalamalı ve  $\sigma_\varepsilon^2$  varyanslı bir Rassal hata terimidir.

$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$ ' yi denklemde yerine koyarsak aşağıdaki denklemi elde ederiz.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_i + u_{it} \quad (3.9)$$

<sup>252</sup> Bal ve Cinel, 2011. s. 52.

<sup>253</sup> Bal ve Cinel, 2011. s. 53.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + w_{it} \quad (3.10)$$

Burada  $w_{it} = \varepsilon_i + u_{it}$ 'dir. Bu bileşik hata terimi ( $w_{it}$ ), iki bileşenden oluşmaktadır. Yatay kesite özgü hata bileşeni  $\varepsilon_i$  (bireysel hata ve farklılıkları, sabit zamana göre bireyler arasındaki değişmeyi gösterir), zaman serisi ile yatay kesitin bileşimi sonucu oluşan hata terimi  $u_{it}$  (tüm hataları gösterir). Model bu özelliğinden dolayı hata bileşen modeli adını almaktadır.

Burada kullanılan tahmin yöntemi OLS değildir. Varyans-kovaryans matrisinin birimlere göre farklılık gösterdiği dikkate alınarak, Varyans-kovaryans matrisini ele alan Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (GLS) kullanılır.

Tahmin yöntemi olarak REM1'in mi yoksa OLS modelinin mi kullanılacağı konusunda, modeldeki gruplar arasında değişen Varyans testini yapılması gerekmektedir. Bu amaca yönelik olarak, lagrange çarpan testi (lagrange multipler test) ve olasılık oranı testi (likelihood ratio test) istatistikleri kullanılmaktadır. Sıfır hipotezi grupların varyanslarının eşit olduğunu ifade etmektedir.

$$\begin{aligned} H_0: \sigma_1^2 &= \sigma_2^2 = \dots = \sigma_n^2 \\ H_1: \sigma_1^2 &\neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2 \end{aligned} \quad (3.11)$$

LM test istatistiğine bağlı olarak, sıfır hipotezinin kabul edilmemesi durumunda REM1 modeli OLS modeline tercih edilmektedir.

Panel veri analizinde gruplara özgü spesifik (çok özel) etkilerin sabit ya da tesadüfi algılanması model seçiminde karşılaşılan en önemli sorunlardan biridir. Dolayısıyla LSDV ve REM1 modellerinden hangisinin tahmin modeli olarak seçileceği önemli bir sorudur. LSDV modelinde gruplara ait katsayılar sabit iken, REM1 modelinde bu katsayılar bir örneklemden tesadüfü olarak seçilmiş değerlerdir. Buna göre LSDV modeli için OLS en iyi doğrusal sapmasız tahmin edici (BLUE) iken, REM1 modelinde GLS en iyi doğrusal sapmasız tahmin edicidir.

Her iki modelin kendine özgü dezavantajları vardır. Sabit etkiler modelinde serbestlik derecesi anlamında sorun yaşanırken, tesadüfü etkiler modelinde spesifik etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasında herhangi bir korelasyonun bulunup

bulunmadığı anlamında sorun yaşanmaktadır. Yani Rassal etkiler modelinde yaşanan sorun; yatay kesitine özgü hata bileşeni  $\varepsilon_i$  ve  $X$  açıklayıcı değişkenleri arasındaki muhtemel korelasyon hakkında yapılan varsayıma dayanmaktadır.

Sabit ya da tesadüfî modeller arasındaki temel fark, sabit-zaman etkisinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olup olmadığıdır. Tesadüfî modeller geçerli olduğunda, sabit etkiler tahmin edicileri tutarlı tanımlanabilen parametre tahminleri verir. Birçok araştırmacı, LSDV'yi REM'i tahmin etmekten daha ikna edici bulur. Bu tercih sabit değişkenlerin ilgili açıklayıcı değişkenlerle ilişkisiz olması mümkün değildir düşüncesinden kaynaklanmaktadır.  $\varepsilon_i$  ve  $X$  açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkiye bağlı olarak farklı özelliklere sahip iki tahmin edici geliştirilmiştir:

1- Eğer  $\varepsilon_i$  ve  $X$  açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoksa Rassal etkiler modeli tutarlı ve etkindir. Sabit etkiler modeli ise tutarlı fakat etkin değildir.

2- Eğer  $\varepsilon_i$  ve  $X$  açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon varsa sabit etkiler modeli tutarlı ve etkindir. Fakat tesadüfî (Rassal) etkiler modeli tutarsızdır.

Hangi durumlar da  $\varepsilon_i$  ve  $X$  açıklayıcı değişkenler arasında korelasyonun olması beklenir sorusunun cevabını söylemek gerekirse,  $N$  yatay kesitleri geniş bir ana kütlede geliyorsa Rassal etkiler modeli uygun olacaktır. Buna karşılık ilgi, belirli bir kesitin üzerinde ise, sabit etkiler modeli daha uygundur.

Bu tespitlerin yanında sabit ve Rassal etkiler modelini seçmeye yardımcı olan bir test vardır. *Haussman* (1978) istatistiği, yatay kesite özgü bireysel etkiler ile  $\varepsilon_i$  ve  $X$  açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonu test etmektedir. Bu test  $p$  serbestlik dereceli  $\chi^2$  dağılımına sahiptir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi, Rassal etkiler modeline karşılık sabit etkiler modelinin test edilmesi gerektiği sonucunu vermektedir. Hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$H_0 : E (\varepsilon_i | X_{it}) = 0 \text{ ülke ve zaman etkileri rassaldır.}$$

( $\varepsilon_i$ ) ve  $X$  açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yok

$$H_1 : E (\varepsilon_i | X_{it}) \neq 0 \text{ ülke ve zaman etkileri sabittir.}$$

( $\varepsilon_i$ ) ve X açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon var<sup>254</sup>.

### 3.1.2.4.2. İki Faktörlü Rassal Etkiler Modeli (REM2)

Bu model tek faktörlü Rassal etkiler modeli ile aynı yapıya sahiptir. Bunun yanı sıra bu modelde Rassal olarak belirlenen gruba ait spesifik etkinin yanı sıra zamana ait spesifik etki yer almaktadır. REM2 modeli aşağıdaki gibi kurulur:

$$Y_{it} = (\alpha_i + \varepsilon_i + w_t) + \sum_{k=1}^p \beta_k X_{kit} + (e_i + \varepsilon_i + w_t) \quad (3.12)$$

İki yaklaşım arasındaki temel farklılıklar göz önüne alınırsa şu ifadeler bulunabilir:

1- Eğer T büyük ve N küçük ise, sabit etkiler ve Rassal etkiler modelleri tarafından tahminlenen parametrelerin değerlerinde çok az farklılık olur. Burada seçim, hesaplama kolaylığına ve uygunluğuna göre yapılır. Bu durumda sabit etkiler modeli, tercih edilmelidir.

2- N büyük T küçük olduğu zaman iki yöntemle elde edilen tahminle önemli ölçüde farklılaşabilecektir. Rassal etkiler modelinde  $\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$  iken ve  $\varepsilon_i$  yatay kesit Rassal bileşeni ifade ediyor iken, sabit etkiler modelinde  $\beta_{1i}$  Rassal olmayan ve sabit olarak düşünülmektedir. Sabit etkiler durumunda istatistikî sonuç, örnekte gözlemlenen yatay kesit birimleri üzerine koşulludur. Eğer örneğimiz çok büyük bir ana kütlede gelmiyor ise bu uygun olabilir. Buna karşılık örneğimiz büyük bir ana kütlede Rassal olarak seçiliyorsa o zaman istatistikî sonuç koşulsuz olacak ve Rassal etkiler modeli uygun olacaktır.

3- Eğer N büyük ve T küçük ise ve  $\varepsilon_i$  bir ya da daha fazla açıklayıcı değişken ilişkili (korelasyonlu) ise, Rassal etkiler modeli tahmin edicileri sapmalı, buna karşılık sabit etkiler modeli tahmincileri sapsız olacaktır.

4- Eğer N büyük ve T küçük ise ve Rassal etkiler modelinin varsayımları geçerli ise, Rassal etkiler modeli tahmin edicileri, sabit etkiler modeli

---

<sup>254</sup> Kök ve Şimşek, s. 27.

tahmin edicilerinden daha etkindir<sup>255</sup>.

Rastsal etkiler modeli ile havuz modeli arasındaki seçimin yapılabilmesini sağlayan Breusch Pagan testi, denklemin hangi model çerçevesinde tahmin edileceğini belirlemek için uygulanmıştır. Breusch Pagan testi ile birim etkilerinin varyansının sıfır olması durumunda rastsal etkiler modelinin havuz modeline dönüşeceği sıfır hipotezi sınanmaktadır. Dolayısıyla hipotezler şu şekildedir :

H0: Havuz Modeli geçerli,  $\sigma = 0$

H1: Rastsal Etkiler Modeli geçerli,  $\sigma > 0$

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{T^2 \sum \bar{e}_i^2}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (3.13)$$

Eğer LM değeri Ki-Kare istatistiğiden küçük ise, yani  $LM < \text{Ki-Kare}$ , H0 hipotezi kabul edilir.

### 3.1.3. Panel Verilerde Durağanlık

Bir zaman serisinin istatistiksel analizi yapılmadan önce durağan olup olmadığının araştırılması gerekmektedir. İktisadi analizler yapılırken kullanılan zaman serisinin durağan olup olmaması büyük öneme sahiptir. Çünkü durağan olmayan bir seri ile analizler yapıldığında geleneksel t ve F testleri ile R değeri yanlış sonuçlar verebilmektedir<sup>256</sup>. Eğer bir serinin varyansında ya da ortalamasında sistematik bir değişme olmuyor, düzenli periyodik değişmeler ortaya koymuyorsa, bu seri durağan olarak nitelenebilir. Stokastik bir sürecin durağan olmasının şartları şunlardır:

- i) Ortalama  $E(Y_t) = \mu$  bütün t ler için sabitse
- ii) Varyans  $\text{var}(Y_t - \mu) = \delta^2$  bütün t için sabitse
- iii) Kovaryans  $\text{Cov}(\text{COV}(Y_t, Y_{t+k}) = \gamma$  bütün t ler için sabit ve  $k \neq 0$  ise

Zayıf durağanlıkta ne ortalama, ne Varyans, ve nede kovaryans zamana (t'ye) bağlıdır. Bunun yanında, zayıf durağanlık özelliklerinin yanı sıra Rastsal değişkenin dağılımının zaman içinde değişmemesi özelliğine sahip olması halinde güçlü durağanlık

<sup>255</sup> Kök ve Şimşek, s, 29.

<sup>256</sup> Özlem Göktaş, *Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi*, Beşir Kitabevi, İstanbul 2005, s. 5.



söz konusu olacaktır. Eğer n sayıda gözlemin  $Y_{t1}, \dots, Y_{tn}$  herhangi bir setinin bileşik dağılımı, k sayıda gecikmesi dikkate alındığında, bütün n ve k için  $Y_{t1+k}, \dots, Y_{tn+k}$  in bileşik dağılımının aynısı ise, kesin durağan olduğu söylenir<sup>257</sup>.

Durağanlığın tespitinde kullanılan yöntemler: Oto korelasyon Analizi, Portmanteau Testi, Birim Kök Testleri, Dickey Fuller Testi (DF), Genişletilmiş Dickey Fuller Testi (ADF), Philips Peron Testi, Hegy Testi, Dickey-Hazsa-Fuller (DHF) Test'leridir. Bu nedenle Herhangi bir zaman serisine ait durağanlık analizi, birim kök kavramı ve testleri ile yakından ilgilidir. Durağanlığı sağlamak için, serilerin farkları, logaritmaları, logaritmalarının birinci farklarının alındığı farklı yöntemler kullanılmaktadır. Durağan olmayan bir zaman serisi 'd' kere farkı alındıktan sonar durağan hale geliyorsa d mertebeden entegre olmakta ve I(d) şeklinde ifade edilmektedir<sup>258</sup>.

### 3.1.3.1. Görsel Saptama-Korelogram

Bu durağanlık testi otokorelasyon fonksiyonuna (ACF) dayanır. Otokorelasyon fonksiyonu serinin bazı değerleri ve gecikmeli değerleri arasındaki ilişkinin (correlation) boyutunu belirler. Değişik zaman aralıkları (k) için bulunacak ACF(k) katsayısı değerleri ilişkilendirildiğinde, korelogram elde edilir. ACF(k) değerleri 1 ve -1 arasında yer almaktadır.

$$ACF(k) = \frac{S(X_t - \bar{X})(X_{t-k} - \bar{X})}{S(X_t - \bar{X})^2} \quad (3.14)$$

Durağanlık tespiti için korelogramdan şu şekilde yararlanılır. ACF eğer çok yüksek bir değerden başlayıp çok yavaş küçülüyorsa, bu serinin durağan olmadığını bir göstergesidir. Söz konusu hipotez testi her bir ACF(k) değeri için  $\pm 1.96(1/\sqrt{n})$  değeri bulunarak yapılır. Eğer ACF(k) değeri güven aralığı sınırları dışında kalıyorsa otokorelasyon vardır. Kısmi korelasyon fonksiyonu gecikmeli değişkenler arasındaki ilişkiyi ifade eder. Kısmi korelasyon fonksiyonu ile korelasyon Y ve  $Y_{t-k}$  değerleri arasındaki terimlerin etkisi çıkarılarak bulunur<sup>259</sup>.

<sup>257</sup> Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Nargeleçekenler, *Zaman Serileri Analizi*, Nobel Yayın, No: 770, 2005. s. 48-49.

<sup>258</sup> Sevüktekin ve Nargeleçekenler, s. 48-49.

<sup>259</sup> Sevüktekin ve Nargeleçekenler, s. 48-49.

### 3.1.3.2. Dickey-Fuller Testi

Dickey-Fuller testi, gözlenen serilerde birim kökün varlığının (serinin durağan olmadığı) olup olmadığını belirlemede kullanılan bir testtir. Bu yöntemin ilk olarak duyurulması, Dickey D.A. ve W.A.Fuller'ın 1979'da 'Journal of American Statistical Association' adlı dergide yayınlanan makaleleriyle olmuştur. Testin ilk çıktığı dönemden günümüze kadar çeşitli alanlarda yeterli gelmediği ve bundan dolayı eksikliklerin kapatılması için oluşturulan yardımcı yöntemler ortaya çıkmıştır. Ancak yapılan uygulamalarda serinin birim kök taşıyıp taşımadığının saptanması için mutlak suretle DF (Dickey-Fuller) testinin yapılması şart niteliğinde bulunmaktadır.

Testin kullanımını açıklamak için aşağıdaki veri üreten süreç kullanabiliriz;

$$\text{Model: } Y_t = pY_{t-1} + u_t$$

$u_t$  = stokastik hata terimi

Eşitliği aşağıdaki gibi gösterilebiliriz.

$$y_t - y_{t-1} = (p-1) y_{t-1} + u_t$$

Denklemin her iki tarafından  $y_{t-1}$  çıkarıldığında,  $(p-1) = \gamma$  olmak üzere denklem aşağıdaki şekle gelir:

$$\square \Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

$$H_0 : p=1, H_1 : p<1$$

$(p-1) = 0$  veya  $\gamma = 0$  durumunda  $y_t$  serisi bir birim kök içermektedir. Ancak  $|p| < 1$  durumunda seri durağan olur. Burada Dickey ve Fuller'ın Monte Carlo uygulamasında ortaya çıkarılan “ T ” (tau) istatistiği kullanılmaktadır.

Hesaplanan “ T ” değerinin mutlak değeri Dickey-Fuller veya McKinnon Dickey-Fuller kritik değerlerinin mutlak değerini aşıyorsa, zaman serisinin durağan olduğu hipotezini reddedemeyiz. ‘ $H_0: p=1$ ’ reddedilirse zaman serisi durağandır<sup>260</sup>.

### 3.1.4. Veri Seti ve Değişkenler

Model çözümlemesinde kullanılan bist tekstil ve deri sektöründeki değişkenlere

<sup>260</sup> Şimşek ve Halaç, s. 6.

ait veri seti İMKB veri tabanından elde edilmiştir. Veriler yıllık olup 2007–2012 dönemini kapsamaktadır. Bu dönem aralığının seçilmesinde tüm firmalar ve değişkenlere ait verilerin eksiksiz olması etkili olmuştur.

Öz ve Güngör çalışmalarına dayanarak model aşağıdaki şekilde kurulabilir. Bu modelde, çalışma sermayesi yönetiminin firmaların brüt kârlılığına etkisinin ortaya koyulması amaçlanmaktadır. Bu sebeple kurulan modelde bağımsız değişken olarak yer alan her bir çalışma sermayesi unsurunun alacakların devir süresi(ADS), stok devir süresi(SDS), ticari borçların devir süresi(BDS) ve net ticaret süresi(NTS) ) ayrı bir şekilde bağımlı değişken olan brüt kârlılığa (BRKAR) etkileri araştırılmıştır. Kurulan modele ayrıca kontrol değişkenler olarak mali duran varlıklar(FDUR), finansal borçlar(FBORÇ) ve firma büyüklüğü(BÜY) dâhil edilmiştir.

Kullanılan değişkenlere ait hesaplamalar aşağıdaki gibidir.

Alacakların devir süresi (ADS):

$$\mathbf{ADS} = (\text{Ticari Alacaklar} \times 365) / \text{Satışlar}$$

Stok devir süresi (SDS) :

$$\mathbf{SDS} = (\text{Ortalama Stoklar} \times 365) / \text{Satılan mallar maliyeti}$$

Ticari borçların devir süresi (BDS):

$$\mathbf{BDS} = (\text{Ticari borçlar} \times 365) / \text{Satılan mallar maliyeti}$$

Net ticaret süresi (NTS):

$$\mathbf{NTS} = [ (\text{Ticari Alacaklar Devir Süresi} + \text{Ticari Stoklar Devir Süresi}) - (\text{Ticari Borçlar Devir Süresi}) ] \times 365 / \text{Satışlar}$$

**Büyükük (BÜY):** Kontrol değişken olarak kullanılan firma büyüklüğü, satışların doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır.

Buna göre araştırmada kullanılacak modeller aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

**Model 1.** Alacak devir süresinin brüt kârlılığa etkisi

$$\mathbf{BRK\hat{A}R} = \beta_0 + \beta_1\text{FDUR} + \beta_2\text{FBORÇ} + \beta_3\text{BÜY} + \beta_4\text{ADS} + \varepsilon_i$$

**Model 2.** Stok devir süresinin brüt kârlılığa etkisi

$$BRK\hat{A}R = \beta_0 + \beta_1 FDUR + \beta_2 FBOR\check{C} + \beta_3 B\ddot{U}Y + \beta_4 SDS + \varepsilon_i$$

**Model 3.** Ticari borç devir süresinin brüt kârlılığa etkisi

$$BRK\hat{A}R = \beta_0 + \beta_1 FDUR + \beta_2 FBOR\check{C} + \beta_3 B\ddot{U}Y + \hat{\alpha}_4 BDS + \varepsilon_i$$

**Model 4.** Net ticaret süresinin brüt kârlılığa etkisi

$$BRK\hat{A}R = \beta_0 + \beta_1 FDUR + \beta_2 FBOR\check{C} + \beta_3 B\ddot{U}Y + \beta_4 NDS + \varepsilon_i$$

### 3.1.5. Model Tahmin Süreci ve Elde Edilen Bulgular

#### 3.1.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Analizde dengeli panel veri seti kullanılmıştır. Veri yapısı analiz edilirken kullanılan panel regresyon modeli hem kesit hem de zaman serilerini birlikte içerdiğinden dolayı bu özelliklerin dikkate alınması gerekmektedir. Dolayısıyla tanımsal istatistikler panel veri formunda hesaplanarak değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar aşağıda Tablo3-1’de verilmiştir.

**Tablo 3.1.** Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Açıklayıcı İstatistikler

Değişken	Mean	Maximum	Minimum	Std. dev	Skewness	Kurtosis
BRK $\hat{A}$ R	37788896	257330616	-7586977	53154337	2,182	7,705
FDUR	14275208	897420226	3363303	184458208	2,566	9,505
FBORÇ	49083900	433181786	0,000	62493919	3,250	17,341
BÜY	7,9545	9,2110	6,7530	0,5551	-0,106	2,661
ADS	140,87	2546,00	12,00	245,75	8,844	86,626
SDS	123,71	509,00	16,00	85,45	2,052	7,991
BDS	80,03	438,00	4,00	65,36	2,540	11,904
NDS	0,0022	0,090	0,0001	0,0096	9,514	95,781

Tablo 3.1 incelendiğinde, çalışma grubunu oluşturan 18 firmanın bazı değişkenlerin özellikleri şu şekildedir. Örneğin, BRK $\hat{A}$ R ortalaması ve standart sapmasının sırasıyla 3778889,  $\pm$  53154337, minimum -7586977, maksimum BRK $\hat{A}$ R da 257330616 olduğu görülmektedir. BRK $\hat{A}$ R değişkeni üzerine etkisi incelenmek istenen açıklayıcı değişkenlerden “FDUR” ortalaması 14275208 olarak tespit edilmiştir

(En düşük değer 3363303, En yüksek değer 897420226). Modelde diğer açıklayıcı değişken olarak kullanılan FBORÇ'a ilişkin ortalama 49083900 olarak elde edilmiştir. Modele diğer açıklayıcı değişken olarak BÜY 7,9545 ortalamaya sahip olduğu görölmektedir. BÜY bakımından en düşük değer 6,75 ve en yüksek değer 9,2 olarak tespit edilmiştir.

Ayrıca veri setine ait arpıklık değerlerine bakıldığında sadece BÜY değişkeni için dağılımın sol kuyruklu (Skewness değer negatif) olduğu söylenebilir. Bu değişkenin dışında kalan değişkenler için arpıklık değerleri pozitif olduğundan bunlar için dağılımın sağ kuyruklu olduğu söylenebilir. Basıklık değerleri (Kurtosis değer) incelendiğinde tekrar BÜY değişken hariç tüm değişkenlerin basıklık değerleri üç ve üçün üstü değerler aldığı görölmektedir. Bu değişkenler için dağılımın normale nazaran daha basit bir yapıya sahip olmadığı ifade edilebilir.

### 3.1.5.2. Durağanlık Testleri

Geçen bölümlerde söylendiği gibi, hem zaman hem de yatay kesit veri analizlerini birlikte gerçekleştiren panel veri analizlerinde değişkenler arasında sahte ilişkilere (spurious regressions) neden olunmaması için analizlerde kullanılan değişkenlerin durağan bir yapıda olması gerekmektedir.

Çalışmada panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu testi ile ortak birim kök süreçleri araştırırken (common unit process ), bunun dışında her birim için(işletme) Im, Peseran-Shin testi ile birim kök süreci (individual unit root process) araştırılmıştır. Birbirinden bağımsız (individual invarint) serilerde durağanlık ise genelleştirilmiş Dickey Fuller birim kök sınaama yöntemleri ile incelenmiştir.

Tablo-4'de ADF birim kök testinin sonuçları yer almaktadır. Birimlerden bağımsız serilerde durağanlığın analiz edilmesinde aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

**$H_0$**  Seride genel bir birim kök vardır.

**$H_1$**  Seride genel bir birim kök yoktur.

Bu hipotezin testi için aşağıdaki sabit ADF modeli oluşturulmuştur. Yanı:

$$\Delta y_{it} = \alpha_{0i} + \delta y_{it-1} + \lambda_{it} \quad (3.15)$$

ADF testine tabi tutulan değişkenlerin gecikme sayısı, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanarak belirlenmiş ve ADF birim kök sonuçları ile birlikte Tablo 3.2’de verilmiştir. Bu tablo da görüldüğü gibi tüm değişkenler için sabitli ve trendsiz modelde hesaplanan P değeri 0.05 kritik değerden daha küçük ve bu analiz sonuçlarına göre hiçbir değişken için birim kök yoktur sonucuna ulaşılmıştır ( $p < 0.05$ ). Diğer bir ifadeyle yapılan birim kök testleriyle firma karlılığı ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi modellemede kullanılan değişkenlere ait serilerin durağan olduğu ve bu değişkenlerin modelleme ve tahmin için elverişli bir yapıda oldukları kabul edilmiştir.

**Tablo 3.2.** ADF, Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	Değerler	ADF-Fisher Ki-kare	ADF-Choi Z-istatistiği
<b>BRKÂR</b>	İstatistik	74,761	-0,423
	P -değeri	0,002	0,002
<b>FDUR</b>	İstatistik	48,601	-0,471
	P -değeri	0,017	0,031
<b>FBORÇ</b>	İstatistik	24,715	1,961
	P -değeri	0,041	0,037
<b>BÜY</b>	İstatistik	20,381	1,28
	P -değeri	0,031	0,021
<b>ADS</b>	İstatistik	46,44	-1,855
	P -değeri	0,045	0,029
<b>SDS</b>	İstatistik	42,372	-1,587
	P -değeri	0,002	0,035
<b>BDS</b>	İstatistik	69,321	2,121
	P -değeri	0,061	0,047
<b>NDS</b>	İstatistik	20,934	1,191
	P -değeri	0,034	0,003

### 3.1.6. Araştırmanın Bulguları

Brüt karı etkileyen değişkenlere ait denklemin tahmin edilmesinden önce alternatif panel modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğinin tespit edilmesi gerekir, yani:

- Havuz Modeli (Pooled Model):

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it}$$

- Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \epsilon_{it}$$

- Rastasal Etkiler Modeli (Random Effects Model):

$$Y_{it} = \mu + \beta X_{it} + \epsilon_{it} + u_i$$

Çalışmada, serilerin durağanlığına bağlı olarak yapılan panel veri regresyon tahminlerinde, her grup için havuz, sabit veya tesadüfî etkili modellerden hangisinin geçerli olacağı, Hausman ve F testi ile belirlenmiştir. Sabit veya tesadüfî etkili model seçimi için yapılan Hausman testi ve sabit etkiler modeli ile havuz modeli arasındaki seçimin yapılabilmesini sonuçlar sırayla Tablo 3.3 ve 3.4’de sunulmuştur.

**Tablo 3.3.** Regresyon Modellere ait Hausman test sonuçları

	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3	MODEL 4
Hausman testi	8,531*	9,653**	9,197**	8,643**
P-değeri	0,000	0,032	0,021	0,043

Not: \* %1 düzeyinde, \*\* %5 önem seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.3’de sunulan Hausman testi sonuçlarına göre, Model 1 için % 1, ve Model 2, Model 3 ve Model 4 için % 5 önem seviyesinde, “tesadüfî etkili model sabit etkili modelden daha etkindir” şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Hausman testi sonuçlarından hareketle, söz konusu dört model için panel veri tahmininde sabit etkiler yöntemi daha uygun görünmektedir.

Şimdi sabit etkiler modeli ile havuz modeli arasındaki seçimin yapılabilmesi için **F** testi uygulamalı ve bu testin sonuçları Tablo 3.4’de gösterilmiştir. F-testi sonucuna göre elde edilen test istatistiği değerleri yüzde 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Tüm modellerde boş hipotez reddedilmiştir ve ilgili iki model arasında sabit etki modeli tercih edilmiştir ve söz konusu dört model için panel veri tahmininde sabit etkiler yöntemi kullanılması uygun görünmüştür. Sabit etkiler yönteminde sabitin katsayısı firmalara göre değiştiği için tahmin sonuçlarında yer verilmemiştir. Ayrıca, tüm gruplar için ayrı ayrı yapılan regresyon tahminleri, White testi kullanılarak değişen varyans problemlerinden arındırılmıştır.

**Tablo 3.4.** Regresyon Modellere ait F test sonuçları

	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3	MODEL 4
F testi	8,324**	11,129**	13,225**	9,751**
P-değeri	0,021	0,019	0,026	0,043

Not: \* %1 düzeyinde, \*\* %5 önem seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

F testi sonuçlarından hareketle, söz konusu dört model için elde edilen test istatistiğinin değerleri tablo değerinin üstünde olup ve kukla değişkenlerine ait katsayıları farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır ve tüm modeller yüzde 5 anlamlılık düzeyinde istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Sabit etkili panel veri regresyon tahmin sonuçları Tablo 3.6’da sunulmuştur.

**Tablo 3.5.** Sabit Etkili Model Tahmin Sonuçları

Değişkenler	MODEL1		MODEL2		MODEL3		MODEL4	
	Katsayı	T	Katsayı	T	Katsayı	T	Katsayı	T
FDUR	0,129	2,76*	0,111	2,51*	0,091	1,89*	0,129	2,75*
FBORÇ	-0,197	-3,40*	-0,183	-3,37*	-0,21	-3,85*	-0,196	-3,41*
BÜY	0,218	2,38**	0,238	2,89**	0,231	2,73**	0,216	2,40*
ADS	0,118	0,15	-	-	-	-	-	-
SDS	-	-	0,339	3,29*	-	-	-	-
BDS	-	-	-	-	-0,071	-2,29**	-	-
NDS	-	-	-	-	-	-	-0,568	-1,34
Sabit	1,58E+08	2,28**	1,87E+08	2,89**	1,76E+08	2,65**	1,62E+08	2,31**
<b>R<sup>2</sup></b>	0,893		0,914		0,924		0,901	
<b>Wald ki-kare</b>	144,35*		34,16*		51,81*		198,61*	
<b>F değeri</b>	65,562*		74,31*		69,81*		65,63*	
<b>Durbin -Watson</b>	2,16		2,18		2,13		2,21	
<b>Gözlem sayısı</b>	108		108		108		108	

Not: \* % 1, \*\* % 5, ve \*\*\* %10 önem seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tek faktörlü sabit etkiler regresyon modeline (LSDV) göre ve Alacakların devir hızının brüt satış kârlılığı ile ilişkisinin ele alındığı Model 1’in tahmin sonuçlarına bakıldığında, sadece FDUR, FBORÇ, BÜY değişkenleri brüt satış kârlılığını anlamlı bir



şekilde olumlu olarak etkilediği görülmektedir. Ayrıca ADS, bir kontrol değişkeni olarak brüt satış kârlılığını anlamlı bir şekilde etkilemediği görülmektedir. Bu modelde sadece FBORÇ değişkeni brüt kârlılığı anlamlı ve olumsuz etkilemiştir. Bağımsız değişkenlerin BRKÂR'ı açıklama gücü ( $R^2$  istatistiği) = 0.89 gibi yüksek bir değerde oluşurken, kurulan denklemin **F** istatistiği sabit etkiler regresyon denkleminin geçerliliğinin son derece yüksek olduğunu ve Genel olarak elde edilen model anlamlı bir model olduğunu (F-statistic; 65.56, Prob; 0.000) göstermektedir. modelde otokorelasyon probleminin olup olmadığı diğer bir ifadeyle otokorelasyon varsayımı Durbin-Watson (DW) katsayıları incelenerek değerlendirilmiştir. Kullanılan veri setinde DW istatistiğinin yaklaşık 2.16 dolaylarında çıkması otokorelasyon sorununun olmadığını bir göstergesi olarak kabul edilmiştir.

Stok devir süresinin brüt kârlılığa etkisi modeline baktığında ( model 2) tüm bağımsız değişkenler anlamlı çıkmışlar. Bu modelde Stok devir süresi (SDS) ile brüt satış kârlılığı arasında ise pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı görülmektedir. Elde edilen bu bulgu, firmaların alacak devir sürelerini uzatarak, yani ticari alacaklar kalemine daha fazla yatırım yaparak brüt satış kârlılıklarını artırebileceklerini göstermektedir. Bu modelin açıklama gücü yüksek ( $R^2 = 0,91$ ) ve genel olarak anlamlı bir model (F-statistic; 74.31, Prob; 0.001) kabul edilmiştir. Kurulan bu modelde tekrar otokorelasyon probleminin olmadığı Durbin-Watson (DW) katsayısı ile incelenerek reddedilmiştir.

Ticari borçların devir süresinin brüt kârlılığa etkisinin ele alındığı Model 3'ün tahmin sonuçlarına göre, diğer kontrol değişkeni yani Ticari borçların devir süresi ve brüt satış kârlılığı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye işaret etmiştir. Ortaya çıkan bu sonuç ticari borçların firmalar için bir finansman kaynağı olsa da vadeli alımlar sebebiyle alış iskontolarından faydalanamamanın kârlılığı düşürdüğünü göstermektedir. Bu modelin açıklama gücü yüksek ( $R^2 = 0,92$ ) ve genel olarak anlamlı bir model (F-statistic; 69.81, Prob; 0.000) kabul edilmiştir. Kurulan bu modelde tekrar otokorelasyon probleminin olmadığı Durbin-Watson (DW) katsayısı ile incelenerek reddedilmiştir.

Model 4'te yer alan net ticaret süresi (NTS)ve brüt satış kârlılığı ilişkisine bakıldığında, iki değişken arasında negatif bir ilişki olmasına rağmen, istatistiksel

açıdan anlamlı bir ilişkinin olmadığı gözlenmektedir. Bu modelde tekrar FDUR, FBORÇ, BÜY değişkenleri anlamlı olmuşlar. Bu modelin açıklama gücü yüksek ( $R^2 = 0,90$ ) ve genel olarak anlamlı bir model (F-statistic; 65.63, Prob; 0.000) kabul edilmiştir. Kurulan bu modelde tekrar otokorelasyon probleminin olmadığı Durbin-Watson (DW) katsayısı ile kabul edilmiştir.

## SONUÇ

İşletmelerde verimli ve iyi bir çalışma sermayesine sahip olmak için üç faktöre çok dikkat etmek gerekiyor: karlılık - risk ve nakit. Eğer bir işletme yöneticisi bu üç faktörün dengesini iyi şekilde kurabilirse çalışma sermayesini etkin ve verimli kullanabilir.

İşletmenin yeterli düzeyde çalışma sermayesine sahip olması, faaliyetlerinin aksatmadan yürütebilmesi ve hedeflerine ulaşabilmesinde önemli bir etkidir. İşletmedeki finansal yöneticiler, işletme içi faktörleri göz önüne alırken, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum, sektörün yapısı gibi dış faktörleri de göz önünde bulundurması gerekmektedir. İşletme sermayesi kalemleri alacak, nakit ve stok olarak gruplandırılmaktadır.

İşletme sermayesi karlılığı bu üç kalemin etkin yönetimine bağlıdır. Kısaca çalışma sermayesinin etkinliğini sağlamak, çalışma sermayesini oluşturan bütün unsurları bir bütün olarak düşünmekle mümkündür. Bir işletmenin faaliyetlerini aksatmadan yürütebilmesini sağlayacak ve aynı zamanda işletme karlılığını en fazla arttıracak düzeyde çalışma sermayesini döner varlıklara bağlaması son derece önemlidir. Bu nedenle, çalışma sermayesi yönetiminde etkinliğin sağlanması, öncelikli olarak işletmenin gereksinim duyduğu en uygun çalışma sermayesi düzeyinin belirlenmesine bağlıdır.

Bu çalışmanın amacı etkin bir çalışma sermayesi yönetiminin firma kârlılığına etkilerini tespit etmektir. Çalışmada amaç, Türkiye’de işgören Bist Tekstil, Deri işletmelerinde brüt satış kârlılığının belirleyicilerini ortaya koyabilmektir. Bu amaçla İMKB tarafından her yıl hazırlanan ve 2007 – 2012 yıllarına ait (6 yıllık) dönemin verileri 108 gözlem olarak incelenmiştir. Bist tekstil ve deri sektörlerinin verileri modele girmeden önce SPSS programında analiz edilmiş ve bağımlı, bağımsız değişkenlere ait açıklayıcı istatistiksel sonuçlar elde edilmiştir.

Sahte ilişkilerin ortaya çıkmaması için analizlerde kullanılan değişkenlerin durağan bir yapıda olması gerekmektedir. Bu yüzden durağanlık testleri yapılmıştır.

Durağanlık testlerin sonuçlarına göre Bist Tekstil ve Deri şirketlerinin 27 firması incelenmiştir ve bu firmaların içinde 9 firma durağanlık göstermemiştir. Bu yüzden

durağanlık gösteren firmalar (18 firma) analize alınmıştır.

Tüm değişkenlere birim kök testleri yapılmış ve ele alınan tüm serilerin seviye düzeyinde durağan oldukları görülmüştür. Durağanlık testlerinde ADF birim kök testi yapılmıştır. ADF testine tabi tutulan değişkenlerin gecikme sayısı, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanarak belirlenmiş ve ADF birim kök sonuçlarına göre tüm değişkenler için sabitli ve trendsiz modelde hesaplanan P değeri 0.05 kritik değerden daha küçük ve bu analiz sonuçlarına göre hiçbir değişken için birim kök yoktur sonucuna ulaşılmıştır ( $p < 0.05$ ). Diğer bir ifadeyle yapılan birim kök testleriyle firma karlılığı ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi modellemede kullanılan değişkenlere ait serilerin durağan olduğu ve bu değişkenlerin modelleme ve tahmin için elverişli bir yapıda oldukları kabul edilmiştir.

Çalışmada, serilerin durağanlığına bağlı olarak yapılan panel veri regresyon tahminlerinde, her grup için havuz, sabit veya tesadüfi etkili modellerden hangisinin geçerli olacağı, Hausman testi ile belirlenmiştir. Hausman testi uygulanarak tüm modellerin sabit etkili şekilde tahmin edilmesine karar verilmiştir.

Kurulan modellere göre elde edilen sonuçlar, kontrol değişkenler olarak kullanılan satışlardaki büyüme oranı ve mali duran varlıkların toplam aktifler oranının firma kârlılığı ile pozitif ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu da, satışlar ve çoğunlukla iştiraklerden oluşan mali duran varlıklardaki meydana gelen artışların firma kârlılığını artırdığına işaret etmektedir. Analizlerde elde edilen sonuçlara göre mali borçlar ile kârlılık arasında negatif bir ilişki elde edilmiş ve bu sonuç faiz ödemeleri sebebiyle borçların kârlılığı azalttığını göstermiştir. Tahmin sonuçlarına göre iki değişken ile brüt kâr arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. Kurulan bu modellerde ikinci modelde stok devir süresi ile brüt kar arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Ticari stokların elde tutma süresinin artması firma kârlılığını olumlu etkilemektedir. Tahmin sonuçlarına göre Üçüncü modelde borç devir süresi ile brüt kâr arasında anlamlı ve negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Firmalarda ticari borçlar kısa vadeli finansman olanağı sağlamaktadır. Bu durum finansman açığını azaltarak finansman giderlerini azaltmaktadır. Bununla birlikte tahmin sonucu elde edilen negatif ilişki, kredili alımın sebep olduğu iskonto kaybının kârlılığı olumsuz etkilediği şeklinde yorumlanabilir.

## KAYNAKÇA

- Akdoğan, Nalân ve Nejat, Tenker, *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, (6. Basım), Gazi, Ankara 1998.
- Akgüç, Ö., *Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi*, İstanbul 2001.
- Akgüç, Öztin, *Mali Tablolar Analizi*, (10. Basım), Arayış Basın ve Yayıncılık, İstanbul 2002.
- Akıncı, Nejat, Necmettin Erdoğan, *Finansal Tablolar ve Analizi*, (4. Basım), Barış Yayınları, İzmir 1995.
- Aksoy, Ahmet ve Kürşat, Yalçınar, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Ankara 2008.
- Aktaş, Metin, *Hisse Senedi Seçimi ve Hisse Senedi Seçiminde Etkili Olan Finansal Oranların Belirlenmesine Yönelik İMKB Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı, İstanbul 2008.
- Alagöz, Ali, *Sanayi işletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya 1993.
- Altuğ, O., *Finansal Yönetim İlkeler ve Uygulamalar*, Marmara Üniversitesi, Yayın No.466, İstanbul 1988.
- Appuhami, B., A., Ranjith, “The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study Across Industries in Thailand”, *International Management Review*, Cilt: 4, 2008.
- Arat, M. Emin, *Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar*, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul 2005.
- Ataman, Ü., Hacirüstemoğlu, R., *Yöneticiler İçin Muhasebe ve Finans Bilgileri*, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999.
- Aydın, N., vd., *Finansal Yönetim*, T.C. Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayını, Eskişehir 2001.
- Aytekin, S., *Hastane İşletmelerinde Finansal Açından Stok Yönetiminin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Programı, İzmir 2006.

- Baltagi, B., *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons Ltd. 2001.
- Başar, M., Aydın, N., ve Coşkun, M., *Finansal Yönetim*, Genç Copy Center, Eskişehir 2007.
- Bektöre, Sabri, *İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi*, Sevinç Matbaası, Ankara 1970.
- Berk, Niyazi, *Finansal Yönetim*, (4. Basım), Türkmen Kitabevi, İstanbul 2000.
- Berk, Niyazi, *Finansal Yönetim*, (8. Basım), Türkmen Kitabevi, İstanbul 2005.
- Birgili, Erhan, Tunahan, Hakan, “Döviz Krizlerinde İşletme Sermayesi Davranışı”, Erişim Tarihi: 07.03.2010, [www.econ.utah.edu/~ehrbbar/erc2002/pdf/P103.pdf](http://www.econ.utah.edu/~ehrbbar/erc2002/pdf/P103.pdf).
- Bolak, Mehmet, *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi, İstanbul 2005.
- Brigham, F., Eugene, *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları No:213, Ankara, 1999.
- Bursa Sanayi ve Ticaret Odası, “Alacakların Yönetimi”, Erişim Tarihi: 12.06.2010, <http://www.btso.org.tr/databank/publication/telkitabi01.pdf>.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., Sevil, G., *Finansal Yönetim*, Sözkese Matbacılık, Ankara 2010.
- Canlaş, Serpil, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Adana 1976.
- Ceylan, Ali, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa 2003.
- Coşkun, M.. “Finansal Analiz”. (Ed. N. Aydın), *Finansal Yönetim* (44- 64), Anadolu Üniversitesi Acıkoğretim Fakültesi Yayınları, No: 779, Eskişehir 2004.
- Çabuk, A., Lazol, İ., *Mali Tablolar Analizi*, (3. Baskı), Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayın No.154, Vipaş A.Ş., Yayın No.30, Bursa 2004.
- Çabuk, Adem ve İbrahim, Lazol, *Mali Tablolar Analizi*, (10. Baskı), Uludağ Üniversitesi, Ekin Yayınevi, Bursa 2010.
- Çalış, Emel, *Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız teknik üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul 2010.
- Çetiner, Ertuğrul, *İşletmelerde Mali Analiz*, Gazi Kitabevi, Ankara 2005.
- Dağdeviren, M., *İşletmelerde Performans Ölçümünde Finansal Tablo Analizlerinin Rolü ve Önemi, Aydın-Muğla Bölgesi Maden Sektörü İçinde Feldspat Maden İşletmesi ( KOBİ ) Olan Kaltun Maden Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketinde Performans Ölçümüne ilişkin Bir Rasyo Analizi Tekniği Uygulaması*,

- (Yayımlanmamış Yüksek lisans Tezi), Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla 2008.
- Dağlı, H., *Finansal Yönetim*, Celepler Matbaacılık, Trabzon 2001.
- Damodaran, A., *Corporate Finance, Theory and Practice*, John Wiley and Sons Inc, America 1997.
- Doğukanlı, Hatice, Vural, Gamze, “Çok Uluslu Şirketlerde Çalışma Sermayesi Yönetimine Uluslararası Bir Bakış”, *Aktive Dergisi*, 2004.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal, *Değere Dayalı İşletme Finansı “Finansal Yönetim”*, Gazi Kitabevi, Ankara 2009.
- Erdoğan, Muammer, *İşletme Finansmanı*, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Okulu Yayın No:2, Diyarbakır 1990.
- Erkan, Soykan Mehmet, *Alacak ve Kredi Riski Yönetimi: Uygulamalı Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.
- Ewing M, Kauffman, “Financial Templates –Ratio Analysis Business Planning, Kauffman Foundation”, *All Rights Reserved, Excerpted from FastTrac, TechVenture*, 9 Aralık 2010.
- F. Eugene, Brigham, *Finansal Yönetimin Temel İlkeleri*, (Çev.: Ö. Akmut ve H. Sarısalan), Ankara Üniversitesi Basımevi, Ankara 1929.
- Foster George, *Financial Statement Analysis*, PrenticeHall International Editions, New Jersey 1986.
- G. Kaan, Yener, *Finansal Yönetim*, 2006, Erişim Tarihi: 08 Kasım 2010. (<http://bilgiekonomisi.googlepages.com/fyzam1.ppt>)
- Gallagher, T.J. and Andrew, J.D., *Financial Management*, (Third Edition), *Prentice Hall*, New Jersey America 2003.
- Göktaş, Özlem, *Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi*, Beşir Kitabevi, İstanbul 2005.
- Gönenli, A., *İşletmelerde Finansal Yönetimi*, (6. Baskı), İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No:3463, İstanbul 1988.
- Greene W.H. *Econometric Analysis*, (5. Baskı), International Edition, Bölüm 13, Pearson Education Inc, 2003.
- Gujarati, Damodar N., *Basic Econometrics*, McGraw-Hill Companies, 2003.

- Gücenme, Ümit, *Mali Tablolar Analizi*, (1. Basım), Barış Marmara Kitabevi, Bursa 1996.
- Güris, S., Çağlayan, E., *Ekonometri Temel Kavramlar*, Der Yayınları, İstanbul 2005.
- Güvemli, Oktay, *Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi Analizi*, Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayınları, No:2, İstanbul 1973.
- Harrington D.R., *Corporate Financial Analysis in Global Environment*, South- Western Collage Publishing, Canada 2001.
- Hatipoğlu, Zeyyat, *Ayrıntılı İşletme Finansı*, (1. Basım), Sedok Yayınları, İstanbul 1995.
- Horne, James C. Van, *Financial Management And Policy*, New Jersey 2001.
- İlgaz, B., *Oran Analizleri*, Erişim Tarihi: 10 Kasım 2010, ([www.bilgaz.net/dosyalar/Oran Analizi.pdf](http://www.bilgaz.net/dosyalar/Oran_Analizi.pdf))
- İşyar, Yüksel, *Model Kurma Teknikleri*, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bursa 1997.
- James, McCannon, C & French, Forest M., “Keeping Your Business On Track Ratio Analysis, Extension Proffessor Emeritus”, *The Univercity of Maine Cooperative Extension*, 2010, Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011, ([www.umext.maine.edu/onlinepubs/PDFpubs/3002.pdf](http://www.umext.maine.edu/onlinepubs/PDFpubs/3002.pdf))
- Karakozak, Özlem, *2008 Küresel Finansal Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeler Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Niğde 2012.
- Kaval, Salih, *Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Kayseri İmalat Sanayi Uygulaması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Denizli 2009.
- Kırbaş, Hakan., *Hastane İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi: Antalya İli Sağlık Bakanlığı'na Başlı Kamu Hastanelerinin Çalışma Sermayesi Yönetimleri Etkinliklerinin İncelenmesi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Akdeniz üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Antalya 2010.
- Kıracı, Murat, “Stok Yönetimi ve Karlılık İlişkisinin Finansal Oranlar Aracılığıyla İncelenmesi: İMKB İmalat Sektöründe Bir Araştırma”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt: 36, 2009.



- Kiracı, Murat, *İşletmelerin Finansal Başarısızlığında ÇSY Rolünün Oranlar Yardımıyla Tesbiti ve Ampirik Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000.
- Kök, Recep ve Nevzat, Şimşek, "Panel Veri Analizi: Birim Kök ve Eşbütünleşme", *Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü Semineri*, 11 Mayıs 2006.
- Küçükkoçaoğlu, G., - Y., Keskin Benli ve C., Küçüksözen, 'Finansal Bilgi Manipülasyonunun Tespitinde Yapay Sınır Ağı Modelinin Kullanımı', *İMKB Dergisi*, Sayı: 36, 1997, 1-30.
- Küçüksavaş, Nihat, *Finansal Muhasebe*, Kare Yayınları, İstanbul 2005.
- Mátyás, László - Sevestre, Patrick; *The Econometrics of Panel Data*, Kluwer Academic Publisher, 1996.
- Melahat, Yıldırım, *Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi (Alacak-Nakit- Stok) Yönetiminin İşletme Karlılığı Üzerine Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.
- Nalçacı, Münevver, *Alacakların Yönetiminde Muhasebe Politikasının Belirlenmesi ve Uygulaması*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 210, Eskişehir 1986.
- Okka, Osman, *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım, Adana 2011.
- Okka, Osman, *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2006.
- Onat, M., Gökhan, *Otomotiv Sektöründe Oranlar Yöntemi Aracılığıyla Finansal Analiz*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2007.
- Öz Yaşar, Güngör, "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi", Erişim Tarihi: 06.03.2010, <http://e-dergi.atauni.edu.tr/index.php/SBED/article/viewFile/442/436>
- Özdemir, M., *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999.
- Özdemir, M., *İşletme Finansmanı*, Sakarya Üniversitesi Matbaası, Sakarya 1995.
- Özdemir, Muharrem, *Finansal Yönetim*, (2. Basım), Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, Erişim Tarihi: 25.12.2012, [http://www.ekodialog.com/finansal\\_eko/finansman\\_kaynaklari.html](http://www.ekodialog.com/finansal_eko/finansman_kaynaklari.html)
- Özer, Mevlüt, *Vergi Kanunları ve Tek Düzen Muhasebe Sistemi Kapsamında Mali Tablolar Ve Finansal Analiz*, Özkan Matbaacılık, Ankara 1997.

- Parkinson, Keneth Kallberg and Jarl, G., *Current Asset Management Cash, Credit and Inventory*, A. Vvileyinterscience publication, New York 1984.
- Sakarya, Şakir, “Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: İMKB’deki KOBİ’ler Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), 2008.
- Selçuk, Balı ve Cinel, Mehmet Ozan, “Altın Fiyatlarının İMKB 100 Endeksi’ne Etkisi ve Bu Etkinin Ölçümlenmesi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(3-4), 2013.
- Sevim, Ş., *Mali Tablolar Analizi*, Erciyes Matbaası, Kütahya 2005.
- Sevüktekin, Mustafa. ve Nargeleçekenler, Mehmet, *Zaman Serileri Analizi*, Nobel Yayın no: 770, 2005.
- Sondhiand, D., Fried White, G. I., A. C., *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley&SonsInc, USA 1998.
- Şamiloğlu, Famil ve Uslu, Şemsettin, “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Stok Politikaları Üzerine İç Anadolu Bölgesinde Bir Araştırma”, Erişim Tarihi: 01.08.2010, <http://www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf%5Cbildiri06.pdf>.
- Şen Ö., Mehtap, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniv., Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 1995.
- Tenekecioğlu, Birol vd., *Pazarlama Yönetimi*, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir 2004.
- Tokaç, Ahmet, *Uygulamacı Gözüyle İşletmelerde Finansal Yönetim Becerileri*, Tunca Kitabevi, İstanbul 2005.
- Tükenmez, Mine - Susmuş, Türker - Özkan, Serdar - Kutay, Nilgün - Evrim, Pınar - Baklacı, Hasan F., - Yücel, Tülay - Özkol, Erdal - Durukan, M. Banu - Yükçü, Süleyman, *Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, 1999.
- Türko, Metin, *Finansal Yönetim*, Alfa Yayınları, İstanbul 2002.
- Usta Öcal, *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Anadolu Matbaacılık, İzmir 2003.
- Usta, Öcal, *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara 2008.
- Uzun, E, *İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim*, Birleşik Matbaacılık, Muğla 2007.
- Ülkü Ergün, *Finansal Tablolar*, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir 2000.
- Ümit Gücenme, *Mali Tablolar Analizi*, (1. Basım), Barış Marmara Kitabevi, Bursa 1996.

- Yıldız, Filiz , *Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Erzurum 2009.
- Yılmaz Hüseyin, “İşletmelerin Finansal Yönetiminde Nakit Akış Rasyo Analizi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 1999.
- Yükçü, S., Durukan, B., Özkol, E., *Finansal Yönetim*, Cem Ofset, 1999.
- Zeytinoğlu Filiz Çakır, “İşletmelerin Dönen Varlıklarının Satışlar Üzerindeki Etkileri: En İyi Regresyon Denkleminin Seçimi ve Sektörel Karşılaştırma”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 23(2), 2007.