

T.C.  
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMALARIN  
KÂRLILIĞINA ETKİSİ

İŞLETME ANA BİLİM DALI  
İŞLETME BİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan  
Muhammet Salih YİĞİT

Tez Danışmanı  
Dr. Öğr. Üyesi Hülya YILMAZ

İSTANBUL – 2019



## TEZ TANITIM FORMU

- YAZAR ADI SOYADI** : Muhammet Salih YİĞİT
- TEZİN DİLİ** : Türkçe
- TEZİN ADI** : İşletme Sermayesi Yönetiminin Firmaların Kârlılığına Etkisi
- ENSTİTÜ** : İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- ANABİLİM DALI** : İşletme
- TEZİN TÜRÜ** : Yüksek Lisans
- TEZİN TARİHİ** : 25/07/2019
- SAYFA SAYISI** : 90
- TEZ DANIŞMANLARI** : Dr. Öğr. Üyesi Hülya YILMAZ
- DİZİN TERİMLERİ** : İşletme Sermayesi, Risk, Karlılık, Finanslama Stratejileri
- TÜRKÇE ÖZET** : Bu çalışmadaki amaç, firmaların işletme sermayesi finansman ve yatırım düzeyleri ile hisse senedi getirisi, risk ve kârlılık arasındaki ilişkiyi belirlemektir. Şirketler için kârlılık ve piyasadaki değerlerini artırmaları en önemli hedeflerden biridir. Firma sermayesi ile firma kârlılığı arasındaki yakın ilişki nedeniyle, işletme sermayesi yönetiminin başarısında risk, kârlılık ve getiri arasında dengeyi sağlamak önemli bir faktördür.
- DAĞITIM LİSTESİ** : 1. İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsüne  
2. YÖK Ulusal Tez Merkezine

Muhammet Salih YİĞİT

T.C.  
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMALARIN  
KÂRLILIĞINA ETKİSİ

İŞLETME ANA BİLİM DALI  
İŞLETME BİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan  
Muhammet Salih YİĞİT

Tez Danışmanı  
Dr. Öğr. Üyesi Hülya YILMAZ

İSTANBUL – 2019

## **BEYAN**

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etik kurallarına uyulduğu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez olarak sunulmadığını beyan ederim.

Muhammet Salih YİĞİT

..../..../2019



T.C.  
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Muhammet Salih YİĞİT' in 'İşletme Sermayesi Yönetiminin Firmaların Kârlılığına Etkisi' adlı tez çalışması, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan

\_\_\_\_\_  
*Dr. Öğr. Üyesi Hülya YILMAZ*

(Danışman)

Üye

\_\_\_\_\_  
*Dr. Öğr. Üyesi Kemal ERKİŞİ*

Üye

\_\_\_\_\_  
*Dr. Öğr. Üyesi Gül Nihan GÜVEN YEŞİLDAĞ*

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.../.../2019

Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ

Enstitü Müdürü

## ÖZET

Bu çalışmadaki amaç, firmaların işletme sermayesi finansman ve yatırım düzeyleri ile hisse senedi getirisi, risk ve kârlılık arasındaki ilişkiyi belirlemektir. Şirketler için kârlılık ve piyasadaki değerlerini artırmaları en önemli hedeflerden biridir. Firma sermayesi ile firma kârlılığı arasındaki yakın ilişki nedeniyle, işletme sermayesi yönetiminin başarısında risk, kârlılık ve getiri arasında dengeyi sağlamak önemli bir faktördür. Bu dengenin kurulması işletme sermayesi yatırıma ve firmaların finansman seviyesine bağlıdır. Büyük firmalar bünyelerinde bulunan departmanlar sayesinde doğru işletme sermayesi yönetimi uygulayarak günümüz rekabet ortamında daha ileri seviyelerde olmayı hedeflerken, işletme sermayesi yönetimi konusunda bilgi sahibi olmayan küçük ve bazı orta büyüklükteki işletmelerin finansal güçlükler yaşadığı gözlemlenmektedir. Bu hususta bütün işletmeler işletme sermayesi yönetimini benimseyerek doğru ve sistemli bir yönetim sayesinde içinde buldukları durumları etkin ve verimli bir şekilde yönetmelerini sağlayacaktır. Bu etkenler göz önünde bulundurularak çalışmamızda işletme sermayesinin önemi, çeşitleri, değişen dönemsel şartlara göre işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen işletme içi ve dışı faktörlerin neler olduğu açıklanmak istenmektedir. Ayrıca firmaların yeterli işletme sermayesine sahip olup olmadıklarını günün, sektörün ve işletmenin içinde bulunduğu koşullara göre hangi durumlar ile karşılaşabilecekleri anlatılarak, işletme sermayesinin yeterliliğini hesaplama yöntemleri açıklanmaktadır.

Bir işletmenin yapısal olarak hangi unsurlardan oluştuğu ve işletmenin kuruluş amacı olan kâr elde edebilme ve büyüebilmesi için işletmenin konjonktürel durumu dikkate alınarak kendisi için uygun olan finanslama stratejileri açıklanmaktadır. Analiz kısmında BIST’de kayıtlı 36 firmanın, 2000 ile 2018 yılları arasında, Faaliyet Karı/Toplam Aktifler (PRF), Toplam Borç/Toplam Aktifler (TBTA) ve Nakit Dönüş Süresi (NDS) arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Seriler arasındaki kısa dönem nedensellik ilişkisi incelenmiş, Faaliyet Kârı/Toplam aktifler (KAR) ile Toplam Borç (TB) arasında çift-yönlü, KAR ile NDS arasında çift yönlü, TB ile NDS arasında çift yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Uzun dönem ilişkilerin incelenmesi heterojenliği ve birimler arası korelasyonu dikkate alan ikinci kuşak hata düzeltme modellerinde TB ile KAR arasındaki ilişki pozitif, NDS ile KAR arasındaki ilişki negatif olarak bulunmuştur. Kısa döneme ilişkin sonuçlarda da, TB ile KAR arasındaki ilişki pozitif ve NDS ile KAR arasındaki ilişki negatif olarak tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** İşletme Sermayesi, Risk, Karlılık, Finanslama Stratejileri

## SUMMARY

The aim of this study is to determine the relationship between working capital financing and investment levels of firms and return on equity, risk and profitability. One of the most important targets for companies is to increase their profitability and increase their market value. Because of the close relationship between firm capital and firm profitability, balancing risk, profitability and return is an important factor in the success of working capital management. Establishing this balance depends on the investment of working capital and the level of financing of firms. While large firms aim to be more advanced in today's competitive environment by applying the correct working capital management thanks to the departments within their bodies, it is observed that small and medium-sized enterprises without knowledge of working capital management experience financial difficulties. In this respect, all enterprises will adopt working capital management and ensure that they manage their situations effectively and efficiently thanks to correct and systematic management. Considering these factors, in our study, it is aimed to explain the importance and types of working capital and the factors that affect the working capital needs according to the changing period conditions. In addition, if the firms have sufficient working capital, the conditions they can face according to the conditions of the day, sector and business are explained and the methods of calculating the adequacy of working capital are explained.

The structural elements of an enterprise and the financial strategies that are suitable for the enterprise are explained by considering the business's cyclical situation in order to make profit and grow. In the analysis section, the relationships between the Operating Profit / Total Assets (PRF), Total Debt / Total Assets (TBTA) and Cash Return Period (NDS) of 36 companies registered in BIST between 2000 and 2018 are analyzed. The short-term causality relationship between the series was examined and it was found that there was a two-way relationship between Operating Profit / Total assets (PROF) and Total Debt (TB), a two-way relationship between KAR and NDS, and a two-way relationship between TB and NDS. In the second generation error correction models considering the heterogeneity and inter-unit correlation, the relationship between TB and KAR was positive and the relationship between NDS and KAR was negative. In the short-term results, the relationship between TB and KAR was positive and the relationship between NDS and KAR was negative.

**Keywords:** Working Capital, Risk, Profitability, Financing Strategies



# İÇİNDEKİLER

|   | SAYFA |
|---|-------|
| ÖZET.....   | I     |
| SUMMARY .....   | II    |
| İÇİNDEKİLER.....  | III   |
| KISALTMALAR LİSTESİ .....   | VII   |
| TABLolar LİSTESİ .....  | VIII  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....  | IX    |
| ÖNSÖZ.....  | X     |
| GİRİŞ.....  | 1     |
| BİRİNCİ BÖLÜM .....   | 3     |
| İŞLETME SERMAYESİ KAVRAMI.....  | 3     |
| 1.1. İŞLETME SERMAYESİ .....  | 3     |
| 1.2. İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ .....                                     | 5     |
| 1.3. İŞLETME SERMAYESİNİN FİRMALAR İÇİN ÖNEMİ.....                        | 6     |
| 1.4. İŞLETME SERMAYESİNİN ÇEŞİTLERİ (SINIFLANDIRILMASI).....              | 9     |
| 1.4.1. İşletme Sermayesi Bilanço Açısından Çeşitleri .....                | 10    |
| 1.4.1.1. Net işletme sermayesi .....                                      | 10    |
| 1.4.1.2. Brüt işletme sermayesi .....                                     | 10    |
| 1.4.2. Faaliyet Döngüsü Bakışından İşletme Sermayesi Çeşitleri.....       | 11    |
| 1.4.2.1. Sürekli veya sabit işletme sermayesi .....                       | 11    |
| 1.4.2.2. Değişken veya geçici işletme sermayesi .....                     | 11    |
| 1.4.2.2.1. Mevsimsel işletme sermayesi .....                              | 12    |
| 1.4.2.2.2. Devresel işletme sermayesi .....                               | 12    |
| 1.4.2.3. Olağanüstü işletme sermayesi.....                                | 13    |
| 1.5. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....               | 14    |
| 1.5.1. İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi faktörler ..... | 14    |
| 1.5.1.1. İşletmenin Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü .....                    | 14    |

|  |    |
|--|----|
| 1.5.1.2. İşletmenin Büyüklüğü ve Maliyet Yapısı .....  | 15 |
| 1.5.1.3. Üretim Süreci/Süresi .....  | 15 |
| 1.5.1.4. İşletmenin Kar Dağıtımı, İhtiyat ve Büyüme ile İlgili Politikalar                       | 15 |
| 1.5.1.5. İşletmelerin Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi .....                                     | 16 |
| 1.5.1.6. Amortisman Politikaları.....  | 16 |
| 1.5.1.7. Nakit, Stoklar ve Alacaklar Devir Hızı .....  | 17 |
| 1.5.1.8. İşletme Kapasitesinin Verimliliği .....   | 17 |
| 1.5.2. İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler.....                        | 18 |
| 1.5.2.1 Fiyat Seviyesindeki Değişmeler, Konjunktördeki Değişmeler ve Dönemsel Dalgalanmalar..... | 18 |
| 1.5.2.2. Yatırım Teşvik Tedbirleri .....   | 19 |
| 1.5.2.3. Vergi Uygulamaları.....   | 20 |
| 1.5.2.4. Teknolojik Gelişmeler .....   | 21 |
| 1.6. İŞLETME SERMAYESİNİN YETERLİLİĞİNİN ANALİZİ .....   | 21 |
| 1.6.1. İşletme Sermayesinin Yeterli Olması Durumu .....  | 21 |
| 1.6.2. İşletme Sermayesinin Yetersiz Olması Durumu .....   | 22 |
| 1.6.2.1. Faiz ve kâr payı ödemeleri .....  | 22 |
| 1.6.2.2. İşletme zararları.....  | 22 |
| 1.6.2.3. Olağanüstü zararlar .....   | 23 |
| 1.6.2.4. Maddi duran varlıklara ilâveler .....   | 23 |
| 1.6.2.5. Satılabilir senetlerin veya stokların azaltılması .....                                 | 23 |
| 1.6.2.6. Faaliyetlerin genişletilmesi.....   | 23 |
| 1.6.3. İşletme Sermayesinin Gereğinden Fazla Olması Durumu .....                                 | 24 |
| 1.7. ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACININ/YETERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİ..                                 | 25 |
| 1.7.1. Rasyo Yöntemi İle Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi .....                        | 25 |
| 1.7.1.1. Faaliyet oranları .....   | 25 |
| 1.7.1.2. Alacakların ortalama tahsil süresi .....  | 25 |
| 1.7.1.3. Stokların ortalama tüketim süresi /stok tutma süresi.....                               | 26 |

|   |    |
|---|----|
| 1.7.1.4. Ticari borç ortalama ödeme süresi .....  | 27 |
| 1.7.1.5. Likidite Oranları .....  | 28 |
| 1.7.1.5.1. Cari Oran .....  | 28 |
| 1.7.1.5.2. Likidite (Asit-Test Oranı) .....   | 29 |
| 1.7.1.5.3. Nakit Oranı .....  | 29 |
| 1.7.2. Çalışma Devri Katsayısına Göre Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi .....      | 29 |
| 1.7.3. Günlük Masraf Tutarı Yöntemine Göre Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi ..... | 30 |
| 1.7.4. Schmallenbach Eşitliği Göre Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi .....         | 30 |
| 1.8. İŞLETME SERMAYESİNİN UNSURLARI .....   | 31 |
| 1.8.1. İş ve Varlık Unsurları .....   | 31 |
| 1.8.1.1. Hazır Değerler .....   | 31 |
| 1.8.1.2. Ticari Alacaklar .....   | 33 |
| 1.8.1.3. Diğer Alacaklar .....  | 34 |
| 1.8.1.4. Stoklar .....  | 34 |
| 1.8.1.5. Diğer Dönen Varlıklar .....  | 35 |
| 1.8.2. İşletme Sermayesinin Kaynakları(Kaynak Unsurları) .....                              | 36 |
| 1.8.2.1. Mali Borçlar .....   | 36 |
| 1.8.2.2. Ticari Borçlar .....   | 37 |
| 1.8.2.3. Diğer Borçlar .....  | 38 |
| 1.8.2.4. Diğer Kaynaklar .....  | 38 |
| 1.9. KÂR VE KÂRLILIK KAVRAMLARI .....   | 39 |
| 1.9.1. Kâr Kavramı .....  | 39 |
| 1.9.2. Kârın Kaynağı .....  | 39 |
| 1.9.3. Kârlılık Kavramı .....   | 39 |
| 1.9.4. Karlılığı Etkileyen Faktörler .....  | 40 |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>İKİNCİ BÖLÜM</b> .....  | <b>41</b> |
| <b>İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ</b> .....                                       | <b>41</b> |
| 2.1. AGRESİF (ATILGAN) FİNANSLAMA STRATEJİSİ .....   | 43        |
| 2.2. İlimli (Dengeli) Finanslama Stratejisi .....  | 44        |
| 2.3. Muhafazakar (ihtiyatlı) Finanslama Stratejisi .....                                     | 45        |
| <b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b> .....  | <b>47</b> |
| <b>LİTERATÜR TARAMASI</b> .....  | <b>47</b> |
| <b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM</b> .....  | <b>55</b> |
| <b>BİST’TE İŞLEM GÖREN FİRMALARDA İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA</b> ..... | <b>55</b> |
| 4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI .....  | 55        |
| 4.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ .....  | 55        |
| 4.3. BULGULAR.....   | 56        |
| 4.3.1. Veri Seti ve Yöntem .....   | 56        |
| 4.3.2. Model.....  | 56        |
| 4.3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Sınaması .....  | 57        |
| 4.3.4. Durağanlık Sınaması .....   | 58        |
| 4.3.5. Uygun Gecikme Uzunluğu Değeri .....   | 59        |
| 4.3.6. Homojenite Testi.....   | 59        |
| 4.3.7. Kısa Dönem Nedensellik Analizi .....  | 60        |
| 4.3.8. Uzun Dönem İlişkilerin Analizi .....  | 60        |
| 4.3.9. Eş-Bütünleşme Testi.....  | 61        |
| 4.3.10. Dinamik Otokorelasyonlu Etkiler (DCCE) Tahmincisi .....                              | 61        |
| <b>SONUÇ</b> .....   | <b>63</b> |
| <b>KAYNAKÇA</b> .....  | <b>66</b> |
| <b>EKLER</b> .....   | <b>-</b>  |

## KISALTMALAR LİSTESİ

|               |   |                            |
|---------------|---|----------------------------|
| <b>İSY</b>    | : | İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ |
| <b>BİS</b>    | : | BRÜT İŞLETME SERMAYESİ     |
| <b>A.G.E.</b> | : | ADI GEÇEN ESER             |
| <b>NİS</b>    | : | NET İŞLETME SERMAYESİ      |
| <b>NDS</b>    | : | NAKİT DÖNÜŞÜM SÜRESİ       |
| <b>SDH</b>    | : | STOK DEVİR HIZI            |
| <b>TB</b>     | : | TOPLAM BORÇ                |
| <b>BİST</b>   | : | BORSA İSTANBUL             |



## TABLÖLÖR LİSTESİ

|   | SAYFA |
|---|-------|
| <b>TABLO - 1</b> CD-TEST.....                                     | 57    |
| <b>TABLO - 2</b> HADRİ BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI .....            | 58    |
| <b>TABLO - 3</b> İM PESARAN SHİN (IPS) BİRİM KÖK TESTİ.....       | 58    |
| <b>TABLO - 4</b> HANSEN J TEST OUTCOMES TESTİ .....               | 59    |
| <b>TABLO - 5</b> SWAMY S HOMOJENİTE TEST .....                    | 59    |
| <b>TABLO - 6</b> VAR PANEL NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI .....      | 60    |
| <b>TABLO - 7</b> SERİLER ARASINDAKİ KISA-DÖNEMDEKİ İLİŞKİLER..... | 60    |
| <b>TABLO - 8</b> WESTERLUND ECM PANEL CO-İNTEGRATION TEST .....   | 61    |
| <b>TABLO - 9</b> DCCE TAHMİNCİSİ SONUÇLARI .....                  | 62    |



## ŞEKİLLER LİSTESİ

|   | <b>SAYFA</b> |
|---|--------------|
| <b>ŞEKİL - 1</b> NAKİT AKIŞ ŞEMASI .....                          | 4            |
| <b>ŞEKİL - 2</b> İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ VE ETKİ ALANLARI..... | 8            |
| <b>ŞEKİL - 3</b> İŞLETME SERMAYESİNİN OLUŞUMU .....               | 18           |
| <b>ŞEKİL - 4</b> ATILGAN FİNANSLAMA STRATEJİSİ .....              | 43           |
| <b>ŞEKİL - 5</b> DENGELİ FİNANSLAMA STRATEJİSİ.....               | 45           |
| <b>ŞEKİL - 6</b> İHTİYATLI FİNANSLAMA STRATEJİSİ.....             | 46           |



## ÖNSÖZ

Bu çalışmamda bana her türlü desteği veren, tecrübesi, bilgisi ve hoşgörüsüyle beni yönlendiren değerli hocam Dr. Öğr. Üyesi Hülya YILMAZ' a, kıymetli görüşleri ile beni bilgilendiren Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ ve Dr. Öğr. Üyesi Kemal ERKİŞİ hocalarıma, manevi destekleri ile her daim yanımda olan sevgili aileme ve çalışma arkadaşlarım Anıl ÇETİN ve Oktay SEVER'e teşekkürü bir borç bilirim.

Muhammet Salih YİĞİT





## GİRİŞ

Genel anlamda, bir firmanın mevcut varlıklara yaptığı yatırımlara işletme sermayesi denir. İşletme sermayesi yönetimi, faaliyetlerini sürekli ve sağlıklı bir şekilde sürdürmek için gereken varlıkları sağlamak ve bu varlıkların elde edilmesi için en uygun finansman stratejilerini seçmek için en uygun yol anlamına gelir. Bu anlamda, bir firmanın işletme sermayesi yönetiminde göz önünde bulundurması gereken iki önemli husus vardır: Bunlardan ilki, işletme sermayesi unsurlarının nasıl yönetileceği, ikincisi ise bu unsurların finansman stratejileridir. Finans yöneticileri bu konularda dikkatli ve gerekli önlemleri alabilir ve şirketin koşullarına göre en etkin işletme sermayesi stratejilerini seçebilirlerse, şirketlerin başarısında önemli adımlar atabilirler. İşletme sermayesi, bir firmanın iş hacmini arttırması, zamanında ödeme yapamama riskini azaltması ve firmanın güvenilirliğini ve itibarını sürdürmesi ve dolayısıyla her firmanın değerini arttırması için etkili olan çok önemli bir konudur. Çünkü eğer bir firmanın yeterli işletme sermayesi yoksa yukarıda belirtilen hususlarda sorun yaşayabilir. İşletmelerin zamanında kısa vadeli borçlarını ödemesi, iş faaliyetlerini yerine getirmesi, iş fırsatlarından faydalanma ve yüksek karlar elde etmesi, olağanüstü durumlar için hazırlıklı olma yetenekleri işletme sermayesi yönetimine (ISY) bağlıdır.

Sabit varlıklar ve kısa vadeli borçlar arasında etkin bir denge sağlamak, finans yöneticisinin kilit görevlerinden ve en önemli konulardan biridir. Bu konuların her birinde alınan karar, şirket değerini de etkileyecektir.

Kurumsal finans literatüründe geleneksel olarak yatırımlar, şirket değerlendirme kararları, temettüler ve sermaye yapısı gibi uzun vadeli finansal kararların analizine dikkat çekilmektedir. Ancak, borçlar ve kısa vadeli varlıklar toplam varlıkların önemli bileşenleridir ve dikkatlice analiz edilmeleri gerekmektedir. Bu kısa vadeli borç ve varlıkların yönetimi, çalışma sermayesi yönetiminde firmanın içinde bulunduğu risk ve kârlılık değerinde önemli bir gösterge olduğundan, daha dikkatli bir incelemeye ihtiyaç duyulmaktadır.

Çalışma sermayesi yönetiminde, uygun risk ve karlılık seviyesinde, işletme faaliyetlerinin aralıksız devam edebilmesi için gerekli dönen varlık miktarı ve bunun finansmanına ilişkin kararlar alınmaktadır. Alınan bu kararların firmanın içinde bulunduğu sektör ve finansal yapısı dikkate alınarak doğru ve sistematik olması büyük önem arz ederken, işletmenin içinde bulunduğu durumu ve geleceğini alınan ve uygulamaya konan kararlar şekillendirmektedir.

Günümüzde firmalarda işletme sermayesi yönetimi çeşitlilik göstermekle beraber işletme sermayesi yönetiminin işletmelere olumlu ve olumsuz sonuçları bilimsel veriler çerçevesinde incelenerek tezimizde doğru sermaye yönetimin önemi anlatılmak istenmektedir.

Çalışmamızın birinci bölümünde işletme sermayesi kavramı açıklanmakta ve bu kavram ile ilişkili olarak işletme sermayesinin; yönetimi, firmalar için önemi, sınıflandırılması, işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen faktörler, işletme sermayesi yeterliliği ve yeterliliğinin belirlenmesi, işletme sermayesinin unsurları ve kâr ve kârlılık kavramları alt başlıkları ile beraber detaylandırılarak anlatılmaktadır.

İkinci bölümümüzde işletme sermayesinin finanslama stratejileri olan agresif, ılımlı ve muhafazakâr finanslama stratejileri ve bu metodların işletmelere katkıları ve oluşabilecek sonuçlar açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde işletme sermayesi yönetimi ile ilgili yazılmış ulusal ve uluslararası çalışmalara ve araştırmalara yer verilmiştir.

Son bölümde ise firma verileri (finansal tablolar) kullanılarak, Borsa İstanbul'a kayıtlı işletmelerin finansman sağlama imkânları, finansman kaynaklarının çalışma sermayesinde kullanım alanları, bunun firmanın risk ve kârlılığı üzerine etkisinin karşılaştırmalı panel veri analiz değerlemesi yapılarak sonuç ve değerlendirmelere yer verilmektedir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İŞLETME SERMAYESİ KAVRAMI

İşletme sermayesi bazen likidite yönetimi ile eş anlamda görülmektedir. Vadesi gelen borçları ödeme kabiliyeti olarak da tanımlanabilmektedir. İşletme sermayesi nakdin, pazarlanabilir senetlerin, alacakların, stokların ve firmanın diğer cari varlıklarının yönetimini kapsamakla beraber daha geniş ifade ile ayrıca cari borçların yönetimini de içine almaktadır.

#### 1.1. İŞLETME SERMAYESİ

İşletme Sermayesi; Çalışma Sermayesi, Dönen Sermaye, Dönen Varlıklar, Dönen Değerler, Cari Aktifler kaynaklarda farklı şekilde adlandırılmaktadır.

İşletme Sermayesi kavramı literatürde “Döner Sermaye” veya “Çalışma Sermayesi” olarak ifade edilmekte olup, işletmelerin sahibi oldukları, kısa süre içerisinde nakde dönüşebilme özelliğine sahip tüm varlıklarına ( cari aktifler=dönen varlıklar) verilen isimdir. Cari varlıklar olarak ele alınarak sadece dönen varlıkları kapsayan kısım brüt işletme sermayesi (BİS), kısa vadeli borçları aşan kısım ise net işletme sermayesi (NİS) olarak ifade edilmektedir.<sup>1</sup> İşletme sermayesi, işletmelerin günlük işletme ile ilgili faaliyet ve etkinliklerini devam ettirebilmeleri bakımından gerekli olan nakit ve benzeri varlıklar ile bir yıl içerisinde nakde dönüşebilecek varlıkların tümünü ifade etmektedir.<sup>2</sup> Çalışma sermayesini oluşturan değerler sürekli olarak kendi içlerinde kaliteli bir değişim içinde olduklarından, bu hesaplara işletme sermayesi denir. Çünkü bu değerler işletmenin faaliyetlerini yerine getirmek için gereken varlıklardır.<sup>3</sup> Sermaye, para yerine kullanılan bir sözcüktür. İşletme sermayesi ise bir şirketin günlük işlemlerini finanse ederken kullanılacak paradır. Finansal olarak, işletme sermayesi, cari varlıklar ile cari borçlar arasındaki farktır. Cari varlıklar, bankada bulunan paranızın yanı sıra ihtiyaç duyduğunuzda hızlıca paraya çevirebileceğiniz herhangi bir varlıktır. Cari borçlar, yıl içinde ödeyecek olduğunuz borçlardır. Çalışma sermayesi, mevcut borçlarınızdan bankadaki sahip olduğunuz varlığın çıkarılması neticesinde kalan tutardır. Daha kapsamlı bir ifade ile, işletme sermayesi bir şirketin aynı zamanda finansal sağlığını göstermektedir. Sahip olduğunuz varlıklar ile kısa vadeli borcunuz arasında olan fark ne kadar büyük ise, bu durum işletmenin o kadar sağlıklı olduğunu göstermektedir. Lakin, borçlarınız sahip

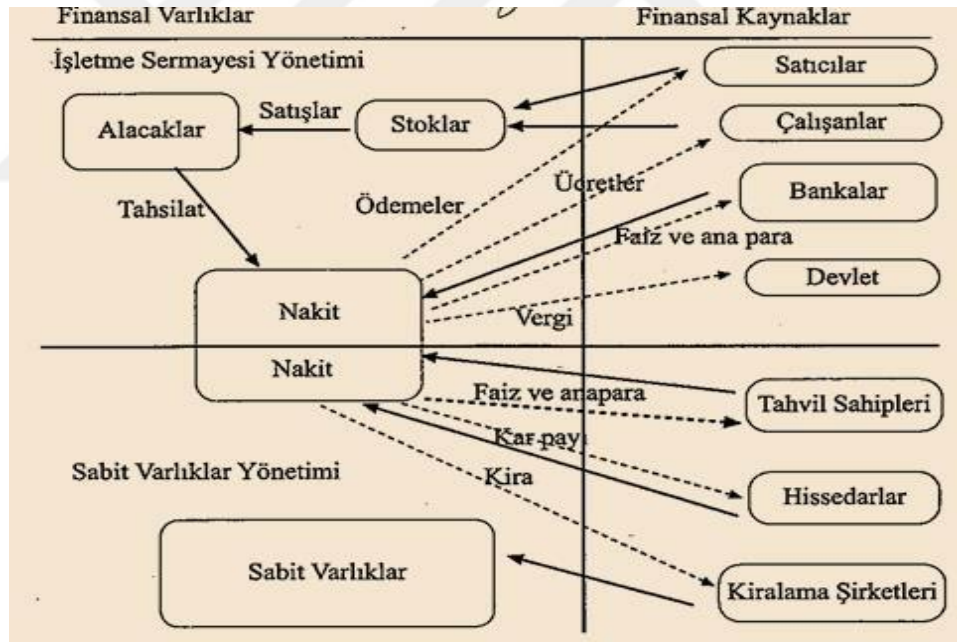
<sup>1</sup> Ahmet Aksoy ve Kürşat Yalçiner, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, (2. Basım), Gazi Kitabevi, Ankara, 2005, s.2-3

<sup>2</sup> Güven Sayılğan, *İşletme Finansmanı*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı, 2017, s.3

<sup>3</sup> Ramazan Aktaş, *İşletme (Çalışma) Sermayesi Yönetimi*, TOBB Ekonomi Ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara, 2015, s.4

olduklarını aşılıyor ise o zaman bu durum negatif işletme sermayesinin olduğunu göstermektedir. Bu durum işletmenin gerilemesine hatta daha da olumsuz durumlara düşmesine zemin hazırlamaktadır.<sup>4</sup>

İşletme sermayesi yönetimi firmalar için yaşamsal öneme sahip olmakla beraber hem dönen varlıklara yapılan yatırım hem de kısa vadeli yabancı kaynakların yönetimi olarak belirlenmektedir. İşletme sermayesi firmaların kısa süreli normal bir hesap dönemindeki paraya çevrilebilir özellikte olan ekonomik değerlere yaptığı yatırımı tanımlamaktadır. Farklı bir ifade ile kuruluş aşamasını tamamlayarak, üretime geçmeye hazır hale gelen bir işletme, üretime başlayabilmek için gerekli olan hammadde, işçilik, enerji, su, nakliye, depolama, sigorta, reklam vb. giderlerini karşılama için sağlayacak para veya krediye ihtiyaç duymaktadır. Bu sebeple üretimin başlatılabilmesi için gerekli olan, sayılan gider gruplarına bağlanan para ve krediye işletme sermayesi denilmektedir.<sup>5</sup> Şekil-1'deki nakit akış şemasında işletme sermayesi için ayrılan nakdin kullanımı gösterilmektedir.



Şekil - 1 Nakit Akış Şeması<sup>6</sup>

Firmalar ürün ve hizmet üretebilmek için sahibi oldukları fonlarını türlü varlıklara yatırır. Bu varlıklar; dönen ve duran varlıklar olarak iki kısma ayrılmaktadır. Duran

<sup>4</sup>What is Working Capital? <https://www.shopify.com/encyclopedia/working-capital>(Erişim tarihi:01.02.2019)

<sup>5</sup> Öcal Usta, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim. (Dördüncü Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2011, s.139

<sup>6</sup> İşletme Sermayesi Nedir, <https://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303>(Erişim tarihi:02.02.2019)

varlıklar, genel manada nakde dönüşmesi, tüketilmesi, satılması, bir hesap döneminden daha da uzun sürede gerçekleşecek olan değerler ile bir hesap döneminden daha fazla süre işletmelerin faaliyet alanlarında kullanılması öngörülen değerlerden oluşmaktadır. Bu varlık grubuna, verilen avanslar, iştirakler, uzun vadeli alacak ve fonlar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar ve diğer duran varlıklar girmektedir.<sup>7</sup> İşletmeler mal ve hizmet üretebilmek için sahibi oldukları fonlarını yatırdıkları ikinci varlık grubu dönen varlıklardır. İşletmeler, üretim ve satış faaliyetlerinin aksamadan devam ettirebilmek ve ortaya çıkan giderlerinin ve vadesi gelen borçlarının ödenebilmesi amacıyla nakde dönüşebilme özelliği duran varlıklardan daha da yüksek olan varlıkları ellerinde bulundurmaları mecburiyetindedirler. İşletme faaliyetlerinin aksamaksızın devam etmesi amacıyla kullanılmakta olan ve kısa bir süre içinde nakde dönüşme özelliğine bulunan bu gibi varlıklar dönen varlıklar adlandırılmaktadır. Bu varlıkları, menkul kıymetler, kasa ve bankalar, stoklar, kısa vadeli alacaklar ve diğer dönen varlıklarda bu gurubu oluşturmaktadır. Bilançonun aktifinde dönen varlıkların başlığı altında gösterilen bu varlıklar, işletmenin çalışma sermayesini oluşturmaktadır.<sup>8</sup> Kısaca İşletme sermayesi, işletmelerin günlük faaliyetlerini devam ettirmeleri için gerekli olan nakit ve benzeri varlıklar ile beraber bir yıl içinde nakde dönüşebilecek özellikte olan varlıkların bütünüdür ifade eden bir kavramdır.

## 1.2. İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ

Görüldüğü gibi İşletme faaliyetlerinin gerçekleştirilebilmesi için sabit yatırımlar/varlıklar yeterli olmamakta, üretim yapmak için gerekli olan hammaddeye, satışın devamlılığı için stoklara, günlük giderleri karşılamak için nakde ve müşterileri finanse edebilmek için alacaklara ayrılmış olan kaynaklara işletme sermayesi veya çalışma sermayesi denilmektedir. Başka bir ifade ile özetlersek, üretime sadece bir kez katılmakla tükenerek veya şekli değişerek mamül durumuna gelmiş olan ve nihai surete gelerek mal olarak satılan ürünlerin parasal bir değer olarak işletmeye geri dönen varlıklardır.<sup>9</sup> İşletme sermayesinde etkin yönetim; risk ve kârlılık arasındaki en uygun (optimal) dengenin kurulması ve firmaların kısa dönem yükümlülüklerini yerine getirmede oluşabilecek riskleri ortadan kaldırmayı ya da minimize etmeyi, cari aktiflere aşırı yatırım yapılmasının engellenmesi için cari aktif ve cari pasif dengesinin

<sup>7</sup> Sabri Bektöre vd., Mali Tablolarda Analizi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırmalar Vakfı Yayınları No: 71, 1993, s.14

<sup>8</sup> Nalan Akdoğan ve Nejat Tenker, Bilanço Nasıl Okunur, 2. Baskı, Uluslararası Çalışma Örgütü Yayınları, Maya Matbaası, Ankara, 1985, s. 15

<sup>9</sup> Nurhan Aydın vd., "Finansal Yönetim", T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, No:1465, Nurhan Aydın, (ed.), 6.Baskı, Eskişehir, 2008, s.53.

en uygun biçimde kontrollü olarak planlanmasıdır.<sup>10</sup> Farklı bir ifade ile yatırımlardan elde edilecek getirilerin firmadaki sermaye unsurlarının maliyetinden büyük veya ona eşit olabilmesi için, dönen varlıkları firma değerinin artırılmasına yönelik katkıların çoğaltılması için yönetmek, dönen varlıkların finansmanında istifade edilen sermayenin maliyetini en az indirmek, firmanın vadesi gelen yükümlülüklerini karşılayabilmesi için, dönen varlıkların borçlarla sağlanan fonları ödemeye yeterli derecede olması yönünde fon akışlarının kontrol edilmesidir.

### **1.3. İŞLETME SERMAYESİNİN FİRMALAR İÇİN ÖNEMİ**

İşletme sermayesi yeterli olmaması işletmelerin; kârlı yatırım fırsatlarını kaçırabilecekleri gibi işletme sermayesinin yetersizliği sebebiyle üretimdeki kesintiler sonucunda işletme maliyetlerin yükselmesine, müşterilerin isteklerinin zamanında yerine getirilmesinde oluşacak aksamalara veya müşteri taleplerinin tümüyle yerine getirilememesine, satış fırsatlarının kaçırılmasına, iş hacmindeki daralma neticesinde nakit sorunlarıyla karşılaşılmasına sebep olmaktadır. İşletmelerin yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi, piyasadaki kredibilitesine (itibar) olumsuz yönde etki etmektedir. Bu durum yeterli ve gereken tedbirlerin alınmaması durumunda işletmenin tasfiyesi ile de neticelenebilir.<sup>11</sup> İşletme sermayesi yönetimi (İSY), bilhassa küçük ve orta boy işletmelerde daha da önemlidir. Bu nedenle ki bu türden işletmeler sabit varlıklarını kiralarak sağlayabilirken, dönen varlıkları (işletme sermayesi) karşılamada güçlük çekmektedirler. Ayrıca stoklar, alacaklar, kasa gibi dönen varlıklara yapılacak yatırımları azaltmaları zordur. Diğer yönden küçük firmaların sermaye piyasalarından fon sağlamaları da sınırlı ve zor olmasından dolayı, kısa müddetli yabancı kaynaklara bağlı kalmak durumundadırlar. Bu durum işletmenin likidite durumunu olumsuz yönde etkilemekte ve riskini arttırmaktadır.<sup>12</sup>

İşletme sermayesi, firmaların kısa dönemli finansal gereksinimlerini karşılamakta ve ticari bir sermayeyi ifade etmektedir. İşletme sermayesinde önemli bir faktör olan stoklar, üretim prosesinde yaşanabilecek sorunların ve talep artışını karşılayamamanın maliyetini azaltırken, fiyatlardaki dalgalanmalara karşı işletmeyi korumaktadırlar. Bununla beraber, ticari alacaklar, özellikle müşterilerin talep düzeyinin düşük olduğu dönemler içinde malın satın alınmasını teşvik etmekte, tüketicilerin ödeme yapmadan önce malın miktarı ve kalitesine ikna olmasına ve işletmelerin tüketicileriyle uzun süreli ilişkilerinin güçlenmesine destek olmaktadır. Çalışma sermayesi, işletmelere kısa dönemli kredi veren kuruluşlar için önemli bir

<sup>10</sup> Abuzar M. A. Eljelly, "Liquidity-Profitability Trade off: An Empirical Investigation in an Emerging Market" *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 2004, s.48-61.

<sup>11</sup> Öztin Akgüç, "Finansal Yönetim", Avcıol Basım-Yayın, 7.Baskı, İstanbul, 1998, s. 202.

<sup>12</sup> Yavuz Odabaşı, Girişimcilik, (2. Basım), Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2005

ölçüt olup, yüksek düzeydeki işletme sermayesi ve nakit, kreditorlerin işletmeye bakışlarını olumlu bir hale getirmektedir. Bunun yanında, bu türden varlıklar sermayenin karlılığına katkıda bulunmaması nedeniyle, işletme sermayesinin finansal performans limitini sınırlayan bir faktör olarak da bakılmaktadır.<sup>13</sup>

“İşletme sermayesi yönetiminin temel amaçları şu şekilde belirtilmektedir”.<sup>14</sup>

- ✓ Dönen varlıkları işletme değerinin artırılmasında katkıları çoğaltmak için yönetmek
- ✓ Dönen varlıkların finansmanında kullanılan sermayenin maliyetini en düşük seviyeye indirmek
- ✓ Firmanın vadesi gelmiş yükümlülüklerini karşılayabilmesi için, dönen varlıkların borçlarla sağlanan fonları ödemeye yeterli olabilmesi yönünden fon akışlarını kontrol etmektir.

Bununla beraber, İşletmenin hedeflerine ulaşmasında işletme sermayesi yönetimi çok önemli bir işleve sahiptir. Çalışma sermayesi, işletmenin tam kapasite ile çalışarak, üretimin aralıksız devamı, iş hacminin genişletilebilmesi, firmanın yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması, kredi alma kolaylığının (kredibilitenin) artması, olağanüstü durumlarda mali açıdan zor duruma düşmenin önlenmesi, faaliyetlerin kârlı ve verimli bir şekilde devam ettirilebilmesi yönünden büyük önem taşımaktadır.<sup>15</sup> İşletmenin tam kapasite ile çalışması, üretimin aralıksız devam etmesi, iş hacminin genişletilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskini azaltması, borçların zamanında ödenmesi, kolay kredi alınabilmesi, olağanüstü durumlardan etkilenilmemesi, faaliyetlerin karlı ve verimli yürütülmesi açısından işletme sermayesinin önemi büyüktür.<sup>16</sup>

Bir işletme etkili bir çalışma sermayesi yönetimine sahipse hissedar değerinin artmakta olduğunu söyleyebiliriz. İşletme sermayesi örgüt yönetimi ve finans alanında önemli bir yere sahiptir. İşletme sermayesi yönetimi kısa vadeli yabancı kaynaklar ile cari varlıkların planlanmasıdır. Diğer bir ifadeyle; işletme bir taraftan ihtiyacı olan hazır değerlerle diğer dönen varlıklara ödenek ayırırken bir yandan da bunların finansmanında kullanacağı kısa vadeli yabancı kaynakların optimum bileşimini oluşturmaya çalışır. Türk sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelere nazaran yeterli şekilde derinleşmemiş olmasından dolayı Türk firmaları bağıntılı olarak yüksek

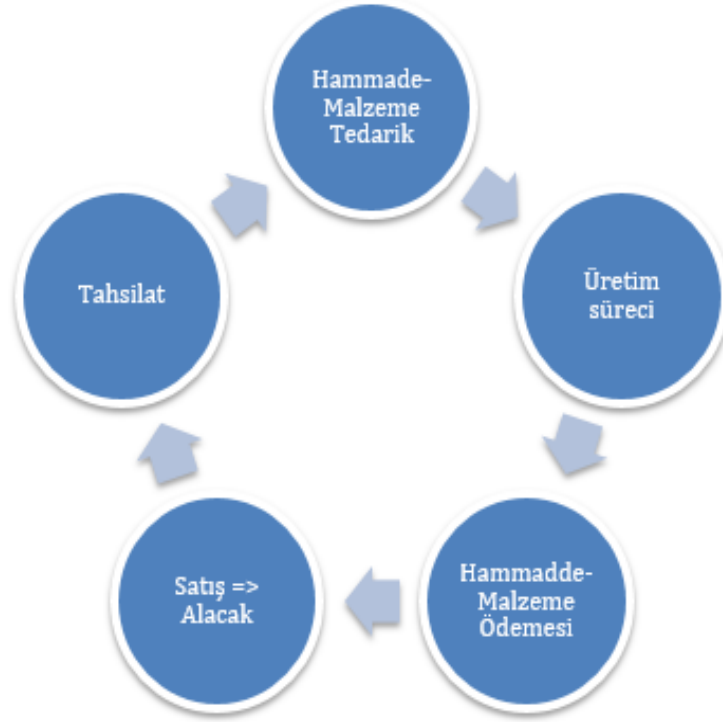
<sup>13</sup> Atilla Gönenli, İşletmelerde Finansal Yönetim, (6. Basım), İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1988

<sup>14</sup>Ali Bayrakdaroğlu, “İşletme Sermayesi Yönetimi Ders Notları”, 2013, [http://akademik.mu.edu.tr/Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS\\_NOTU\\_%C4%B0%C5%9Fletme\\_Sermayesi\\_Y%C3%B6netimi.pdf](http://akademik.mu.edu.tr/Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS_NOTU_%C4%B0%C5%9Fletme_Sermayesi_Y%C3%B6netimi.pdf), (Erişim tarihi:03.02.2019)

<sup>15</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2005, s.5

<sup>16</sup> Akgüç, a.g.e., s.202

oranlarda likidite bulundurmak zorunluluğunda kalmaktadırlar. Bundan dolayı, nakit ve benzeri olan varlıkların yönetimine daha fazla önem verilmiştir ve işletme sermayesi yönetimi ile hem firmanın değerini hem de hissedarların değerini artırmak için olabildiğince önem kazanmıştır.<sup>17</sup> Çalışma sermayesinin, ticari işletme veya imalat işletmesi olması farketmeksizin bütün işletmeler için hayati derecede bir önemi vardır. Üretim işletmeleri ürettikleri malları satmadan yahut satılan malların işletmeye tekrar nakit olarak dönmesinden önce önemli miktarda nakde veya nakit benzeri varlıklara ihtiyaç duymaktadırlar. Şekil-2' de üretim sürecinin devamının sağlanabilmesi ve bu döngünün sistemli bir şekilde devam etmesi için nakde olan gereksinim gösterilmektedir. Hatta sabit varlıkları büyük olan işletmelerin dahi sıradan gereksinimlerini karşılamak için yeterli olacak ölçüde işletme sermayesine sahip olmadıklarında, başarısızlığa uğrama olasılıklarının daha yüksek olduğu görülebilmektedir.



**Şekil - 2** İşletme Sermayesi Yönetimi ve Etki Alanları<sup>18</sup>

İşletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretim sürekliliğini yerine getirebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, gereksinim ve yükümlülüklerini yerine

<sup>17</sup> Vahid Alımohammadi, İşletme Sermayesi Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkisi; Bist'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmelerinde Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, 2015, s.6-7(**Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi**)

<sup>18</sup> İşletme Sermayesi Konusuna Bir Çözüm Olarak Faktoring, <https://www.muhasebenews.com/isletme-sermayesi-konusuna-bir-cozum-olarak-factoring-2/>(Erişim tarihi:05.02.2019)



getirememe riskini azaltabilmesi, kredi değerliliğini artırabilmesi, olağanüstü (kriz vb.) durumlarda mali açıdan zorluk çekmemesi, faaliyetlerini verimli ve kârlı bir şekilde yerine getirebilmesi için son derece önemlidir. Aşırı veya eksik işletme sermayesinin olması işletmelerde kârlılık ve verimliliği üzerinde olumsuz yönde etkilemektedir. Eğer aşırı işletme sermayesi yabancı kaynaklar tarafından finanse ediliyorsa, ek finansman maliyeti öz kaynaklarla finanse edilir, bu da alternatif faaliyetlerden gelir kaybına neden olmaktadır.

#### **1.4. İŞLETME SERMAYESİNİN ÇEŞİTLERİ (SINIFLANDIRILMASI)**

İşletme sermayesinin çeşitleri beş başlık altında incelenmektedir. Bunlar; net işletme sermayesi, brüt işletme sermayesi, sürekli işletme sermayesi, değişken işletme sermayesi ve olağanüstü işletme sermayesi şeklindedir.

Cari varlıkların yekûnuna brüt işletme sermayesi denilmektedir. Brüt işletme sermayesinden kısa vadeli yabancı kaynaklar çıkarıldığında sonuç olarak net işletme sermaye bütçesi elde edilmektedir. İşletmenin finansmanında uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynakların sağladığı dönen varlıkların tutarı net işletme sermayesi olarak adlandırılmaktadır. İşletmenin belirli dönemlerde üretim ve satış işlemini gerçekleştirmesi ve her dönemde belirli bir tutarı ödemesine sürekli işletme sermayesi denilmektedir. İşletme faaliyetlerinin herhangi bir kesinti ile karşılaşmaksızın gerçekleşmesine olanak sağlayan minimal cari varlıklar toplamıdır. İşletmeler bazı dönemler içerisinde stoklarını artırabilmektedir. Bundan dolayı daha da fazla kredili satış yapmak mecburiyetinde kalabilmektedir. Bu gibi durumlar sürekli işletme sermayesini aşabilmektedir. Bu durumlarda kullanılan işletme sermayesine değişken işletme sermayesi denilmektedir. İşletmeler olağanüstü bir ekonomik krizde veya bir afet durumunda, işletmenin karşılaştığı iş bırakma eylemlerinde, işletme faaliyetlerini aksamadan devam ettirebilmek için, işletme sermayesi unsurlarına yapılan yatırımları artırmak mecburiyetinde kalmaktadır. Bu gibi durumlarda işletmenin ihtiyacı olan sermayeye olağanüstü işletme sermayesi denilmektedir. İşletme sermayesinin tanımı konusunda da birbirinden farklı ifadeler kullanılmaktadır. Tanımlar aynı işletme sermayesini belirtmekten ziyade, özellikleri farklı olan işletme sermayesini açıklamak için yapılmaktadır.

Bu sınıflandırma aşağıdaki şekildedir :

- İşletme sermayesi bilanço açısından çeşitleri
- İşletme sermayesi faaliyet döngüsü açısından çeşitleri

### 1.4.1. İşletme Sermayesi Bilanço Açısından Çeşitleri

Bilanço açısından İşletme sermayesi, bilançoda varlıklar ve borçlarda yer alan kısmı ifade etmektedir.

#### 1.4.1.1. Net işletme sermayesi

Net işletme sermayesi ifadesi, cari aktiflerin cari pasifleri aşan kısmı olarak tanımlanmaktadır. Net işletme sermayesi kısa vadeli yabancı kaynaklardan dönen varlıkların çıkarılması sonucunda elde edilmektedir. Diğer bir ifade ile duran varlıkların sürekli sermayeden çıkarılmasıyla da hesaplanmaktadır. Net işletme sermayesi, işletmenin kısa vadeli borçları ile dönen varlıklar arasındaki fark, farklı bir ifade ile uzun süreli kaynaklar ile dönen varlıkların finanse edilmiş bölümüdür.<sup>19</sup> Net işletme sermayesi, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakları aşan kısmına denilmektedir. Net İşletme Sermayesi = Dönen Varlıklar-Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar olarak formüle edilmektedir. Net işletme sermayesi duran varlıkların, devamlı sermayeden (öz sermaye + uzun vadeli yabancı kaynaklar) çıkarılmasıyla da hesaplanmaktadır. Bu tarafı ile işletme sermayesinin uzun vadeli kaynaklarla finanse edilen kısmını göstermektedir. Net işletme sermayesi (NİS) kısa vadeli borçların işletmenin dönen varlıklarından çıkarılmasıyla bulunur. Kısa vadeli borçlar işletmenin bir yıl içinde ödemeyi planladığı yükümlülükleridir.<sup>20</sup>

#### 1.4.1.2. Brüt işletme sermayesi

Brüt işletme sermayesi (BİS), işletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için dönen varlıklara tahsis edilecek fonları ifade etmektedir. Farklı bir söylemle, ilk madde, yardımcı madde, işletme malzemesi, stoklar ile mamül stokların mevcutları ile alacak mevcudu ve diğer ödemelerin (verilen avansların, peşin ödenen giderler) toplamından oluşmaktadır.<sup>21</sup> Brüt işletme sermayesi kavramı ile cari aktiflere (varlıklara) yapılmış olan yatırım toplamı ifade edilmektedir. Bu varlıklar, nakit, menkul değerler, vadesiz ve kısa vadeli mevduat, stoklar ve kredili satışlardan doğan alacaklar olarak ayrılmaktadır. Brüt işletme sermayesi kavramı cari varlıkların yönetimi ile ilgili konuların ve bununla ilişkili olarak sorumlulukların sınırını belirleme yönünden önem taşımaktadır.<sup>22</sup>

<sup>19</sup> Akgüç, a.g.e., s.202

<sup>20</sup> Timothy J. Gallagher and Joseph D. Andrew, Financial Management, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 1997, s.411

<sup>21</sup> Nalan Akdoğan ve Nejat Tenker, Finansal Tablolar ve Analizi, Ankara, 1985, s.302

<sup>22</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2005, s.20

#### 1.4.2. Faaliyet Döngüsü Bakışından İşletme Sermayesi Çeşitleri

İşletme sermayesi türleri faaliyet döngüsü açısından aşağıdaki gibi açıklanmaktadır:

- Sürekli ve ya sabit işletme sermayesi
- Değişken ve ya geçici işletme sermayesi

##### 1.4.2.1. Sürekli veya sabit işletme sermayesi

Hareket halinde olmalarına rağmen, günlük faaliyetleri yürütmek için her zaman belirli miktarda döner varlığın işletmelerde elde tutulması gerekmektedir. Yıl boyunca işin yürütülmesi için sabit ve sürekli bir miktara sahip olunması gereken işletme sermayesi miktarına sürekli işletme sermayesi denilmektedir. İşletmelerin, devamlı, normal ve esas çalışma sermayesi olarak kullandıkları işletme sermayesidir. Sürekli çalışma sermayesi, işletmedeki faaliyet döneminin en durağan devresinde bile faaliyetlerin yürütülebileceği minimal cari aktif toplamı anlamını ifade etmektedir. İşletmeler imal ettikleri mamüllere hemen müşteri bularak satamayacağından veya kredili bir şekilde satacağında dolayı, faaliyet giderlerini (Ücret, ve Diğer giderler) ödemek için yeterli seviyede para bulundurması gerektirir. İşletme tarafından bulundurulacak sürekli işletme sermayesi minimal bir ifade olduğundan sabit niteliktedir. İşletmeler, piyasadan yani ekonomik hayattan çekilinceye kadar sürekli işletme sermayesinin işletmede mevcut olmasını istemektedirler. İşletmelerin sürekli çalışma sermayeleri kısa vadeli menkul kıymetler ile birlikte nakitler, alacaklar ve stoklardan oluşmaktadır. İşletme, adı geçen bu kalemlerin yeterli bir seviyede tutulması için belirli bir meblağın altına düşmeyeceğini hesap edecek olursa, bu tutar işletmenin sürekli işletme sermayesidir.<sup>23</sup>

##### 1.4.2.2. Değişken veya geçici işletme sermayesi

Sürekli işletme sermayesine oranla, geçici işletme sermayesinde, işletmelerin faaliyetlerinde zaman içinde, işletme sermayesi ihtiyaçları artarak ve işletmenin faaliyetleri yoğunlaşarak işletme sermayesi ihtiyacı daha fazla artmaya istekli olacaktır. İşletme sermayesi ihtiyacına tesir eden çeşitli etkenler dışında, işletme sermayesi ihtiyacı bilhassa senenin belirli dönemlerinde diğer zamanlara kıyasla daha çok veya daha az olabilmektedir. Bahsedilen işletme sermayesi ihtiyacı, sürekli işletme sermayesinden farklı olup değişken veya geçici işletme sermayesi olarak tanımlanmaktadır. Çalışma sermayesine bağlanmış olan para, veri olarak işletmelerin

---

<sup>23</sup> Muammer Erdoğan, İşletme Finansmanı, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Okulu Yayın No:2, Diyarbakır,1990, s.71

pazar payı alınacak olursa, büyüyen pazar payı karşısında, satışlardaki artışa bağlı olarak zaman içinde artım gösterecektir. İşletme sermayesine bağlanan paranın artımında finansal büyümenin de büyük tesiri görülmektedir.<sup>24</sup>

Değişken işletme sermayesi, satış aktivasyonuna bağlı olarak dönem içinde dalgalanan dönen varlık toplamını ifade etmektedir. Buna bakarak değişken işletme sermayesi, işletmelerin satış hacimlerindeki artışlar veya ekonomik konjonktürün neticeleri olarak meydana gelen istekleri karşılamak için sabit işletme sermayesi düzeyinin üzerinde bulundurulması gerekli olan ek işletme sermayesi miktarıdır. Değişken işletme sermayesi, belirli aralıklarla veya geçici ihtiyaçlara göre ikiye ayrılmaktadır.<sup>25</sup>

#### **1.4.2.2.1. Mevsimsel işletme sermayesi**

Mevsimlik çalışma sermayesi iş hacmindeki yükselişlerin olduğu dönemlerde, mevsimlik talepleri karşılamak için işletmelerde ihtiyaç duyulan ek sermayedir.<sup>26</sup> İşletmelerin farklı mevsimlerdeki ve farklı yıllarındaki dalgalanmalar işletme sermayesinde, mevsimlik işletme sermayesi olarak ifade edilmektedir. İşletmelerin, faaliyetleri ve iş hacimleri mevsimlik ve dönemsel olarak değişmektedir. Mevsimlik çalışma sermayesi iş hacminde artış olduğu mevsimlerde, talepleri karşılamak için gereksinim duyulan, sürekli çalışma sermayesinin de ötesinde kullanılan işletme sermayesi olarak tanımlanmaktadır. Mevsimlik çalışma sermayesi, sürekli çalışma sermayesi düzeyinin üstünde bulundurulması gereken tutardır. Mevsimlik çalışma sermayesini firmalar, farklı mevsimlerde karşılaştıklarından dolayı kısa vadeli kaynaklardan sağlamaktadırlar. Bunun sebebi durağan mevsimlerde oluşan nakit fazlasının etkisiz kalmasını engellemek için yapılmaktadır.<sup>27</sup>

#### **1.4.2.2.2. Devresel işletme sermayesi**

Devresel işletme sermayesi, devamlı değişim halinde olup ve kısa süreler içinde işletmenin paraya gereksinim duyacağını göstermektedir. Değişken işletme sermayesi bazı kısmi devresel dalgalanmalar sebebiyle oluşmaktadır. İşletmeler iş hacmindeki genişlemenin olduğu periyotlarda sürekli işletme sermayesine ek olarak iş hacmini genişletmek amacıyla ek işletme sermayesi temin etmektedir. Buna, devresel işletme sermayesi denir.<sup>28</sup>

<sup>24</sup> Gönenli, a.g.e., s.402

<sup>25</sup> Muammer Erdoğan, Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:540, İşletme Fakültesi Yayınları No:72, Erzurum, 1978, s.21

<sup>26</sup> Muharrem Özdemir, Finansal Yönetim, Gazi Yayınları, Ankara,1997, s.163

<sup>27</sup> Alımohammadi, a.g.e., s.18

<sup>28</sup>[http://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303\(WEB\)\(Erişim](http://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303(WEB)(Erişim) tarihi: 15.02.2019)

İşletme sermayesi miktarını konjonktürel olarak tahmin etmek mümkün olmadığından, bu nitelikteki işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek için işletmelerdeki mevcut kaynakların hazırlanması gerekmektedir. İşletme sermayesine olan ani talebi karşılamak için, finansman sağlayıcılarla yapılan bir anlaşma ve herhangi bir zamanda fon hazırlamak için finansal kurumlarla ilişkilerin yoğunlaştırılması, birçok işletme tarafından uygulanan bir yöntem gibi görünmektedir.<sup>29</sup>

Mevsimlik veya döngüsel olan şirketler, yıl boyunca faaliyet gösteren işletmelere oranla daha yüksek çalışma sermayesi gereksinimi duymaktadır. Bu durumun sebebi, işletmenin çalışmadığı veya gelirinin düştüğü zamanlarda dahi borçların ödenmesi gerekliliğindedir. Bu da, işletmeyi faaliyetlerindeki düşüş zamanlarında devamlılığı sağlamak için daha fazla varlığı elde bulundurması gerektiği anlamına gelmektedir. Örneğin, yaz aylarında yapılan bir festival için kostüm satan bir mağaza, yaz aylarında büyük oranda satış yapıyor fakat daha sonra bu kıyafetlerin popüleritesini kaybettiği zamanlarda iş yapabilmek için sermayeye ihtiyaç duyuyor. Aynı durum tarımsal ürünler yetiştiren bir çiftçinin yapacağı çevresel düzenleme için de geçerli olabilmektedir.<sup>30</sup>

#### **1.4.2.3. Olağanüstü işletme sermayesi**

İşletmelerde ortaya çıkan olağanüstü durumlar, beklenilmeyen olayların etkilerindedir. Olağanüstü işletme sermayesi, işletmelerde, grev, sel baskını, yangın, deprem gibi olaylara karşı, buldukları işletme sermayesi olarak ifade edilmektedir. Olağanüstü işletme sermayesi işletmelerde olağanüstü durumlarda zorlukları kısmi olarak gidermek için hazır buldukları işletme sermayesidir. Olağanüstü haller ekseri faaliyetlerde aksamalara yol açmakta ve etkinliği azaltmakta olduğundan dolayı olağanüstü işletme sermayesini gerektirmektedir. Olağanüstü durumlar bazen faaliyetlerin daralmasına sebebiyet vermekte, kullanılmayan varlıkları meydana çıkarmakta, bu da atıl işletme sermayesi oluşturabilmektedir. Olağanüstü koşullar daha önceden kestirilemediği için gereksinim duyulacak olağanüstü işletme sermayesi tutarının da önceden tahmini yapılamamaktadır. Bu gibi durumda karşılaşılabilecek riskleri kısmen önleyebilmek için işletme kârının fazla olduğu dönemlerde bir kısım karları ihtiyaten buldurmak uygun olmaktadır.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2005, s. 23

<sup>30</sup> Businesses with Large Working Capital Requirements <https://www.shopify.com/encyclopedia/working-capital>(Erişim tarihi:15.02.2019)

<sup>31</sup> Metin Coşkun, "Finansal Yönetim", Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2006, s.113

## 1.5. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

İşletme sermayesi ihtiyacı bazen çeşitli sebeplerin etkisiyle artıp bazen de azalabilmektedir. Bu durumu etkilemekte olan faktörleri işletme içi ve işletme dışı faktörler olarak iki başlık altında değerlendirmek mümkündür.

### 1.5.1. İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörler

İşletme sermayesi ihtiyacı firmadan firmaya sektörden sektöre veya bir firmanın içinde bulunduğu değişik zaman ve koşullara göre değişiklik gösterebilmektedir.

#### 1.5.1.1. İşletmenin Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü

İşletme sermayesi seviyesi, faaliyet alanına bağlı olarak büyük ölçüde değişmektedir. Ticari işletmelerin üretim işletmelerinden daha fazla işletme sermayesine ihtiyacı vardır. Üretim işletmelerinde işletme sermayesi seviyesi, üretim sürecine ve alım satım politikalarına bağlı olarak değişmektedir. Çalışma sermayesini oluşturan kalemler faaliyet boyunca sürekli değişmektedir.

Üretim süreci uzadıkça, stoklara bağlı fon miktarı da artar. Diğer taraftan, ödemeler geciktiği sürece nakit ihtiyacı da azalmaktadır. Küçük işletmeler, büyük işletmelerden daha yüksek işletme sermayesine sahiptir. Bunun çeşitli sebepleri vardır. Birincisi, büyük işletmelerin işletme sermayesi yönetimi için gerekli olan ilgiyi göstererek etkinliği artırabilmesidir. İkincisi, büyük işletmelerin sermaye piyasalarından daha kolay finansman sağlayabilmeleridir. Üçüncüsü ise, büyük firmaların daha fazla sermaye ve teknolojik argümanları kullanarak üretim ve dağıtımda daha fazla makine, araç ve gereci kullanmalarındır.<sup>32</sup>

Ayrıca, tek bir ürün çeşidi üreten şirket ile geniş bir üretim yelpazesine sahip olan girişimin işletme sermayesi ihtiyaçları farklılık gösterdiği gibi, hammadde stokuna yatırım yapan işletme ile yarı mamul veya mamul stokuna yatırım yapan işletmenin çalışma sermayesi gereksinimi farklılık göstermektedir. Bu aynı zamanda toptan ve perakende faaliyetleri olan ticaret şirketleri için de farklılık gösterir.

İşletmelerin finans sektöründeki işletme sermayesi ihtiyaçları, verdikleri kredilerin vadesine, yani geri dönüş süresine göre değişmektedir. İşletme sermayesi ihtiyacında, kısa vadeli krediler, orta ve uzun vadeli kredilerden daha azdır.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Nurhan Aydın vd., "Finansal Yönetim", (2. baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s.135-136

<sup>33</sup> Erdoğan, a.g.e., 1990, s.89-90

### 1.5.1.2. İşletmenin Büyüklüğü ve Maliyet Yapısı

Uzun vadeli kredili alım yapabilen işletmeler, kısa vadeli alım yapabilenlerden daha az işletme sermayesine ihtiyaç duyarlar. Uzun vadeli satın alma kredilerinden yararlanan işletmeler, alacaklar üzerinden yapılacak nakit satışlar veya nakit alacak borçları vade tarihinden önce kasalarına girmektedir. Bu sayede kredilerini vadesi geldiğinde sorunsuz bir şekilde kolayca ödeyeceklerdir. Lakin satışlarda tanınmış vadelerin uzunluğu tam tersi duruma neden olur. Başka bir deyişle, uzun vadeli krediler tanıyarak satışlarını yapan işletmeler, kısa vadeli satış yapan işletmelerden daha fazla işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadır. Çoğu işletme alımlarını mümkün olduğu kadar uzun vadeli krediyle yapmak ve işletme sermayesinden kaçınmak için mümkün olduğu kadar kısa vadeli kredi vermek istemektedir. Başka bir deyişle, satış için verdikleri vadeden daha uzun vadede mal almak istemektedirler.<sup>34</sup> Satışlar ne kadar istikrarlı olursa, işletme sermayesi ihtiyacı o kadar az olmakta, satışlardaki artış hemen işletme sermayesi kalemlerinde artışlara yol açmaktadır. Diğer taraftan, satışlardaki düşüş işletme sermayesinde de düşüşe yol açabilmektedir.

### 1.5.1.3. Üretim Süreci/Süresi

Üretim süresi, hammadde ve malzemelerin alım, işleme, satış ve toplanması için gereken süredir. Bu süre;

- Para ve kredi, hammadde, malzeme ve iş gücü harcaması şeklinde serbest sermaye ile başlayan yatırımlar,
- Üretim (imalat işlemi),
- İmal edilen ürünlerin satışa kadar stokta bulundurulması,
- Alacak tahsilatı ve serbest paraya çevirmeyi içermektedir.

Firma süreci mümkün olduğu kadar kısaltmak ve ciro oranını artırmak istemektedir. Bununla birlikte, üretim süresinin uzunluğu işletim devresinin uzamasına neden olmaktadır. Üretim süresi azaldıkça ciro artacağından işletme sermayesi ihtiyacı azaltılacaktır.<sup>35</sup>

### 1.5.1.4. İşletmenin Kar Dağıtımı, İhtiyat ve Büyüme ile İlgili Politikalar

Temettü ödemesi yapıldıktan ve en uygun temettü oranını belirledikten sonra, temettü ödemelerinin yerine getirilmesi için gerekli paraya sahip olunması gerekir. Dağıtılmasına karar verilen temettüler, dağıtım anına kadar şirketin kısa vadeli yükümlülüklerine dahil edilmektedir. Bundan dolayı net işletme sermayesi

<sup>34</sup> Muammer Erdoğan, "Finansal Yönetim", (4. Baskı), Aktif Yayınevi, Erzurum, 2009, s.127

<sup>35</sup> Ahmet Aksoy, Kürşat Yalçiner, "İşletme Sermayesi Yönetimi", (5. Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2013, s.86

azalmaktadır. Şirketler kazançlarının bir kısmını dağıtmayarak ve onları şirkette tutmaya ve yeni yatırımlarda kullanmaya karar verebilirler. Bazen kazanımların bir kısmı rezerv amaçlı olarak firmada tutulmaktadır. Bu durumda, kısa vadeli borçlar azaltılmış olacak, dolayısıyla işletme sermayesine çok az ihtiyaç duyulacaktır. İşletme sermayesi seviyesi, dağıtılmayan ve çeşitli şekillerde uygulanan büyüme politikalarından etkilenmektedir.<sup>36</sup> Nakit girişi, hareketsizlik ve finansal sıkıntı çekildiği dönemlerinde de azalmaktadır. Geçmiş yıllardan yedek olarak ayrılan varlıkların cari temettü olarak ödenmesi işletme sermayesi ihtiyacını artıracaktır. Nakit girişinin yetersiz olduğu yıllarda, temettü ödemesi işletme sermayesi ihtiyacını artırmaktadır.<sup>37</sup>

#### **1.5.1.5. İşletmelerin Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi**

Muntazam ve düzenli gelir elde eden şirketler, kazandıkları gelirler sayesinde faaliyetlerini toplam varlıklara göre daha az miktarda işletme sermayesi ile yapabilmektedirler. Buna karşılık, bazı işletmeler farklı zamanlarda büyük dalgalanmalarla karşı karşıya kalmalarından dolayı bu durum büyük miktarda işletme sermayesiyle sonuçlanmaktadır; bununla beraber hammadde, mamül stokları, alacaklar ve kasada tutmaktadırlar. Peşin ödeme konusundaki çalışmaların çoğu yoğun olsa da, üretim öncesi avansı kullanmanın mümkün olduğu şirketler vardır. Bu tür şirketlerin satışları sabit olup, işletme sermayesi seviyesinde dalgalanma görülmemektedir. Bazı işletmelerin gelirleri oldukça sık ve ciddi dalgalanmalar göstermektedir. Satışlarda ortaya çıkan dengesizlik durumunda, işletmeler dalgalanmaların neden olduğu belirsizlikleri gidermek için daha fazla işletme sermayesine sahip olmak istemektedir. Gelirleri farklı zamanlarda değişen işletmelerin sabit sermayelerine göre, işletme sermayesi oranı, uygun gelirli işletmelerden çok daha yüksek olmaktadır.<sup>38</sup>

#### **1.5.1.6. Amortisman Politikaları**

Amortisman; duran kıymetlerin aşınma, yıpranma veya aşınma payını ifade etmektedir.<sup>39</sup> Finansal politikaların bir parçası olan amortisman politikası, mevzuatın kabul ettiği şekilde işletmeden işletmeye geçtiği için, aşınma veya modası geçmiş dönemlerle birlikte, işletmelerin çalışma ihtiyacına etkisi farklı olmaktadır. Fazla amortisman ayırmış olan işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacının azalacağı bir gerçek görünmektedir.<sup>40</sup>

<sup>36</sup> Eisa Pagheh, Firmaların İşletme Sermayesi Düzeyleri İle Getiri, Risk Ve Karlılık Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Çalışma, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 2018, s.31(**Yayımlanmış Doktora Tezi**)

<sup>37</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s.87-88

<sup>38</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s. 89

<sup>39</sup>Amortisman tanımı, <http://www.muhasabedersleri.com/genel-muhasebe-1/amortismanlar.html> (Erişim tarihi:17.02.2019)

<sup>40</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s. 127



### 1.5.1.7. Nakit, Stoklar ve Alacaklar Devir Hızı

Alacakların ciro oranı genellikle satış koşullarına bağlıdır. Depresyon piyasaya hakim olduğunda, tahsilatlardaki zorluklar nedeniyle alacakların devir hızı düşüktür. Aksine, piyasadaki durum iyi ise alacakların devir hızı tahsilâta zorlanmadığı için yüksektir. Müşterilere verilen krediler sürekli ise, yani mevcut varlıkların önemli bir kısmı müşteri hesaplarına bağlıysa, alacakların devir hızı, ihtiyaç duyulan işletme sermayesi miktarının hesaplanmasında çok önemli bir faktör olmaktadır. Devir hızındaki artışın çalışma sermayesi ihtiyacını azalttığı görünmektedir.<sup>41</sup>

Fiyat düşüşleri ile beraber gelen durgun dönemlerde firmalar işletme sermayesi açısından ağır problemlerle karşılaşmaktadır. İşletmelerin ihtiyacını etkileyen önemli unsurlardan biri şüphesiz ki stoklardaki devir hızıdır. Uygulamada, işletmeler fiyatlardaki keskin düşüş nedeniyle sık sık bu tür sorunlar yaşamaktadır. Stok devir hızının düşük olduğu işletmelerin, işletme sermayesinin büyük bir kısmı stoklara yatırılmıştır. Stok devir hızındaki artımın, stokların nakde çevrilme hızında artış sağladığı görülmektedir. Etkin stok kullanımının, işletme sermayesinde stoklara yatırımı azalttığı gözlemlenmekte olup, ciro oranları ile ihtiyaçlar arasındaki ilişki, işletme sermayesi unsurlarının ciro oranları, likidite riski ve kârlılığı ile ilişkileri değerlendirilerek ve her bir sektörün kendi özel koşulları içinde olduğu dikkate alınarak incelenmelidir. Devir hızı, çalışma alanına bağlıdır. Üretim uzun zaman alıyorsa, ciro oranı yavaşlayarak, işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır.<sup>42</sup>

Nakit devir hızının düşük olması durumunda nakit kullanımında çok tedbirli davranıldığı atıl nakitlerin tutulmasından anlaşılmaktadır. Bu durum likidite ve karlılıkla ilgili olmasına rağmen, atıl kalmanın neden olduğu kayıplar ölçülebilmektedir. Nakit para veya benzer varlıklara olan bağlılığının artması, şirketin normal faaliyetlerinden ziyade spekülâtif amaçlara yöneldiğini gösterebilir. Çok yüksek ciro oranı, nakit eksikliği olduğu anlamına gelmektedir. Devir hızının aşırı olması durumunda nakde bağlanacak olan sermaye ihtiyacı da az olacaktır. İşletmeler, alacakların devir hızını artırarak ve tahsilat süresini kısaltarak işletme sermayesi ihtiyacını azaltma olanağına sahip olmaktadır. Tahsil süresinin uzunluğuna bağlı olarak, işletme sermayesi kalemlerine aktarılacak tutarlar artacaktır.<sup>43</sup>

### 1.5.1.8. İşletme Kapasitesinin Verimliliği

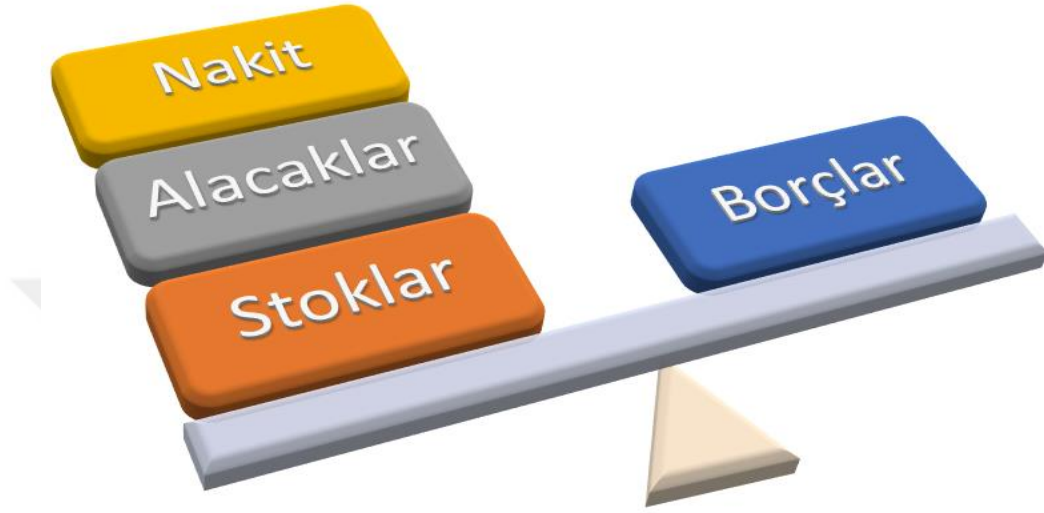
İşletme kapasitesinin verimli kullanılması, işletme sermayesi ihtiyaçlarını da yakından etkilemektedir. İşletmeler, hammadde ve diğer ihtiyaçlar için ödedikleri

<sup>41</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s. 128

<sup>42</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s. 74-75

<sup>43</sup> Pagheh, a.g.e., s.34

fiyatlar veya işgücü için ödedikleri ücretler üzerinde kapsamlı bir kontrol sahibi olmasalar da, materyallerin ve iş gücünün etkin ve yeterli kullanımı üzerinde büyük kontrolleri vardır. Şekil-3'de görüldüğü gibi işletme sermayesinin oluşturulmasında gerekli öğelerin verimli ve dengeli olarak planlanması gerekmektedir. Bu bağlamda, işletmelerin mevcut kapasitelerinin verimli kullanımı, üretimi ve kazanımı artıracığı için işletme sermayesi ihtiyacını azaltacaktır.<sup>44</sup>



Şekil - 3 İşletme Sermayesinin Oluşumu<sup>45</sup>

### 1.5.2. İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler

İşletme sermayesi ihtiyacını sektördeki fiyat değişimleri, yatırım teşvikleri, dönemsel farklılıklar gösteren vergi uygulamaları, üretim ve pazarlamadaki teknolojik gelişmeler etkilemektedir.

#### 1.5.2.1 Fiyat Seviyesindeki Değişmeler, Konjunktürdeki Değişmeler ve Dönemsel Dalgalanmalar

Enflasyon dönemlerinde sürekli yükselen fiyatlar, firmaların işletme sermayesini güçleştirmekte ve firmalarda sıklıkla, yeni sermaye ve kredi ihtiyaçları yaratmaktadır. Enflasyonun işletme sermayesini artırmasını nedenleri şöyle sıralanabilir.

- Enflasyon dönemlerinde günlük faaliyetlerini yerine getirmek ve zamanında ödeme yapmak için ihtiyaç duydukları nakit miktarı artmaktadır. Diğer bir deyişle, enflasyon firmaların sahip olduğu muamele saiki para miktarını arttırmaktadır.

<sup>44</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s. 128 - 129

<sup>45</sup> Net İşletme Sermayesinin Oluşumu, [https://www.linkedin.com/pulse/i%C5%9Fletme-sermayesi-y%C3%B6netimi-b%C3%BClent-fidan\(Erişim tarihi:18.02.2019\)](https://www.linkedin.com/pulse/i%C5%9Fletme-sermayesi-y%C3%B6netimi-b%C3%BClent-fidan(Erişim tarihi:18.02.2019))

- İşletmelerdeki artan, gerçekte artmasa dahi enflasyona bağlı olarak artmış gözükten satışları, farklı bir ifadeyle ticari faaliyetlerinden dolayı oluşan alacaklarını genişletmektedir.
- Kapsamlı bir ifade ile, para cinsinden ifade edilen hisse senedi miktarı artmaktadır. Ayrıca, stokların parasal değeri sadece enflasyon dönemlerinde artmamakta, reel olarak stok birikimi sık sık firmalarda gözlenmektedir. Enflasyon, şirketlerdeki emniyet stoku ihtiyacını arttırmaktadır.<sup>46</sup> Hammaddeye belirli bir fiyat üzerinden ihtiyaç duyulduğunda, arz olasılığının zayıf olması, hammadde eksikliği nedeniyle geleceğin belirsizliği, hammadde eksikliğinden kaynaklanan zararların artması, tedarikçi firmaların uzun vadeli mal teslimatına uyum titizliğinin azalması, firmaların enflasyon dönemlerinde daha fazla güvenlik stoğu tutması yönünde baskı yapmaktadır. Konjonktür hareketleri ve mevsimsel dalgalanmalar, hisse senetleri, satışlar, tahsilatlar, kredi koşulları vb. durumlara bağlı olarak gereken işletme sermayesini de değiştirecektir. Bu ihtiyaç işin hacmine bağlı olarak az ya da çok olacaktır. Öte yandan, bazı işletmeler diğerlerinden daha fazla mevsimsel dalgalanmalara veya konjonktür hareketlerine maruz kaldıklarından, bu işletmelerin işletme sermayesi gereksinimi bir dönemden diğerine farklılık göstermektedir. Döngüsel hareketlere ve mevsimsel dalgalanmalara tabi işletmelerin işletme sermayesi ihtiyaçları daha yüksektir.<sup>47</sup>

### 1.5.2.2. Yatırım Teşvik Tedbirleri

Türkiye'de yatırımcılara verilen teşvikler genellikle yatırım maliyetini düşürmek veya yatırımın karlılığını arttırmak için sağlanmaktadır.<sup>48</sup> Bu teşvikler aşağıdaki başlıklar şeklindedir;

Yatırım döneminde uygulanan teşvikler;

- Gümrük muafiyeti,
- Kaynak kullanımı destek primi,
- Teşvik primi,
- Vergileri çekme ve harç istisnası,
- Katma değer vergisinin askıya alınması,
- Bina ve inşaat harcırahı istisnası,
- Düşük faiz oranında dış ve iç yatırım kredisi,

<sup>46</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s. 100

<sup>47</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s.125-126

<sup>48</sup> A. Rıza Aşıkoğlu, "Türkiye'de Yatırım Teşvik Tedbirleri", Anadolu Üniversitesi Yayını, No. 278, Eskişehir, 1988, s.57-132

- Döviz tahsisi,
- Finansal kiralama ile teşviklerden yararlanmadır.

İşletme süresince uygulanan teşvikler;

- Yatırım indirimi,
- Finans fonunun ayrılması,
- Yatırım malı imalatçı teşvik kredisi,
- Düşük faizli işletme sermayesi kredileri arzı,
- ihracatla ilgili teşviklerden yararlanmadır.

Hem yatırım hem de işletme döneminde uygulanan teşvikler;

- Konut inşaatı ve kalkınmada öncelikli bölgelerde yapılacak yatırım vergileri resim ve harç istisnaları ve muafiyetleri,
- Rihtim resmi muafiyeti,
- Kalkınmada özel önem taşıyan sektörler ve öncelikli bölgeler

### **1.5.2.3. Vergi Uygulamaları**

Vergiler, işletmelerin net gelirinden düşülecek ilk giderler olarak işletmelerin finansal politikalarının belirlenmesinde büyük öneme sahiptir. Çalışanların ücretlerinden elde edilen gelir ve sosyal güvenlik vergisi işverenin sorumluluğundadır. Çalışanların işten ayrılması durumunda ödenecek olan kıdem tazminatı her yıl karşılıktan kesilerek çalışanlar adına bir alacak olarak ödenene kadar kullanılmaktadır. Ayrıca, bazı vergilerin kesilmesi ve düzenlenmesi konusunda şirkete sorumluluklar da verilmektedir. Katma Değer Vergisi bu niteliklerden biridir. Fatura tutarına dahil edilen Katma Değer Vergisi faturanız ile peşin ödemelerden tahsil edilir ve vergi bir süre sonra ilgili kuruma ödenir.

Belirtilen kesintilerin indirilmesi ile ilgili kuruma ödeme arasında bir süre vardır. Firmalar yatırımlara kadar parayı kullanabilirler. Bu tür kaynakları kullanmanın hiçbir maliyeti bulunmamaktadır. İşletme sermayesi ihtiyacı, ödeme zamanı geldiğinde nakit ihtiyacı duyulacağından artacaktır. Vergi uygulamaları teşvik edici ve sınırlayıcı olabilmekte ve kurumsal yönetimi teşvik etmek için kurumlar vergisi oranı indirgenerek vergi yükümlülükleri azaltılmaktadır. Halka arz ve sermaye piyasası gelişiminin desteklenmesi konusunda da benzer düzenlemeler vardır. Sahip olunan gayrimenkullerin satışından elde edilecek kârın, sermaye olarak kullanılması ve şirket dışına çıkarılmaması koşuluyla firmalar vergiden muaf tutulmaktadır. Bu ve benzeri uygulamalar işletme sermayesi ihtiyaçlarını ve şirketlerin finansmanını etkileyen faktörlerdir. Vergi düzenlemeleri ile yeni vergilerin getirilmesi, var olanların oranlarının

farklılaştırılması ve ödeme sürelerinin değiştirilmesi gibi uygulamalar ödenecek vergi miktarını ve dolayısıyla işletme sermayesi düzeyini etkilemektedir.<sup>49</sup>

#### **1.5.2.4. Teknolojik Gelişmeler**

Yeni ve ileri teknolojilerin kullanılması maliyetleri düşürürken, karlılığı artırmakta, kaliteli ürün üretimi ile satışlar kolaylaşarak, sonuçta daha az işletme sermayesiyle çalışılmasını sağlamaktadır. Çalışma sermayesini azaltmanın teknolojik avantajı ile ilgili olarak vurgulanması gereken bir diğer husus, teknolojinin maliyetidir. İşletme sermayesinde azaltıcı etkisi olabilecek teknolojiyi elde etmek için yeni yatırımların yapılması veya kiralanması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin girişimleri ileri teknoloji üretme fırsatına sahip olmasa da, teknolojinin milliyetinin olmamasından dolayı ileri teknoloji transferinin avantajı kullanabilmektedir.<sup>50</sup>

İşletme sermayesinin, işletmenin toplam aktifleri içindeki nispi önemini belirleyen en önemli faktör, belli bir sektördeki teknolojik gelişmelerdir ve teknolojiye herhangi bir değişiklik, işletme sermayesi gereksinimini etkilemektedir. Örneğin, yeni bir süreç daha düşük kalitede hammadde kullanımına yol açabilir ve bunun sonucunda hammadde stoklarına bağlı fon miktarı azalmaktadır.<sup>51</sup>

### **1.6. İŞLETME SERMAYESİNİN YETERLİLİĞİNİN ANALİZİ**

Çeşitli değişkenler işletme sermayesi ihtiyaçlarını etkilemekte olup kesin miktarını hesaplamayı zorlaştırmaktadır. İşletme sermayesi gereksinimi doğru ve kesin bir şekilde hesaplanmış olsa bile, işletme sermayesinin niteliği ve işletme sermayesini etkileyen faktörlerdeki değişiklikler nedeniyle işletme sermayesi seviyesi zamanla artar veya azalır. Başlangıçta, yeterli olan işletme sermayesi miktarı sonraları yetersiz olabilmektedir.

#### **1.6.1. İşletme Sermayesinin Yeterli Olması Durumu**

İşletme sermayesi, firmanın faaliyetlerini en ekonomik şekilde herhangi bir finansal zorlukla karşılaşmadan yürütebilmesi ve finansal bir felaket riski olmadan acil ihtiyaç ve kayıplarını karşılayabilmesi için yeterli olmalıdır.<sup>52</sup>

Yeterli işletme sermayesi, işletmeye aşağıdaki avantajları sağlar:<sup>53</sup>

- İşletmeyi dönen varlıklardaki ani düşüşün olumsuz etkisinden korur,
- İşletmenin borçlarını zamanında ödemesini sağlar,

<sup>49</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s. 96-98

<sup>50</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s. 102

<sup>51</sup> Usta Öcal, "Yatırım Projeleri ve Değerlendirilmesi", Birleşik Matbaacılık Ltd. Şti., İzmir, 2003, s.97

<sup>52</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s.197

<sup>53</sup> Coşkun, a.g.e., s.116

- İşletmenin kredibilitesini artırır,
- İstisnai durumlarda, işletmenin finansal zorluklara düşmesini önler.
- İşletmenin tam kapasite ile çalışmasına izin verir,
- Alıcılara tanınan süreleri uzatarak alıcılara rekabet üzerinde avantaj sağlayarak, artan satışlara ve dolayısıyla karlılığa katkıda bulunur,
- Karın hissedarlara dağıtımını kolaylaştıran temettüler politikalarına yardımcı olur.
- Müşteri ihtiyaçlarının tam olarak karşılanabilmesi için yeterli düzeyde stok bulundurulmasına olanak sağlar,
- Yeterli işletme sermayesinin likiditesini dengeleyerek, riski uygun seviyelere getirip, karlılığın olabildiğince artırılmasını sağlar, diğer bir ifadeyle likidite, karlılık ve risk üçgeninin dengelenmesini sağlamaktadır.

### **1.6.2. İşletme Sermayesinin Yetersiz Olması Durumu**

İşletme sermayesinin yetersizliği, genellikle finansal sıkıntı ve iflasın nedeni olarak bilinir. İşletme sermayesi; işletmenin kuruluşunda yada sonradan yetersiz bir seviye düşebilir. İşletmelerdeki yetersizlik, varlıkların istenen düzeyde olmamasından kaynaklansa da, yetersiz seviye olağanüstü durumların bir sonucu veya zayıf finansal yönetimden kaynaklanabilir. İşletme sermayesinin yeterli seviyenin altına düşmesinin sebepleri ve belirtileri şöyle sıralanabilir:<sup>54</sup>

#### **1.6.2.1. Faiz ve kâr payı ödemeleri**

Faiz ve temettü ödemeleri, mevcut borçları azaltmadan işletme sermayesini azaltmaktadır. Bu arada, iflas ilanını engellemesine rağmen kâr payı ödemesi yapmanın işletmeler için yanlış olduğunu belirtmek gerekir. Bununla birlikte, temettü ödemeleri işletmenin prestijini artırma ve yeni hisse senetleri ve tahvil ihraç etme fikrinden kaynaklanıyorsa, makul olarak kabul edilebilir. Öte yandan, bazı şirketler her yıl aynı kârı dağıtmak için yüksek kârları olduğu yıllarda elde ettikleri kârları dağıtarak prestijlerini korumaktadırlar.

#### **1.6.2.2. İşletme zararları**

İşletme kayıpları, yönetimin yetersizliği ve bilgisizliğinden kaynaklanacağı gibi işletme zararlarına rağmen ticari faaliyetlerini sürdürerek daha kârlı faaliyetlerin hazırlanmasından da kaynaklanabilir. Benzer şekilde, olağandışı yenilemeler ve onarımlar da işletmelere zarar verebilir.

<sup>54</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s.103-105

Öte yandan, sabit kıymet değer düşüklüğünün kârdan yüksek olması nedeniyle oluşan kayıpların, işletme sermayesini düşürmediğini ve aktifleri azaltmadığını bilmek gerekmektedir.

#### **1.6.2.3. Olağanüstü zararlar**

Piyasa fiyatlarındaki ani düşüş sonucu hisse senedi fiyatlarındaki düşüş gibi nedenlerle ileri gelmektedir.

#### **1.6.2.4. Maddi duran varlıklara ilâveler**

Özellikle işletmelerde yüksek işletme geliri olması durumunda, maddi duran varlık alımına gidilmektedir. Bununla birlikte, nakit koşullarında ve kredi olanaklarının kısıtlı olduğu durumlarda, işletme sermayesi miktarının tehlikeli bir seviyeye gelmesi gibi zorluklara yol açabilir. Aslında, bu alımlarla gücü elinde olan işletmelerin, iflasa düşmemesi için bu maddi varlıkları düşük fiyatlara satması gerekebilir.

#### **1.6.2.5. Satılabilir senetlerin veya stokların azaltılması**

Yönetimin yanlış politikasının bir sonucu olarak, satılabilir menkul kıymetler veya stoklar düşük fiyatlarla satılarak işletme sermayesi azlığına neden olabilir. Bu mevcut varlıkların kayıtlı değerlerinden daha az nakit girişi almasını sağlayacaktır.

#### **1.6.2.6. Faaliyetlerin genişletilmesi**

İş hacmindeki artış, mal stokunun ve müşterilere verilen kredi limitinin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, işletme sermayesi gereksinimi bankalardan ve bayilerden alınan krediler tarafından karşılandığından, işletme alacaklıları işletme sermayesinin mevcut borçlara kıyasla düşük olduğunu anladıklarından işletme sermayesi yetersiz kalmaktadır.

Aşağıda işletme sermayesinin yeterli seviyeden düşük olduğuna dair göstergeler bulunmaktadır:

- Mevcut yükümlülüklerin, mevcut varlıklara eşit veya mevcut varlıkların üzerinde olması
- Vadesi gelen borçların ödenmesinde zorluk çekilmesi
- Stokların üretim ihtiyaç ve taleplerini karşılayamaması
- Stoklar dışındaki üretim ihtiyaçlarının zamanında ve uygun koşullarla sağlamaması
- Müşterilere verilen kredi limitinin düşürülmesi
- Talepteki artışa paralel olarak iş hacmini arttırmada zorluk çekilmesi
- İşletmenin piyasa koşullarındaki değişime ayak uyduramaması

### 1.6.3. İşletme Sermayesinin Gereğinden Fazla Olması Durumu

Aşırı işletme sermayesi işletmelerin rahatça çalışmasına izin verirken beraberinde bazı problemlerde getirmektedir. İşletme sermayesi fazlası aktif olmayan varlıklar olup en azından şirketin karlılığını azaltan bir etkiye sahiptir. İşletme sermayesi unsurları işletme çalışmaları için gereken seviyeden yüksekse veya kısa vadeli borçlar gerekenden düşük ise, işletme sermayesi fazlalığı daha yüksek olmaktadır. İstenilen seviyenin üzerinde işletme sermayesi likiditeyi artırırken, riski ve buna bağlı olarak kârlılığı düşürmektedir. Normal işletme sermayesinden daha fazlasına sahip olmanın bazı belirtileri ve nedenleri şunlardır:<sup>55</sup>

- Cari aktif unsurlarının gerekenden fazla olması,
- Kısa vadeli borç eksikliği veya çok düşük olması, stokların İstenilen miktarın üstünde olması
- Müşterilere verilen kredilerin artması, özellikle vadelerinin uzatılması,
- İşletmede nakde dönüşebilen varlıkların (menkul kıymet türü araçlara) yatırımının artmasıdır.

İşletme sermayesinin yeterli seviyenin üzerinde olmasına neden olan faktörler, işletmenin işletme sermayesinin üzerinde bir sermaye ile çalışmaya başlamış olması veya faaliyetler sırasında sağlanan fonları kullanarak işletme sermayesini arttırmasıdır. İşletme sermayesinin gereğinden fazla olmasının nedenlerinden bazıları aşağıda sıralanmıştır.

- Tahvil ve hisse senetlerinin gereğinden fazla ihraç edilerek, ihtiyaçtan daha fazla fon sağlanması,
- Cari olmayan maddi sabit kıymet gibi aktif niteliğindeki unsurların amortismanlarını tamamlayarak fon girişi oluşturması veya satılmasına rağmen yenilerinin alınmaması,
- İşletme faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan kârların ihtiyaç olmasa dahi firmada gereksiz fonlar olarak tutulması veya bu tür fonlarla borçların ödenilerek azaltılması işletme sermayesini arttırmaktadır.
- Fazla işletme sermayesi olan işletmeler, aynı orandaki faaliyetini daha fazla varlıkla gerçekleştirdiğinden dolayı maliyet artışına sebebiyet vererek kârlılığı azalacaktır.

<sup>55</sup> Aksoy ve Yalçiner, a.g.e., 2013, s.195-196



## 1.7. ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACININ/YETERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİ

İşletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında çeşitli yöntemlerin kullanılmasıyla beraber, analiz edilecek olanlar; Rasyo Yöntemi, Çalışma Devri Katsayısı Yöntemi ve Günlük Masraf Tutarı, Schmollenbach Eşitliği Yöntemi olacaktır.

### 1.7.1. Rasyo Yöntemi İle Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

Rasyo yöntemi, hesaplar ve hesap grupları arasındaki matematiksel ilişkileri karşılaştırarak işletme sermayesi ihtiyacını hesaplar. Özellikle, yeni kurulan işletmelerin finansman ihtiyaçlarını belirlemek için finansal planlama aracı olarak kullanılmaktadır.<sup>56</sup> Oranların yorumlanmasında sektör / sanayi oranları ve benzer şirket ortalamaları ve şirketin geçmiş verileri kullanılmaktadır.<sup>57</sup>

#### 1.7.1.1. Faaliyet oranları

Faaliyet oranları, faaliyetlerde kullanılan varlıkların verimliliğini ölçmek için, başka bir deyişle; faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde kullanılan varlıkların etkin kullanımının bir göstergesidir.<sup>58</sup> Bu oranlara ayrıca çalışma oranları veya verimlilik oranları denilmektedir.<sup>59</sup> Çalışma sermayesi yönetiminde likidite ve karlılık arasındaki en yaygın kullanılan ilişki olan aktivite oranı olarak da bilinen nakit geri dönüş süresidir. Nakit geri dönüş süresi, borç tahsil süresi ve stokta kalma tahsil süresinin toplamından, borç ödeme süresi düşülerek hesaplanır.<sup>60</sup>

#### 1.7.1.2. Alacakların ortalama tahsil süresi

İşletmelerin müşterilerden alacaklarının tahsil edilebilirliğini yani; işletmelerin alacaklarını kaç gün içinde aldığını bir göstergesidir.<sup>61</sup> Bu oranı belirlemek için, alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini gösteren Alacak Devir Hızı' nın belirlenmesi gerekmektedir.<sup>62</sup>

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}} \quad (1)$$

<sup>56</sup> Ali Bayrakdaroğlu, "İşletme Sermayesi Yönetimi Ders Notları" Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Güz 2013, [http://akademik.mu.edu.tr/icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS\\_NOTU\\_%C4%B0%C5%9Fletme\\_Sermayesi\\_Y%C3%B6netimi.pdf](http://akademik.mu.edu.tr/icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS_NOTU_%C4%B0%C5%9Fletme_Sermayesi_Y%C3%B6netimi.pdf) (Erişim tarihi: 25.02.2019)

<sup>57</sup> Hakan Özerol, "Finansçı Olmayanlar İçin Finans", Elma Yayınevi, 11. Basım, (İş ve Yönetim Serisi:13), Ankara, 2012, s.66.

<sup>58</sup> Özerol, a.g.e., s.72.

<sup>59</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.53.

<sup>60</sup> Gözde Çerçi vd., "Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletmelerin Karlılıkları Üzerine Etkisinin Araştırılması", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 2013, Cilt: 50, Sayı: 581, s.43

<sup>61</sup> Özerol, a.g.e., s.73.

<sup>62</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.53.

Yıllık kredi satışları ile, alacak devir hızı belirlenemez ise, toplam yıllık satışlar kullanılabilir.

Ortalama ticari alacaklar, toplam alacakların, sayısına bölünmesi ile de hesaplanır. Bu şekilde belirlenemez ise, dönemin başlangıç ve bitişi toplamı ikiye bölünerek bulunabilir.<sup>63</sup>

Alacakların ortalama tahsil süresi ise, 365/ alacak devir hızı şeklinde hesaplanır.

$$\text{Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{365}{\text{Alacak Devir Hızı}} \quad (2)$$

Alacak devir hızı bir yıl içinde alacaklardan tahsilatın toplam sayısını gösterir. Döngü hızındaki artış, daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlı olduğunu, ancak işletmenin aynı iş hacmi için daha az finansmana gereksinim duymasını sağlamaktadır.<sup>64</sup> Aksi durum, alacakların ortalama tahsil süresini uzatacağından işletme sermayesi gereksinimi artacaktır ve bu nedenle işletme müşterilere daha uzun bir işletme sermayesi tahviline neden olacak, böylece daha fazla finansman gerekli olacaktır.<sup>65</sup>

### 1.7.1.3. Stokların ortalama tüketim süresi /stok tutma süresi

Nakit dönüştürme süresi analizinin ikinci bileşeni, stok devir hızından hesaplanan stokların ortalama tüketim süresi veya stok tutma süresidir. Stok devir hızı, bir işletmede stokların ne kadar hızlı veya kaç kere tüketildiğinin / satıldığının cevabıdır.<sup>66</sup>

Stok devir hızı aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}} \quad (3)$$

Ortalama stok rakamı, stok toplamı ile dönem sonu stok rakamlarını ikiye bölerek hesaplanırken, stok sayısının dalgalanması durumunda her ayın sonunda hesap dönemindeki stok rakamlarının basit aritmetik ortalaması alınarak hesaplanabilir.<sup>67</sup>

<sup>63</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s.85.

<sup>64</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.54.

<sup>65</sup> Özerol, a.g.e., s.74.

<sup>66</sup> Öztin Akgüç, "Finansal Yönetim", Avcıol Basım-Yayın, 9.Baskı, İstanbul, 2012, s.49

<sup>67</sup> Akgüç, a.g.e., 2012, s.49

Uygulamada, stok devir hızı bazen net satış gelirinin ortalama stoğa bölünmesi ile belirlenmektedir. Ancak, satış bedeli sağlıklı bir şekilde yapılamazsa bu durum geçerli olmaktadır.<sup>68</sup>

Buradan hareketle; stok tutma süresi, 365/ stok devir hızı şeklinde tanımlanır.

$$\text{Stok Tutma Süresi} = \frac{365}{\text{Stok Devir Hızı}} \quad (4)$$

Kısaltılmış stok tutma süresi etkin bir stok kontrol politikası ile takip edilerek, daha fazla satış yaparak ve etkin bir alacak politikası ile koordineli bir stok politikası uygulanır ise işletme sermayesi ihtiyacını azalttığı söylenebilir. Stok tutma süresini azaltan firmalar stok finansmanı için daha az kaynağa ihtiyaç duyacağından, maliyetleri düşecek ve karlılıkları artacaktır.<sup>69</sup>

#### 1.7.1.4. Ticari borç ortalama ödeme süresi

Bir yıl içinde ticari işlemlerden kaynaklanan kredi alımlarının ödeme süresini ifade eder. Bu süreyi hesaplamak için ticari borç devir hızını belirlemek gerekmektedir. Borç devir hızı, satılan malın maliyetinin ortalama borcun oranına göre belirlenir.<sup>70</sup> Söz konusu borçların ortalaması, dönem başı ve dönem sonu değerlerin toplamının ikiye bölünmesi ile bulunan ortalama değerdir.<sup>71</sup>

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari borçlar}} \quad (5)$$

Devir hızından hareketle ticari borç ortalama ödeme süresi, 365/ ticari borç devir hızı şeklinde belirlenir:

$$\text{Ticari Borç Ortalama Ödeme Süresi} = \frac{365}{\text{Ticari Borçlar Devir Hızı}} \quad (6)$$

Ticari borç cirosundaki yavaşlama işletmenin, işletme sermayesi ihtiyacını azaltmasının yanı sıra işletme sermayesi finansmanının ticari borç yoluyla finanse edildiğini de göstermektedir. Bu durum işletmeler için olumlu bir ayrışmaya neden olmaktadır.<sup>72</sup>

<sup>68</sup> Akgüç, a.g.e., 2012, s.50

<sup>69</sup> Şakir Sakarya, "Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: İMKB'deki Kobilere Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:13, sayı:2, Isparta, 2008, s.236

<sup>70</sup> Niyazi Berk, "Finansal Yönetim", Türkmen Kitabevi, 11.baskı, İstanbul, 2015, s.407

<sup>71</sup> Özerol, a.g.e., s.76

<sup>72</sup> Özerol, a.g.e., s.76.

### 1.7.1.5. Likidite Oranları

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ve ödeme gücünü ölçmek ve işletme sermayesinin yeterliliğini belirlemek için kullanılmaktadır. Bir işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmek için kullanabileceği değerler, o işletmenin mevcut dönen varlıklarıdır.<sup>73</sup>

Bir işletmenin yüksek likidite oranları, kısa vadeli borçların ödenmesinde bir sorun olmayacağını göstermektedir. İşletmelerin karşılaştığı sorunların çoğu, büyük likidite kaynak sıkıntısı yetersizliğinde oluşmaktadır.<sup>74</sup>

Bu nedenle işletmelerin likidite durumunun değerlendirilmesi, yönetim ve mal sahipleri için olduğu kadar kredi verenler ve yatırım yapan hissedarlar için de önem taşımaktadır.

Likidite oranlarını üç bölümde inceleyebiliriz:

#### 1.7.1.5.1. Cari Oran

Yukarıda bahsedildiği gibi, cari oranı hesaplamanın amacı, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını belirlemektir.<sup>75</sup> Cari oran; bir yıl içinde ödenecek borçların her bir lirasına karşı, para biriminin bugünkü lira değeridir.<sup>76</sup> Bu oran, dönen varlıkların toplamının kısa vadeli borçların toplamına bölünmesiyle bulunur. İşletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme yeterliliğinin oranı aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir:<sup>77</sup>

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

Genel olarak cari oran 2 olarak kabul edilirken, bu oran sektörel düzeyde değişmektedir. Nitekim, teşebbüsün cari oranını aynı gruptaki teşebbüslerin genel ortalaması ile, yani sektör ortalaması ile karşılaştırmak uygundur olacaktır.<sup>78</sup> Üretim işletmeleri için kabul edilen değer 2'dir. Bazı durumlarda, 2'nin üzerindeki oranın yetersiz olduğu kabul edilirken, bazı durumlar 2'nin altında olmasının yeterli olduğunu göstermektedir. Özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde, uzun vadeli borçlanma zorlukları, sermaye piyasasında sınırlı sermaye temini, öz sermaye eksikliğinden kaynaklanan sürekli yüksek enflasyon maliyetleri sebebiyle oranın 1,5 düzeyinde olması yeterli kabul edilmektedir.<sup>79</sup>

<sup>73</sup> Özerol, a.g.e., s.67.

<sup>74</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.112.

<sup>75</sup> Akgüç, a.g.e., 2012, s.24.

<sup>76</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s.78.

<sup>77</sup> Çerçi vd., a.g.e., s.43

<sup>78</sup> Erdoğan, a.g.e., 2009, s.79.

<sup>79</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.49.

### 1.7.1.5.2. Likidite (Asit-Test Oranı)

Şirketin emtia hisse senetlerinin ve satış fırsatlarının kısıtlanması veya azaltılması durumunda kısa vadeli borçları ve tahsil edilecek alacak ve nakit değerlerini ödeme gücünü gösterir.<sup>80</sup> Stokların dönen varlıklardan çıkarılması ile kalan değerlerin kısa vadeli yükümlülüklerle oranı ile belirlenmektedir.<sup>81</sup>

Likidite Oranı = (Dönen Varlıklar-Stoklar)/ Kısa Vadeli Borçlar

(Hazır Değerler + Menkul Değerler + Kısa Vadeli Alacaklar) ifade eder.

Bu oranın, cari orana göre daha hassas bir önlem olduğu düşünülmektedir. Çünkü paraya çevrilmesi zaman alabilecek değerler dikkate alınmadığından, paraya çevrilmesi kolay olan varlıklar değerlendirilmektedir.<sup>82</sup> Bu oranda kabul gören değer 1 olmasına rağmen, ülkemizde işletmeler kısa vadeli kredi imkanlarından yararlandıkları için, 0.8 değeri makul kabul edilmektedir.<sup>83</sup>

### 1.7.1.5.3. Nakit Oranı

Kısa vadeli borçları karşılamak için para seviyesini ve benzer değerleri ölçmektedir.<sup>84</sup>

Nakit pozisyonları işletmelerin kısa vadeli borçlarını; hem stoklarını hem de alacaklarını tahsil etmekte zorlanıyorsa bunların ne kadarını karşılayabileceklerini göstermek açısından önemlidir.<sup>85</sup>

Nakit Oranı: Hazır Değerler + Menkul Değerler/ Kısa Vadeli Borçlar şeklinde ifade edilir.

Stoklara ek olarak, alacakları cari varlıklardan ayıran ve likidite oranından daha kesin olan nakit oranının sektörden sektöre farklılık göstermesine rağmen 0,20 olması yeterli görülmektedir.<sup>86</sup>

### 1.7.2. Çalışma Devri Katsayısına Göre Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

İşletme devresi, üretimde kullanılacak girdilerin alımından üretim aşamasına, oradan satışa ve işletmeye tekrar nakit olarak dönüşünün gerçekleşeceği süreyi

<sup>80</sup> Mali Analiz Dokümanı", Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., 2014, s.23.

<sup>81</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.49.

<sup>82</sup> Akgüç, a.g.e., 2012, s.28.

<sup>83</sup> Özerol, a.g.e., s.69.

<sup>84</sup> Özerol, a.g.e., s.69-70

<sup>85</sup> Aydın vd., a.g.e., 2008, s.49.

<sup>86</sup> Adem Çabuk vd., "Finansal Tablolarda Analizi", T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2996, Saime Önce,(ed.), 2.Baskı, Eskişehir, 2013, s.65.

tanımlar. Bu süreyi hesaplarken, kredi alımlarının vadeleri negatif olarak kabul edilmektedir.<sup>87</sup>

Çalışma devresi katsayısı, işletme faaliyetlerini tamamlamak için gereken zamanın yıllık çalışma zamanına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.<sup>88</sup>

$$\text{Çalışma Devresi Katsayısı} = \frac{\text{Yıllık Çalışma Süresi}}{\text{Çalışma Devresi}} \quad (7)$$

Kesin yıllık gider rakamının tespitinde nakit çıkışı gerektiren (amortisman vb.) giderlerin düşülmesi istenmektedir.<sup>89</sup>

$$\text{Çalışma Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Nakit Çıkışı Gerektiren İşletme Giderleri (Amortismanlar Düşülür)}}{\text{Çalışma Devresi Katsayısı}} \quad (8)$$

Ayrıca şu durumu da belirtmek gerekir ki, faaliyetleri uzun dönemi kapsayan firmaların çalışma devri düşük iken, faaliyetlerini kısa zaman zarfında tamamlayan firmalarda ise yüksektir.<sup>90</sup>

### 1.7.3. Günlük Masraf Tutarı Yöntemine Göre Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

Günlük maliyet tutarı yöntemi, işletme katsayısına (faaliyet) dayalı değerlendirme eksikliğinden dolayı telafi edici bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Bu yöntemde işletme sermayesi, üretim sırasında maliyet / varlık unsurlarının birleştirilme aşamalarına göre hesaplanır. Ek olarak, işletme sermayesi gereksinimi hesaplanırken, tutardan finansman gereksinimi yaratmayan kar ve amortisman düşülerek belirlenmektedir.<sup>91</sup>

### 1.7.4. Schmallenbach Eşitliği Göre Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

İşletme sermayesi hesaplama yöntemlerinden biri olan Schmallenbach eşitliği aşağıdaki biçimde ifade edilmektedir.<sup>92</sup>

$$S_i = S + [1 - (K_k / 100)]X[Cx(V_2/12) - (V_1/12)] + [GGx(V_2/12)] \quad (9)$$

<sup>87</sup> M. Kemalettin Çonkar, Şuayip Özdemir, "Kobi Girişimcileri İçin Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi", İTO Yayınları, Kobilere Yönelik Yayınlar, Yayın No:2009-27, İstanbul, 2009, s.125

<sup>88</sup> Bayrakdaroğlu, a.g.e., s.34.

<sup>89</sup> Çonkar, Özdemir, a.g.e., s.125.

<sup>90</sup> Bayrakdaroğlu, a.g.e., s.34.

<sup>91</sup> Süleyman Özdemir vd., "İşsizlik Sorununun Çözümünde KOBİ'lerin Desteklenmesi", İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2006-45, İstanbul, 2006, s.126

<sup>92</sup> Erkan Poyraz, "Finansal Yönetim", 2. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2015, s.256

Burada;

$S_i$  = İşletme sermayesi tutarı

$S$  = Ortalama stok tutarı

$C$  = Yıllık satış tutarı

$GG$  = Genel giderlerin yıllık tutarı

$V_1$  = Tedarikçi tarafından tanınan kredi süresi

$V_2$  = Müşteriye tanınan kredi süresidir.

## 1.8. İŞLETME SERMAYESİNİN UNSURLARI

İşletme sermayesi unsurları kısa vadeli. İşletme sermayesi unsurlarının hareketliliği yüksek ve unsurlar içsel olarak birbirleriyle ilgilidir.

İşletme sermayesini, varlık ve kaynak unsurları olarak iki kısımda incelemek mümkündür. Bilançolarda cari varlıklar, dönen varlıklar vb. gibi farklı isimler altında toplanan bu unsurlar; nakit, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklardan meydana gelerek, işletme sermayesini oluşturmaktadır.<sup>93</sup> Cari varlıklar adı verilen işletme sermayesi varlıkları, diğer işletmelerde olduğu gibi üretim işletmelerinde de nakit ve benzerleri, menkul kıymetler, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar ve diğer cari varlıklardan oluşmaktadır. Aşağıdaki ölçütlerden herhangi birine uyan bir varlık dönen varlık olarak sınıflandırılır.

İşletme normal çalışma süresi içinde nakde çevrilmesi, planlanması veya tüketilmesi beklenen varlıklar

- Ticari maksatla elde tutulan varlıklar;
- Bilanço tarihinden itibaren 12 ay içinde para dönüştürülmesi beklenen varlıklar
- Nakit ya da nakit benzeri varlıklar

### 1.8.1. İş ve Varlık Unsurları

İşletme sermayesinin iş ve varlık unsurları aşağıdaki öğelerden oluşmaktadır.

#### 1.8.1.1. Hazır Değerler

Bu grup, nakit olarak veya bir bankada mevcut olan varlıkları (menkul kıymetler hariç) ve herhangi bir zamanda değer kaybı olmadan elden çıkarmaya hazır olan varlıkları içermektedir. Bunlar aşağıdaki hesaplardan oluşmaktadır.<sup>94</sup>

<sup>93</sup> Özdemir, a.g.e., s.163

<sup>94</sup> Muhasebenin Temel Kavramları ve Tek Düzen Hesap Planı, 1-13 No.lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, TÜRMOB Yayınları-234, 2005, s.126

|                |   |
|----------------|---|
| HAZIR DEĞERLER | <ul style="list-style-type: none"><li>-Kasa</li><li>-Alınan Çekler</li><li>-Bankalar</li><li>-Verilen Çekler</li><li>-Ödeme Emirleri(-)</li><li>-Diğer Hazır Değerler</li></ul> |
|----------------|---|

Kasa ve Banka; Kasa, işletmenin elindeki ulusal ve yabancı para biriminin TL. olarak karşılığını izlemek için kullanılır. Banka, işletme tarafından yerli ve yabancı bankalara ve benzeri finansal kuruluşlardan çekilen ve yatırılan fonların izlenmesini kapsamaktadır.<sup>95</sup> Hazır değerler, değerlerini kaybetmeden anında nakde çevrilebilecek varlıklardır.

Nakit yönteminin, özellikle finans işletmelerinde işletme yönetimi ile arasında önemli ölçüde benzerlik görülmektedir. Nakit seviyesinin yeterli olması, bir yandan yatırım fırsatlarını ve alternatiflerini değerlendirmek, diğer yandan da işletmenin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesinde önemli katkı sağlamaktadır. İşletmelerdeki nakit, işletmenin yerli ve yabancı banka hesaplarındaki fonlarını ifade etmektedir. İşletmeler günlük faaliyetlerini gerçekleştirmek, beklenmeyen durumlara hazırlanmak, ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirmek maksadıyla nakit para bulundurmaktadır. Ancak, üretim işletmeleri fazla nakit maliyetinden korunmak, diğer yandan nakit yetersizliğinden dolayı nakit kıtlığı yaşamamak için optimal miktarda bir nakit belirlemeleri gerekmektedir. Bu sebepten ötürü, imalat işletmelerinde nakit yönetimi büyük önem arz etmektedir.

Menkul Değerler (Hisse Senetleri ve Tahviller); Bu grup, faiz geliri veya kar payı almaya veya fiyat değişikliklerinden yararlanarak geçici bir kar elde etmeye yetkilidir. Hisse senetleri, tahviller, hazine bonusu, finansman bonusu, yatırım fonu katılım belgesi, kar zarar ortaklığı belgesi ve menkul kıymetlerin izlenmesinde kullanılan gelir payı ve değer düşüklüğü karşılıklarının izlenmesi maksadı ile kullanılmaktadır. Menkul kıymetlerin iki ana özelliği vardır: Birincisi, her an alım satım imkanı ikincisi, değerlerde bir zarar ya da azalma olmamasıdır.<sup>96</sup>

<sup>95</sup> Muhasebenin Temel Kavramları ve Tek Düzen Hesap Planı, 1-13 No.lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, TÜRMOB yayınları-234, 2005, s.127

<sup>96</sup> Osman Okka, İşletme Finansmanı, Nobel Yayınları, Ankara, 2010, s.88



Menkul kıymetlerin her an paraya çevrilmeye hazır tutulmasının sebepleri, fazla parayı, boŖta kalma durumundan oluŖan maliyetten korumak ve faiz gelirinden yararlanmaktır. Bu nedenle, fazla nakit, menkul kıymetler aracılığıyla değerlendirilip, gereken fon, nakde çevrilerek karŖılanmaktadır. Ancak, yapılan araŖtırmalara göre üretim iŖletmeleri menkul kıymetlere fazla yatırım yapmamaktadır.

### 1.8.1.2. Ticari Alacaklar

Bir yıl içerisinde nakde çevrilmesi öngörülen ve iŖle olan iliŖkisinden doğan, senetli ve senetsiz alacaklar hesap grubunda gösterilmektedir. nc Ŗahıslarla olan ticari iliŖkilerden oluŖan alacaklara ticari alacaklar denilmektedir.<sup>97</sup> Ticari alacaklar, bir malın teslimi, hizmet veya borç gibi nedenlerle ortaya çıkmaktadır.<sup>98</sup> Diğer bir ifade ile, ticari alacaklar, bir Ŗirketin mal ve hizmet satıŖı sebebiyle mŖterilerine açtığı kredi miktarını temsil etmektedir. Ticari alacakların likiditesi, nakit ve menkul kıymetlere göre daha dŖktr. Alacak tahsilatlarının devir hızı sıklığı, etkin bir alacak yönetimi olduğunu göstermektedir. Buda, iŖletme sermayesinin verimliliğini sağlamadaki en önemli faktör olarak gösterilmektedir.

Alacaklara yüksek miktarda yatırım yapılması alacak yönetiminin önemini arttırmaktadır. Alacak yönetiminin, iŖletmenin finansman gereksinimine, para giriŖi ve karlılığına önemli ölçüde etkisi bulunmaktadır. Alacak yönetiminde verimlilik sağlayarak, bir iŖletme nakit giriŖlerini hızlandırabilir ve karlılığını artırabilir. Ticari alacaklar, özellikle dŖk talepli dönemlerde mal alımını teŖvik etmekte ve tüketicilerin, ödemeden önce malların miktarı ve kalitesi konusunda ikna edilmelerine ve üreticilerin tüketicilerle uzun vadeli iliŖkilerini güçlendirmelerine yardımcı olmaktadır.<sup>99</sup> İŖletmeler mal ve hizmet satarken, belli bir vade sonrasında mŖterilerin ödeme yapmasını kabul etmekte, mŖterilerde bu ödeme kolaylığı nedeniyle mal ve hizmet alabilmekte, dolayısıyla Ŗirketlerde satıŖlarını artırmaktadır.

Firmaların bir diğer önemli aktif varlığı da kredi satıŖlarından kaynaklanan ticari alacaklardır. Ticari alacaklar iŖletmelerde büyük bir paya sahiptir. Bu nedenle, satıŖ ve karlılık artmakta buna bağlı olarak Ŗirketlerin devir hızı artıŖından dolayı ihtiyaç duydukları iŖletme sermayesi azalmaktadır.

<sup>97</sup>Richard A. Oppedahl, Working Capital Management, South Dakota Business Review, 1990, 49 (2), s.4

<sup>98</sup> Mehmet Erkan Soykan, Alacak ve Kredi Riski Yönetimi: Uygulamalı Bir AraŖtırma, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2008, s.5 (**YayımlanmamıŖ Yüksek Lisans Tezi**)

<sup>99</sup> YaŖar z ve Bener Güngör, alıŖma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı zerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2007,10 (2), s.320

### 1.8.1.3. Diğer Alacaklar

Ticari ilişkiler dışındaki bir nedenle oluşan alacaklara diğer alacaklar denilmektedir. İşletmeler, ticari ilişki dışındaki hissedarlarından, personellerinden veya iştiraklerden alacaklı oldukları zaman diğer alacaklardan bahsedilmektedir.<sup>100</sup> Alacaklar, esas olarak ana şirket ile bağlı ortaklık arasındaki transferin yanı sıra açık hesap, konsinye sevkiyatları ve bağlı ortaklık arasındaki ürün ve hizmetlerin sevkiyatından kaynaklanmaktadır. En fazla bir yıl içinde tahsil edilmesi gereken senetli veya senetsiz olmayan alacaklardır. Diğer alacaklar aşağıdaki unsurlardan oluşmaktadır.

- İştiraklerden alacaklar
- Ortaklardan alacaklar
- Bağlı ortaklıklardan alacaklar
- Şüpheli alacaklar
- Personelden alacaklar

Ticari ilişkiler dışında, bir yıl içinde tahsil edilecek olan işletmelerin alacakları, diğer alacaklar olarak ifade edilmektedir.

### 1.8.1.4. Stoklar

Stoklar; satış amacıyla elde tutulan stok kalemleri, mamül ürünler, henüz bitmemiş yarı mamul ürünler veya tamamlanmamış hizmet maliyetleri ve işletmenin henüz ilgili geliri almadığı hizmetin maliyetini ve üretim tesisi ya da hizmet sunumunda ilk madde ve seçenek şeklinde bulunan varlıkları içermektedir.<sup>101</sup> İşletmeler, üretim süreci kesintisiz devam ettikten sonra müşteriye hizmet edebilecek hammaddelere, yarı bitmiş ve bitmiş ürünlere yatırım yapmaktadır. Üretim sürecini kesintisiz bir şekilde gerçekleştirmek ve satış sonrası müşteriye teslimat yapmak için şirketlerin yarı mamül veya mamül stoklarını bulundurmaları gerekmektedir.

Stok grupları aşağıdaki gibidir:

- İlk madde ve malzemeler
- Yarı mamüller
- Mamüller
- Ticari mallar

<sup>100</sup> Ayşen Yetişken, Ticari Alacak Yönetimi Ve Nakit Bütçesine Etkisi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010, s.6 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

<sup>101</sup> Nalan Akdoğan, Kobi Finansal Raporlama Standardına Genel Bakış ve Tam Set IAS/IFRS'lerden Farklılığı, Muhasebe ve Denetime Bakış, 30: 1-26, 2010, s.19

- Diğer stoklar
- Stok değer düşüş karşılığı (-)
- Verilen sipariş avansları

Envanter/Stok yönetimi, üretim sürecinin veya hizmet işlemlerinin ayrılmaz bir parçası olan hammaddelerin, yarı mamül malların ve üretim için gerekli diğer malzemelerin tanımlanması, satın alınması, taşınması, depolanması ve korunması ile ilgili faaliyetlerin planlanması, organizasyonu ve kontrolü olarak tanımlanmaktadır.<sup>102</sup> Özetle, stok yönetimi; bir faaliyet döneminde paraya çevrilecek, faaliyetlerde tüketilen veya değiştirilen malların alımı, stoklanması ve korunması gibi işlemleri içeren yönetimdir.

Genellikle dönen varlıkların çoğunluğu stokları oluşturur. Bu durum stok yönetiminin önemini arttırmaktadır. Stokların paraya çevrilmesi daha uzun bir süre gerektirir. Bu nedenle stok yönetimindeki bir hatayı gidermek zor ve zaman alıcıdır.<sup>103</sup> Stok politikası, maliyetler üzerindeki etkisi ve işletme karlılığı ile yakın ilişkisi nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Şirketler, sahip oldukları stok miktarını azaltmaya çalışırken, stok eksikliğinden de kaçınmaya çalışmaktadır. Bu hedefe ulaşmak için işletmelerin gelecekteki talepler için ürünlerinin miktarını hesaplamaları gerekir. Böylece tedarik, üretim ve satış süresi hesaplanabilmekte, satış tahmini üretimine göre, üretim planına ve tedarik yapılabilmektedir. Çalışma sermayesinin önemli bir unsuru olan stoklar, talebi ve üretim sürecindeki artışı karşılayarak işletmeyi fiyat dalgalanmalarına karşı koruyarak başarısızlığı azaltmaktadır. Etkili bir stok yönetimi sayesinde, işletmeler çok fazla stok bulundurma maliyetinden kaçınarak ve faaliyetlerini aksatmadan optimal stok miktarını belirleyebilmektedir.

#### **1.8.1.5. Diğer Dönen Varlıklar**

Kısa vadede nakde çevrilebilecek değerlerden bazıları diğer dönen varlıklar grubunda izlenir. Bunlar

- İndirilecek KDV
- Devreden KDV
- İş avansları
- Personel avansları

<sup>102</sup> Melahat Yıldırım, Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi (Alacak- Nakit- Stok) Yönetiminin İşletme Karlılığı Üzerine Etkisi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006, s.154 (**Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi**).

<sup>103</sup> Oktay Güvemli, İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul, 1994, s.175

- Peşin ödenen vergi ve fonlar
- Sayım ve tesellüm noksanları
- Diğer çeşit dönen varlıklar
- Diğer dönen varlıklar karşılığı (-)

İşletmelerdeki vergi, avans, aylık, kira gibi önceden ödemesi

yapılan hizmetler bu gruba girmektedir.

### **1.8.2. İşletme Sermayesinin Kaynakları(Kaynak Unsurları)**

İşletme sermayesi ihtiyacı özkaynak ve yabancı kaynak olmak üzere iki kaynaktan sağlanmaktadır. Yabancı kaynaklar, belli bir vadede anapara ve faiz ödemesini gerektirirken, özkaynak yoluyla sağlanan fonların vade tarihi olmamakla birlikte faiz ödemesi de gerektirmemektedir.<sup>104</sup> İşletme sermayesi kaynakları, genellikle günlük işlemler için gereken nakit, hisse senedi ve alacaklar gibi işletme sermayesi varlıklarının finansmanında kullanılmaktadır. Finansman kaynakları kısa ve uzun vadeli kaynaklara ayrılır. İşletme sermayesi kaynakları, kısa vadeli borçlar olup cari pasifler olarak adlandırılmaktadır. Kısa vadeli borç aşağıdaki kriterlerden birine sahip ise kısa vadeli olarak tanımlanmaktadır.<sup>105</sup>

- Normal işletme döneminde ödenmesi beklenen borçlar;
- Ticari maksatla elde tutulan borçlar;
- Bilanço tarihinden sonraki 12 ay içinde ödenmesi beklenen borçlar;

veya

- İşletmenin, ödemeyi bilanço tarihinden en az on iki ay sonra koşulsuz olarak erteleme hakkına sahip olmadığı borçlardır.

İşletmelerin kaynakları; nakit, alacak ve stoklar gibi unsurlardan meydana gelmektedir.

#### **1.8.2.1. Mali Borçlar**

Kredi kuruluşlarına olan kısa vadeli borçları, kısa vadeli para ve sermaye piyasası araçlarının sağladığı kredileri ve bir yıldan kısa vadesiyle uzun vadeli finansal borçların anapara taksitleri ve faiz oranlarını içermektedir. Mali borçların en yaygın

<sup>104</sup> Alper Veli Çam, İşletmelerde Nakit Yönetimi Stratejilerinin Karlılık Üzerine Etkisi: IMKB'YE Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 2006, s.1(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

<sup>105</sup> UMS 1 mali tabloların sunumu, (2007) güncellenmiş.

<http://www.denetimnet.net/Pages/UFRSSunumveA%C3%A7%C4%B1klamaKontrolListesi.aspx> (Erişim tarihi:18.03.2019).

kullanım şeklini banka kredileri oluşturmaktadır. Çıkarılmış tahviller, bono ve senetler de finansal borç olarak kabul edilmektedir. İşletmeler, işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak ve belirli sabit varlıkları, özellikle de stoklarını veya alacaklarını finanse etmek için genel olarak kısa vadeli finansal borçları (kredi kuruluşlarından alınan krediler) kullanmaktadır. Bazı durumlarda, duran varlıkları finanse etmek için de geçici bir süre kullanılmaktadırlar.<sup>106</sup> Kısa vadeli mali borçlar finansal yönetimde kaide olarak dönen varlıkları finanse etmek için kullanılmaktadır. İşletmeler, bir yıllık normal faaliyet döneminde fon ihtiyaçlarını karşılamak için finansal borçlardan yararlanmaktadır. Finansal borçlar, işletmelerin kredi kuruluşlarından alınan kısa vadeli kredilerden oluşmakta ve bir yıl içinde ödemeleri gerekmektedir. İşletmeler için en önemli kredi kısa vadeli banka kredileri olup, işletme sermayesi finansmanında kullanılmaktadır.

### 1.8.2.2. Ticari Borçlar

İşletmelerin ticari bağlantıları sebebiyle ortaya çıkan senetli senetsiz borçlarıdır.

Bunlar:

- Borç senetleri
- Satıcılar
- Borç senetleri reeskontu
- Alınan depozito ve teminatlar
- Diğer ticari borçlardır.

İşletmeler için en önemli finansman kaynağı ticari borçlardır. Ticari borçlar, hem hammadde hem de ürün alımlarında işletmelerin nakit çıkışlarını zamana yayarak önemli bir finansman kaynağı oluşturmaktadır. Bununla birlikte, eğer nakit indirimleri söz konusuysa, tedarikçilerden sağlanan finansman maliyetli olabilir.

Bu bağlamda, işletmeler daha uygun maliyetli finansal kaynakları yoksa, kendilerini satıcı kredisi ile finanse etmektedirler.<sup>107</sup> Ticari borçlar, bir mal veya hizmetin kredili alınması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Özellikle küçük işletmelerde ve birçok işletmede en önemli kısa vadeli finansman kaynağıdır. İşletmeler, ihtiyaç duydukları mal veya hizmetleri, bunu üreten işletmelerden borç alarak elde ederler. Finansal borçların farkı ve avantajı, faiz giderinin olmamasıdır. Dezavantajı, ticari borç kullanan işletmelerin peşin indirimden yararlanamamalarıdır. İşletmeler için diğer bir

<sup>106</sup> Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, Avcıol Basım-Yayım, İstanbul, 2010, s.525

<sup>107</sup> Olufemi I. Falope ve Olubanjo T. Ajilore, Working Capital Management And Corporate Profitability: Evidence From Panel Data Analysis Of Selected Quoted Companies In Nigeria, Research Journal Of Business Management, 2009, 3 (3): 73-84, s.75

finansman kaynağı, tedarikçilerden kredi alımları neticesinde oluşan ticari kredilerdir. Ticari krediler, işletmelerinin sektörel çalışma ortamının zayıf olduğu ve banka faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde işletme sermayesinin finansmanında kullanılan önemli bir fon kaynağını oluşturmaktadır.

### 1.8.2.3. Diğer Borçlar

Ticari bir sebebe bağlı olmaksızın oluşan ve bir yıl içinde geri ödenmesi gereken borçlardır. Diğer borçlar:

- İştiraklere borçlar
- Personele borçlardır.
- Ortaklara borçlar
- Bağlı ortaklıklara borçlar

Diğer borçlar, iştiraklere, iştirakçilere ve personele, ticari amaçlara dayanmayan ve bir yıl içinde ödenmesi gereken işletmelerdeki borçları içermektedir. İşletmeler, bu borçların vadelerini uzatarak veya geciktirerek işletme sermayesi ihtiyacını azaltabilmektedir.

### 1.8.2.4. Diğer Kaynaklar

Bazı işletmelerin finansal yapısında önemli bir yere sahip olan ve yatırımların finansmanında kullanılabilecek bu kaynaklar aşağıda listelenmiştir.<sup>108</sup>

- Ödenecek vergi, resim, harç ve sigorta primleri
- Müşterilerden alınan avanslar ve peşin ödemeler
- Ödenecek giderler
- Teşvik fonlarından devlet tarafından verilen işletme kredileri
- Finansman şirketlerinden sağlanan kısa süreli krediler şeklinde sıralanabilir.
- Ana kurum veya bağlı kuruluşlardan alınan kısa süreli krediler
- Alınan depozito ve teminatlar

Diğer kaynaklar, özellikle küçük işletmeler olmak üzere birçok işletmenin finansal yapısında önemli bir yere sahiptir. İşletmeler bu kaynakları fon ihtiyaçlarını karşılamak ve faaliyetlerini kesintiye uğratmadan işletmek için kullanabilirler. İşletmeler, emeklilik maaşı, sigorta primi, vergi veya acentelerden avans ödemeleri, nakit ödemeleri vb. gibi ödemeleri işletme sermayesi finansmanında diğer kaynaklar olarak kullanmaktadırlar.

<sup>108</sup> Öcal Usta, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008, s.46

## 1.9. KÂR VE KÂRLILIK KAVRAMLARI

Kâr ve kârlılık kavramları birbiriyle bağıntılı iki kavram olarak işletmelerin aslolan kuruluş ve büyüme amacı olarak gösterilmektedir.

### 1.9.1. Kâr Kavramı

Kâr, toplam maliyetin bir işletmenin gelirlerinin toplamından düşülmesidir. Başka bir deyişle, bir şirketin mallarını veya hizmetlerini sattığında, elde ettiği gelir, söz konusu mal veya hizmetleri üretme maliyetinden daha büyük olması demektir. Kâr teorisi üzerine düşünceler üreten üç okul vardır. İlk okul kârı tüm risk ve belirsizliklerin üstlenilerek elde edilen ödül olarak tanımlamaktadır. İkinci okula göre, kâr rekabetteki dengesizlik ve kusurdan kaynaklanmaktadır. Üçüncü okul kârı, başarılı inovasyon için bir ödül olarak tanımlanmaktadır.<sup>109</sup>

### 1.9.2. Kârın Kaynağı

Bir işletmede iki kâr kaynağı bulunmaktadır. Ticaret işletmelerinde mal ve hizmet alım satımı, imalat işletmelerinde mal ve hizmet üretimi ve satışı ana faaliyet olarak tanımlanmaktadır. Ana faaliyetin, bir işletmenin amacını gerçekleştirmek için gerçekleştirdiği faaliyetler olduğu anlaşılmaktadır. Yan faaliyetler amaç ile ilgili olmasa dahi, işletme tarafından yapılacak iş faaliyetlerinin niteliğini ilgilendirmektedir.<sup>110</sup>

Yan faaliyet geliri:

- Bağlı ortaklıklardan temettü gelirleri
- Komisyon gelir ve giderleri,
- İştiraklerden temettü gelirleri
- Kambiyo kar ve zararı,
- Menkul kıymet satış karı ve zararı,
- Konusu olmayan karşılıklar
- Reeskont faiz gelir ve giderlerinden oluşmaktadır

### 1.9.3. Kârlılık Kavramı

Kâr kavramı, şirketin faaliyetlerine devam etmesini sağlayan en önemli kaynaktır. Doğal olarak, işletmeler varlıklarını sürdürebilmek ve sahiplerine fayda sağlamak için her dönemin sonunda kar etmeyi amaçlamaktadır. Bunu yapmak için, işletmeler maliyetleri minimumda tutmak isterken, satış fiyatlarını en üst düzeye çıkarmak ve bunu başarmanın yollarını keşfetmek istemektedirler. Bu amaçla, en

<sup>109</sup> Samuel C. Certo vd., "Business", 3.Baskı, Allyn Bacon, 1990, s.11

<sup>110</sup> Adem Çabuk vd., "Finansal Tablolar Analizi", 1.Baskı, Anadolu Üniversitesi Web Ofset, Eskişehir, 2013, s.134

uygun yatırım alanlarına ve üretim konularına odaklanma eğilimindedirler.<sup>111</sup> Karlılık; hissedarların işletme sermayesine göre elde etmek istedikleri getiriye belirtmektedir. Modern yönetim yaklaşımında bu getiri genel olarak sektör ortalamasının üzerindedir. Ancak, bu getiri bazı problemlilerde azalabilmektedir.<sup>112</sup> İşletme faaliyetlerinin kârlı olup olmadığının belirlenmesinde karlılık oranlarından faydalanılmaktadır.<sup>113</sup> Net kar / özkaynak oranı özkaynakta elde edilen karlılığı ve işletmelerin karlılık analizinde kullanılacak en güvenilir oranı göstermektedir.<sup>114</sup> Söz konusu oran "mali rantabilite" veya "öz sermaye karlılığı" olarak da adlandırılmaktadır.<sup>115</sup> Net kar, toplam varlıklar veya net karın özkaynağa bölünmesiyle elde edilmektedir. İşletmenin karlılığının analizinde net kârın (vergi sonrası kâr) öz kaynaklara oranı önemli bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. Bahsedilen oran yatırılan sermayenin bir birimine düşen kârı göstermektedir. Bu oran hesap edilirken, paydada işletmenin, dönem sonundaki öz sermayesi yer almaktadır. Bir firmanın dönem başındaki ve sonundaki özkaynakları önemli ölçüde farklılık göstermiyorsa veya fark ihmal edilebilir boyutlarda ise, oranın hesaplanması dönemin sonucunu, dönemin başlangıcını veya ortalama rakamları etkilemez. Büyüme ve gelişme gösteren firmalarda, bu oranın paydasındaki ortalama özkaynak tutarını dahil etmek daha doğru olmaktadır.<sup>116</sup>

#### 1.9.4. Kârlılığı Etkileyen Faktörler

Karlılığı etkileyen faktörler; rekabet, piyasa ile ilgili faktörler, satışlar ve harcamalar, yatırım (varlık), istihdam ve diğer faktörler başlıkları altında gösterilebilir.

- Rekabet ve Pazarla İlgili Faktörler; Pazar Payı, Doğrudan Maliyet (Rakiplerle Karşılaştırmalı), Ürün Kalitesi, Satış Fiyatı (Rakiplerle Karşılaştırıldığında), Rakiplerin Sayısı, Pazarın Gerçek Büyüme Hızı,
- Satış ve Gider; Maliyet ve Gider Kalemleri, Satış Fiyat Artışı, Gerçek Satış Artışı,
- Yatırım ve İstihdam; Yatırım Tutarı, Çalışan Sayısı, Kapasite, Kapasite Kullanım Oranı, Sendikalaşma Oranı,
- Diğer Faktörler; Politik-Siyasi-Ekonomi Dalgalanmalar, Mevsimsellik, Altyapı,
- Ulaşım, Hizmet Kalitesi, Organizasyon Yapısı ve İletişim Ağı.

<sup>111</sup> Zeyyat Sabuncuoglu, Tuncer Tokol, "İşletme", Ezgi Yayınları, Bursa, 2001, s.22

<sup>112</sup> Hayri Ülgen ve Kadri Mirze, "İşletmelerde Stratejik Yönetim", Literatür Yayınları, İstanbul, 2004, s.187

<sup>113</sup> Nalan Akdoğan ve Nejat Tenker, "Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri", (13.Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2010, s.634

<sup>114</sup> Oxera Consulting, "Assesing Profitability in Competition Policy Analysis", Oxford:University Der, 2003, s.199

<sup>115</sup> Hünkar İvgen, "Şirket Değerleme", Finnet Yayınları, İstanbul, 2003, s.21

<sup>116</sup> Akgüç, a.g.e., 1998, s.376



## İKİNCİ BÖLÜM

### İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ

Bir firmanın üretim faaliyetlerini aksamadan sürdürmesi için gerekli cari varlıkları oluşturan bilanço kalemlerinin uygun miktarlarının belirlenmesi ve hangi finansmanın hangi kaynaklarla finanse edileceğine, nasıl karar verileceğine sürekli işletme sermayesi politikası denilmektedir. Bu politika altındaki mevcut varlıkların yönetimine "işletme sermayesi yönetimi" denilmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler çoğu zaman kaynaklarını yetersiz kullanma problemi ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu ekonomilerde sermaye en önemli ve en büyük üretken kaynaktır. Bu kaynakların doğru kullanımı büyüme oranını arttırırken beraberinde maliyeti düşürerek üretim sisteminin verimliliğini arttırmaktadır. Sabit sermaye yatırımı üretim kapasitesini arttırırken, çalışma sermayesi bu kapasitenin kullanılmasına imkan sağlamaktadır. Dolayısıyla işletme sermayesi davranışı üzerine yapılan çalışmalar finansal yönetim alanında önemli bir yere sahiptir. Finansal yönetim daha öncede belirtildiği üzere uzun vadeli finansal kararlara odaklanmıştır. Kısa vadeli ekonomik kararlara alakalı olan işletme sermayesi yönetimi, finansal literatürde nispeten ihmal edilmiş görünmektedir.<sup>117</sup> Yeterli ölçüde işletme sermayesi sağlanması sorgulanmamalıdır. Bir canlının hayatını devam ettirebilmesi vücudundaki kan dolaşımına bağlı olduğu gibi, iş akışını devam ettirmek için de para akışının sağlanması o kadar önem arz etmektedir. İşletme sermayesi yetersizliği, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde küçük işletmelerin başarısızlığında temel etken olmasa da, genel bakış açısı olarak çok önemli bir sebep olarak algılanmaktadır. Birçok küçük işletme nakit akışı sorunları, zayıf finansal yönetim ve nakit gereksinimi eksikliği nedeniyle daha da kötü seviyelere düşmektedir. Küçük işletmelerin performans seviyeleri geleneksel olarak üretim, pazarlama ve operasyonlar gibi genel yönetim faktörlerine bağlanırken, işletme sermayesi yönetimi, küçük işletmelerin hayatta kalması ve büyümesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilmektedir.<sup>118</sup> İşletme sermayesi yönetimi, şirketin likidite ve karlılığı üzerindeki etkisinden dolayı işletmenin başarısında veya başarısızlığında önemli bir rol oynamaktadır. Optimal bir çalışma sermayesi yönetiminin, firma değerinin oluşturulmasında olumlu katkı yapması beklenmektedir. Optimum çalışma sermayesi yönetimine ulaşmak için, işletme yönetiminin kârlılık ve likidite arasındaki dengeyi doğru bir şekilde kontrol etmesi gerekmektedir.<sup>119</sup> Genellikle, bir şirketin

<sup>117</sup> Ashok Kumar Panigrahi, "Understanding the Working Capital Financing Strategy (A Case Study of Lupin Limited)", Journal of Management Research & Analysis, Vol.1, No.1, Available at, 2014, s.108-109

<sup>118</sup> Faris Nasif Alshubiri, "The Effect of Working Capital Practices on Risk Management: Evidence from Jordan", Global Journal of Business Research, Vol. 5, No. 1, 2011, pp. 39-54, s.41

<sup>119</sup> Sarathadevi Anandasayanan, "Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Sri Lanka", Available at, 2014.

finansal analizi yapılırken, likiditeden ziyade, işletmenin karlılığına daha fazla dikkat edilir böyle bir durumda işletme kârlılığı için normal karşılanmaktadır. Çünkü herhangi bir işin en önemli amacı kar elde etmektir. Böylece yöneticiler kârlılığa daha fazla önem vermektedir. Lakin burada dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli değişken likiditedir. Likidite bir şirketin kısa vadeli finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti anlamına gelmektedir. Kısa vadeli finansal yükümlülüklerini yerine getirmekte güçlük çeken bir işletmenin, iflas etmeye daha yakın olduğu söylenebilir. Likidite yönetimi, alacaklıların ve değerlerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmek için likit varlıklara yapılacak yatırım miktarını belirlemeye odaklanmaktadır.<sup>120</sup>

Günümüzün hareketli iş dünyasında, firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmedikleri sürece kazanç elde edebilmelerine rağmen, kuruluşun hayatta kalması belirsizleşmektedir. Kurumsal finans, ana etken olarak, işletme sermayesi, sermaye bütçeleme kararları ve sermaye yapısı kararları, gibi üç karar ile ilgilenmektedir. Bunların içerisinde, işletme sermayesi yönetimi, bir firmanın likiditesine, kârlılığına ve buna bağlı olarak değerine etki ettiğinden, kurumsal finansmanın önem arz eden bir bileşenidir. Dönen varlıklar temel olarak, dönen varlık ve borçların finansmanında ve kısa vadeli yükümlülükler için izlenen yöntemlerden sorumludur. Etkin işletme sermayesi yönetimi, dönen varlıkları ve kısa vadeli borçları kontrol etmek, kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirmek ve aşırı yatırımdan kaçınarak riskini ortadan kaldırmaktır.<sup>121</sup> İşletme sermayesi yönetimi ile ilgili izlenecek politikaların temel unsurlarından biri sadece işletme sermayesi miktarını belirlemek değil, aynı zamanda işletme sermayesinin hangi kaynaklardan finanse edileceğini belirlemektir. Fon kaynağının seçimi, işletmenin sermaye maliyetini etkileyeceğinden, sermaye maliyetindeki muhtemel bir artış, şirketin piyasa değerinde bir düşüşe yol açacaktır. Bu nedenle, işletme sermayesinin finansmanındaki risk ve getiri dengesinin dikkate alınması, finansal yönetimin ulaşmak istediği amaca daha uygun olacaktır.<sup>122</sup> Bir firmanın finansman gereksinimi, dönen ve sabit varlıkların toplamına eşittir. Döner varlıklar iki gruba ayrılabilir. Bunlar sabit varlıklar ve dalgalanma gösteren dönen varlıklar olarak tanımlanabilir. Dönen varlıklarda görülen dalgalanma görünümü, işletme satışlarının konjonktürel yapısıyla veya mevsimsel durumdan etkilenir. Çoğu firmanın stokları ve alacakları yılın belirli dönemlerinde en üst seviyelere ulaşmaktadır. Dönen varlıkların sabit kısmı, uzun süre işletme ihtiyacını karşılayabilecek nakit ve envanter tutarından oluşmaktadır.<sup>123</sup>

---

<sup>120</sup> Panigrahi, a.g.e., s.108-109

<sup>121</sup> Eljelly, a.g.e., pp. 48-61

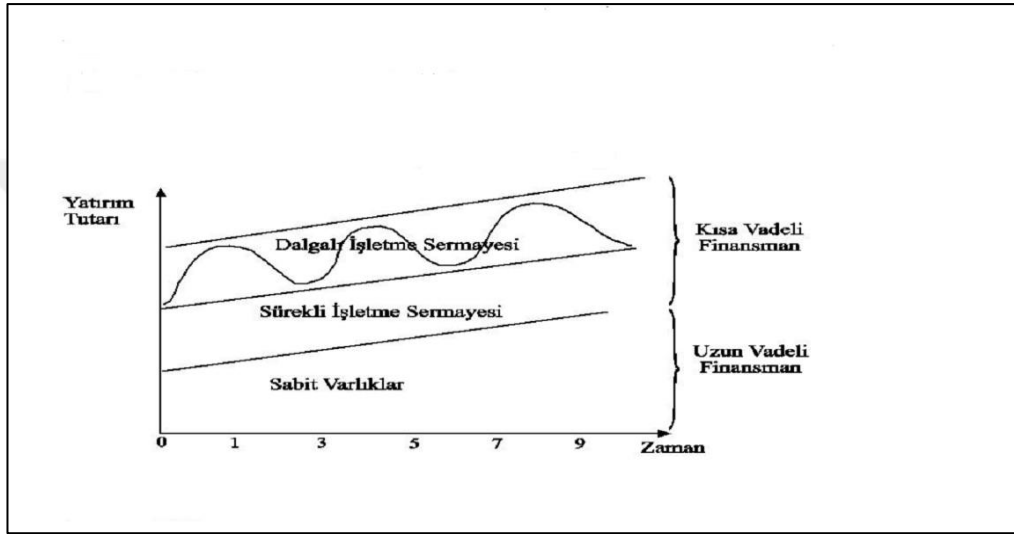
<sup>122</sup> Poyraz, a.g.e., s.257

<sup>123</sup> Aydın, a.g.e., 2010, s.141

Temel olarak, ılımlı yaklaşımı muhafazakâr yaklaşım, atılgan yaklaşımı konu alan üç çeşit işletme sermayesi stratejisi bulunmaktadır.<sup>124</sup> İşletme sermayesinin finansmanı ile ilgili finansman politikaları aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır.

## 2.1. AGRESİF (ATILGAN) FİNANSLAMA STRATEJİSİ

Bu yaklaşımda, tüm sabit varlıklar, uzun vadeli finansman ve cari varlıkların sabit ve değişken kısımları kısa vadeli finansman ile finanse edilmektedir. Bu politik yaklaşımda, firmanın toplam varlıklarının küçük bir bölümü dönen varlıklardan oluşmaktadır.



Şekil - 4 Atılgan Finanslama Stratejisi<sup>125</sup>

Atılgan yaklaşımda düşük işletme sermayesi ve yüksek risk alınarak fazla kâr elde etmek amaçlanmaktadır. Kısa vadeli bir finansman kaynağı ve daha az uzun vadeli bir finansman kaynağı kullanan bir şirket daha düşük bir maliyetle karşı karşıya kalmaktadır. Buna karşın alınan yüksek riskin kârlılığı artırıcı etkisi bulunmaktadır.<sup>126</sup> Mevcut borçların toplamının toplamdaki varlıklara oranı, agresif finansman politikasının seviyesini belirlemek için kullanılır ve bu oranın yüksekliği, politikanın o kadar agresif olduğunu göstermektedir.<sup>127</sup> Bir firma, agresif işletme sermayesi yönetimi politikasını benimseyebilir. Şekil-4' te görüldüğü gibi bu yöntemde, toplam varlıkların yüzdelik oranının yükselmesi, dönen varlıkların yüksek düzeyde olduğunu göstermektedir. Dönen varlıkların fazla kullanımı, işletmenin kârlılığını olumsuz yönde

<sup>124</sup> Odi Nwankwo, "Dimensions of Financial Management", Enugu: Jones Communication and Publishers, 2005, p.451

<sup>125</sup> Ramazan Aktaş, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, [www.fto.org.tr/DB\\_INT\\_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi\(FTSO\).ppt](http://www.fto.org.tr/DB_INT_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi(FTSO).ppt) (Erişim tarihi:29.03.2019)

<sup>126</sup> Al Shubiri, a.g.e., 2011, s. 41

<sup>127</sup> Talat Afza and Mian Sajid Nazir, "Working Capital Management Practices of Firms: Empirical Evidence from Pakistan", in the Proceedings of 9th South Asian Management Forum (SAMF) held on February, 2007, 24-25, s.23

etkileyebilir. Bu yöntemde firmanın dönen varlıkları, likiditesi ve stokları daha düşük seviyede olduğundan dolayı sorunsuz operasyonların devam ettirilmesinde güçlüklerin ortaya çıkma olasılığı artmaktadır.<sup>128</sup>

Dönen varlıkların aşırı kullanımı, şirketin karlılığını olumsuz yönde etkileyebilirken, düşük seviyeli dönen varlıklar da düşük likidite ve stok yetersizliği ile işlemlerin sorunsuz sürdürülmesinde zorluklar yaşanabilmektedir. Atılğan işletme sermaye yöntemini uygulayan işletme yönetimleri, dönen varlıkları en az seviyeye indirerek kısa vadeli borçları en üst seviyeye çıkararak işletmeyi yönetmek isteyeceklerdir. Bu stratejideki likidite risk oranı yüksek seviyelerde olup bu yöntemi kullanan işletmeler vadesi gelen borçlarını ödeyebilmede zorluk çekebilmektedir. Diğer taraftan, yatırım getirisi oranı (şirket iflas etmezse), dönen varlıkların miktarının en düşük olduğu seviyede en yüksek düzeyde olacaktır.<sup>129</sup>

## **2.2. İlimli (Dengeli) Finanslama Stratejisi**

Duran ve dönen varlıkların asgari alacak nakit ve stok seviyelerinden oluşan sabit kısmının uzun vadeli kaynaklarla finansmanı ile, dönen varlıkların mevsimsel dalgalanmaların etkisiyle değişen kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklar finanse edilmesi olarak tanımlanmaktadır. Diğer iki seçeneğe göre, bu alternatifte orta seviyede risk alınmaktadır.<sup>130</sup> Kaynakların oluşturduğu vade yapısı ile bu kaynakların kullandığı varlıkların vade yapısı büyük oranda birbiri ile uyum içinde olduğundan dolayı bu strateji ortalama işletmelerin daha çok kabulleneceği bir özellik taşıyabilmektedir.<sup>131</sup> Finansal literatürdeki ana görüş, bu stratejide öngörüldüğü gibi, kısa vadeli yatırımların kısa vadeli kaynaklar tarafından finanse edilmesi ve uzun vadeli yatırımların uzun vadeli kaynaklar tarafından finanse edilmesi gerektiğidir. Bu yöntemin diğer iki yönteme göre bariz farkı, agresif finanslama stratejisinde olduğu gibi yüksek riskli ve muhafazakar finanslama stratejisinde olduğu gibi de düşük getirili olmamasıdır.

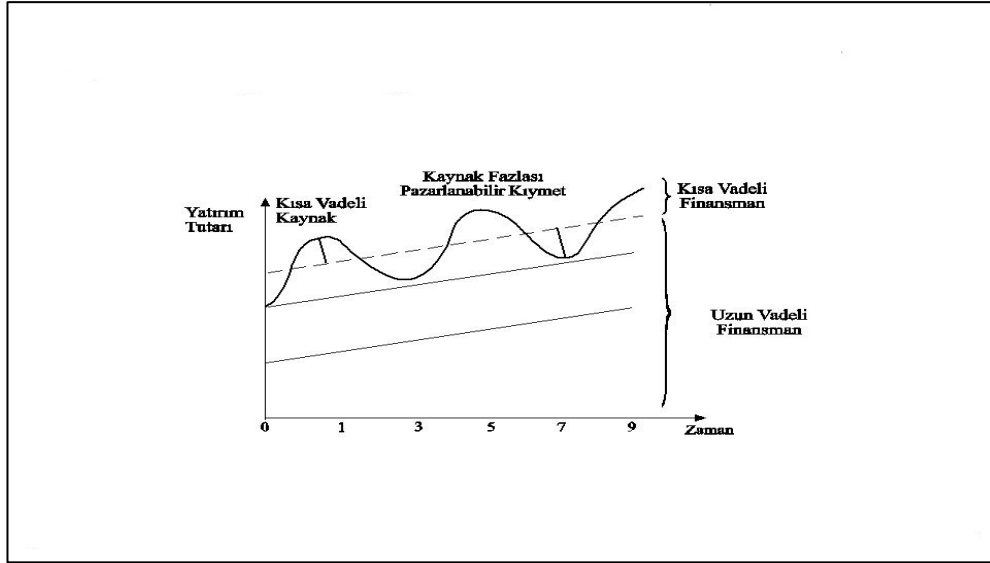
---

<sup>128</sup> James C. Van Horne and John M. Wachowicz, "Fundamentals of Financial Management", (12th Edition), New York: Prentice Hall Publishers, 2004.

<sup>129</sup> Reymond P. Neveu, Çev. Ali Jahankhani ve Ali Parsaiyan, "Finansal Yönetim 2", 18. Baskı, Samt Yayınevi, Tahran, 2015, s.6-7

<sup>130</sup> Ümit Hacıoğlu, Hasan Dinçer, "Finana Giriş: Teori ve Uygulama", (1. Basım), Beta Yayınları, İstanbul, 2009, s.285

<sup>131</sup> Poyraz, a.g.e., s.259



**Şekil - 5** Dengeli Finanslama Stratejisi<sup>132</sup>

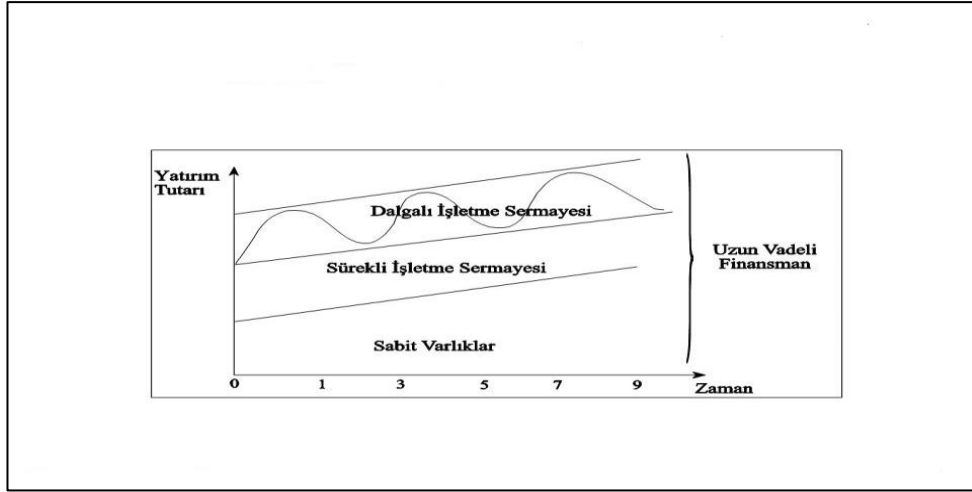
Şekil-5' de görüldüğü üzere bu stratejide duran varlıkların tamamı ile dönen varlıklarında sabit kısmı uzun vadeli finansman yolu ile ve dönen varlıkların değişken kısmı ise kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmektedir.

### 2.3. Muhafazakar (ihtiyatlı) Finanslama Stratejisi

Bir firma ihtiyaç duyulandan daha fazla sermaye yatırımı yaparsa, bu kaynakları uzun vadeli varlıklara yatırmak suretiyle elde edilebilecek kârı azalacaktır. Ayrıca, şirketin uzun stoklar için depolama maliyetinin yanı sıra fazla envanter taşıma maliyetine de katlanması gerekecektir.<sup>133</sup> Bu yaklaşımda, tüm sabit varlık gereksinimlerini ve mevcut varlıkların bir kısmının veya tamamının karşılanması için uzun vadeli bir finansman kaynağı ile finanse edilmektedir. İşletme sermayesi yönetiminde, muhafazakar yaklaşım söz konusu olduğunda, işletmenin toplam varlıklarının büyük orandaki bir kesimi dönen varlıklardan oluşmaktadır. Bu yaklaşımın sonucu olarak, şirket daha düşük bir risk ve daha düşük karlılık elde edecektir. Bu politika, şirketin net işletme sermayesini artıracak, lakin diğer üretken sektörler için firmada yetersiz fon oluşmasına neden olacaktır. Buda şirketin finansmanının oldukça yüksek maliyetli, fakat risk oranını düşük seviyede olacağı anlamına gelmektedir. Sonuçta bu durum firmanın kârının düşük seviyede olmasına neden olurken, finans kaynağının geri çekilmesinin neticesi olarak likidite sorunuyla karşılaşma riskini taşımamaktadır. Muhafazakâr yöntemde işletmeler dönen varlıklarının büyük kısmını, uzun vadeli finansman kaynağından istifade ederek finanse etmektedirler.

<sup>132</sup>Ramazan Aktaş, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, [www.fto.org.tr/DB\\_INT\\_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi\(FTSO\).ppt](http://www.fto.org.tr/DB_INT_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi(FTSO).ppt)(Erişim tarihi:29.03.2019)

<sup>133</sup> Glen Arnold, "Corporate financial management", Pearson education limited, 4th edition, 2008.



**Şekil - 6** İhtiyatlı Finanslama Stratejisi<sup>134</sup>

Dönen varlıklarının sadece küçük bir kısmı kısa vadeli finansman yolu ile finanse edilmektedir.<sup>135</sup> Firmalar, işletme sermayesi stratejilerini kullanarak şirketin likiditesini etkileyebilir. Bu stratejileri belirleyen iki önemli etken, şirketlerin bekledikleri getiri ve alabilecekleri risklerdir. Muhafazakar sermaye finanslama stratejisi kullanıldığında, firmanın likiditesi yüksek olacaktır. Bu stratejide, vadesi gelmiş borçların ödenememesi riski en düşük seviyede olacaktır. Bu yöntemde, işletme yönetimi büyük oranda dönen varlıkları (ki getiri oranı düşüktür) ellerinde tutmaya çalışmaktadır, bu sebepten dolayı bu yöntemi kullanan işletmelerin likidite riskleri düşük, diğer taraftan buna bağlı olarak getiri oranları da düşük olmaktadır.<sup>136</sup>

<sup>134</sup>Ramazan Aktaş, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, [www.fto.org.tr/DB\\_INT\\_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi\(FTSO\).ppt](http://www.fto.org.tr/DB_INT_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi(FTSO).ppt)(Erişim tarihi:29.03.2019)

<sup>135</sup> Al Shubiri, a.g.e., s.41

<sup>136</sup> Neveu, a.g.e., 2015, s. 6-7.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### LİTERATÜR TARAMASI

Soenen (1993), Net ticaret döngüsü (çalışma sermayesinin bir ölçüsü olarak) ile ABD'deki firmalara yatırım getirisi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ki-kare testinin sonuçları net ticaret döngüsü süresi ile varlık getirisi (ROA) arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ayrıca, bu ters ilişki endüstri türüne bağlı olarak farklı sektörlerde bulunmuştur. İncelenen sektörlerin yaklaşık yarısı için, sonuçların sanayiden sanayiye değişebileceğini göstermiştir.<sup>137</sup>

Deloof (2003), Çalışma sermayesi yönetimi ile kurumsal kârlılık arasındaki ilişki, 1992-1996 dönemleri arasında Belçika'nın 1009 finansal olmayan firması örneklemeyle incelemiştir. Ticari kredi politikası ve envanter politikası, alacak hesapları, hesap ve stok hesapları gün sayısına göre ölçülmüş ve nakit dönüşüm süresi işletme sermayesi yönetiminde kapsamlı bir ölçüt olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, Belçika firmalarının hesaplarının bekleme gün sayısını azaltarak ve stokları azaltarak kârlılıklarını artırabilecekleri doğrulanmıştır.<sup>138</sup>

Filbeck ve Krueger (2005), ABD'deki 32 mali olmayan endüstriyel firmanın işletme sermayesi politikalarını analiz ederek işletme sermayesi yönetiminin önemini analiz etmişlerdir. Bu araştırmacıların bulgularına göre; zaman içinde, farklı endüstriler işletme sermayesi politikası uygulamalarında önemli farklılıklar göstermektedir.<sup>139</sup> Ayrıca, bu işletme sermayesi politikası uygulamaları aynı sektörlerde zaman içinde önemli değişiklikler göstermektedir.

Öz ve Güngör (2007) 1992-2005 döneminde İMKB'ye kayıtlı 68 üretici firmanın çalışmalarında, firmaların ciro, borç devir hızı, stok devir hızı ve net ticaret sürelerinin firmaların sermaye yönetiminin firma kârlılığına etkileri incelenmiştir. Borç devir hızı oranı, stok devir hızı ve net işlem süresinin firma karlılığı ile negatif yönde ilişkili olduğunu, satışlardaki büyümenin ve finansal duran varlıkların kârlılık üzerinde olumlu ve önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir.<sup>140</sup>

<sup>137</sup> L.A. Soenen, Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability Journal of Cash Management, 13, 1993, pp. 53-57

<sup>138</sup> Marc Deloof, "Does Working Capital Management Affects Profitability of Belgian Firms?", Journal of Business Finance and Accounting, April/May, 2003, 573-587.

<sup>139</sup> Greg Filbeck, Thomas M. Krueger, "An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries", American Journal of Business, Vol. 20 Issue: 2, 2005, pp.11-20.

<sup>140</sup> Öz, Güngör, a.g.e., s.319-332.

Molina ve Preve (2008), Rekabetçi endüstrilerdeki firmalarla karşılaştırıldığında, sıkıntılı sektörlerdeki firmalar, finansal zorluklarla karşı karşıya kaldıklarından, kredi politikalarını daha fazla sıkılaştırmaktadır. Finansal olarak sorunlu şirketler sınırlı finansal özgürlük ve nakit yaratma kabiliyetine sahiptir ve finansal sıkıntı, firmaların alacaklarını tahsil etmelerine, kredi koşullarını sıkmalarına, mevcut stokları tasfiye etmelerine ve tedarikçilerin sağladığı işletme sermayesi yatırımlarının kredi koşullarını zorlamalarından dolayı azalmasına neden olabilmektedirler. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, finansal olarak sorunlu firmaların sorunlu olmayanlara kıyasla ticari kredilerini önemli ölçüde azalttığı görülmektedir. İşletme sermayesi gereksiniminin finansal sıkıntı ile ters orantılı olduğu bulunmuştur.

Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008), 1998-2007 yıllarında İMKB'de faaliyet gösteren imalatçı firmaların üç aylık mali tablolarına dayanarak, yatay kesitsel bir regresyon analizi yapılmış ve NDS, ADS ve SDS, karlılık arasında önemli bir negatif ilişki bulmuştur.<sup>141</sup>

Uyar (2009), 2009 yılı 166 imalat şirketi için yaptığı çalışmada işletme sermayesi politika göstergelerinden olan nakit döngüsü, firma büyüklüğü ve karlılık arasındaki ilişkileri incelemiş ve negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir.<sup>142</sup>

Hasanpur (2009), 9 sektördeki 62 firmanın işletme sermayesi stratejileri ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi Tahran Borsası'nda araştırmıştır. Bu çalışmada yazar, verileri analiz etmek için LSD testini ve SPSS ile varyans testini kullanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, farklı işletme stratejilerinde elde edilen verimlerin ortalaması farklıdır ve bunun ortalama agresif çalışma sermayesi stratejisinde diğerlerinden daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Wajahat Ali ve Syed Hammad UI Hassan (2010), OMX Stockholm Menkul Kıymetler Borsasında, 37 firmanın kârlılık ve işletme sermayesi yönetim politikasının nakit dönüşüm döngüsü temelinde savunmacı, agresif veya muhafazakar olarak gruplara ayrıştırıldığında, önemli bir bağıntı bulamamışlardır. Bu araştırmada dönen varlığın toplam varlıklara oranı, çalışma sermayesi yönetimi için diğer bir değişkendir. Lakin veriler normallik testlerinden başarısız olmuştur. Bu sınırlama nedeniyle, işletme sermayesi yönetimi politikasının kârlılık üzerindeki etkisini yakalamak için farklı değişkenler kullanılmıştır.<sup>143</sup>

<sup>141</sup> Famil Şamiloğlu ve Kartal Demirgüneş, "The effect of working capital management on firm profitability: evidence from Turkey", International Journal of Applied Economics and Finance, 2008, 44-50.

<sup>142</sup> Ali Uyar, "The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey". International Research Journal of International Research Journal of, 2009, 186-193.

<sup>143</sup> Ali Wajahat and Syed Hammad UI Hassan, Relationship between profitability and working capital policy of Swedish companies. Essays.se, Retrieved from Swedish University Essays, 2010



Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010) imalat firmalarında işletme sermayesi ihtiyacının belirleyicileri üzerine 2005-2010 yılları için yapmış oldukları çalışmalarında kaldıraç oranının ve sabit varlık oranındaki artışın hem kriz öncesi hem de kriz dönemlerinde işletme sermayesi ihtiyacını azalttığını belirlemiştir.<sup>144</sup>

Binti Mohammad ve Binti Mohd Saad (2010), Malezya Borsası'nda faaliyet gösteren 172 firmanın çalışmalarındaki cari oranın, bu firmaların finansal performansı üzerinde olumsuz etkide bulunduğunu tespit etmişlerdir. Bu çalışmada, işletme sermayesi şirketin piyasa değerini ve karlılığını etkilediği için doğru yönetimin önemi vurgulanmaktadır. Ayrıca, bu araştırmacılar, işletme sermayesi yönetiminin etkili olabilmesi için şirketin stratejik ve operasyonel süreçlerinin bir parçası olması gerektiğini belirtmişlerdir.<sup>145</sup>

Gill (2010), İşletme sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki etkileşimi incelemiştir. Bu amaçla, 2005-2007 yılları arasında 3 yıl boyunca New York Borsasında 88 Amerikan şirketi seçilerek araştırılmış ve araştırmanın bulgularına göre, işletme sermayesi yönetimi ile kârlılık değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.<sup>146</sup>

Al Shubiri (2011), Bu çalışmada kârlılık ile agresif / muhafazakar işletme sermayesi uygulamaları riski arasındaki ilişki incelenmiştir. Örneklem 2004-2008 döneminde 59 sanayi şirketini ve Amman Borsası'na kayıtlı 14 bankayı içermektedir. Sonuçlar, karlılık önlemleri ile agresif işletme sermayesi yatırımı ve finansman politikası arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Atılğan işletme sermayesi politikasını benimseyen firmalar negatif getiri elde etmektedirler. Bu çalışmanın sonucuna göre genel olarak, imalat-sanayi firmalarında dönen varlıklar ve kısa vadeli borçların düzeyi ile operasyonel ve finansal riskler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Bankaların yatırım getirisinin standart sapması ile işletme sermayesi uygulamaları arasındaki ilişkiyi gösteren istatistiksel olarak anlamlı kanıtlar bulunmaktadır.<sup>147</sup>

---

<sup>144</sup>Ahmet Büyükşalvarcı, Hasan Abdioğlu, Kriz Öncesi Ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2010, 24 (2), 47-70.

<sup>145</sup>Nor Edi Azhar Binti Mohamad, Noriza Binti Mohd Saad, Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia, International Journal of Business and Management Archives Vol. 5, No. 11, 2010.

<sup>146</sup>Nahum Gill Amarjit Biger & Neil Mathur, The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from The United States. Business and Economics Journal, 2010

<sup>147</sup> Al Shubiri, a.g.e., pp. 39-54

Garcia (2011), Çalışma sermayesi yönetiminin ve bileşenlerinin Avrupa şirketlerinin karlılığı üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Nakit dönüşüm süresinin, kapsamlı sermaye önlemleri ve işletme sermayesi yönetimi için karlılık ölçütü olarak kullanılan brüt operasyonel karlılık olarak kullanılmıştır. Bu çalışma, 1998-2009 yılları arasında 11 Avrupa Menkul Kıymetler Borsasında listelenen 2.974 finansal olmayan şirketin örneğine dayanmaktadır. GLS ve OLS regresyon analizi sonuçlarına göre, Stok Dönüştürme Süresi, Borçlar Erteleme Süresi, Alacakların Tahsilat Süresi, Nakit Dönüşüm Döngüsü ve karlılık arasında önemli negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Bu şirketlerin, işletme sermayesine bağlı kalma süresini azaltarak kârlarını artırabileceğini göstermektedir. Cari oran ile likidite ve kârlılık arasında ters bir ilişki bulunmuş ve ek bir analiz ile farklı likidite seviyelerinin nakit kârlılığı üzerinde farklı etkileri olduğunu ortaya koymuştur.<sup>148</sup>

Şahin (2011), Bu çalışmanın amacı, işletme sermayesi politikaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi ve krizin üretim şirketleri için etkilerini incelemektir. Analiz için veriler 2005-2010 dönemi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan alınmıştır. Yazar panel değişkenleri kullanılarak firma değişkenleri arasındaki ilişki ölçülmüştür. İşletme sermayesi politikası oranları: cari aktifler / toplam aktifler ve kısa vadeli borçlar / toplam aktifler arasındaki oranlar kullanılmıştır. Panel veri analizi kullanılarak elde edilen sonuçlar, kriz zamanlarında karlılık ile normal ekonomik şartlar arasında ve agresif işletme sermayesi yatırımları ile finansman politikaları arasındaki negatif ilişkiyi desteklemektedir. Bu çalışmanın neticesi olarak Türkiye'deki imalat şirketlerinin performanslarını arttırabilmeleri için finansman politikaları ve muhafazakâr işletme sermayesi yatırımlarını kullanmalarının faydalı olacağı sonucuna ulaşılmıştır.<sup>149</sup>

Coşkun ve Kök (2011), Bu çalışmada, işletme sermayesi politikalarının karlılık üzerindeki etkisi araştırılmıştır. 1991-2005 yılları arasında İMKB'de işlem gören 74 üretici firmadan elde edilen panel verilerini kullanmışlardır. Çalışma sermayesi politikalarının bir ölçüsü olarak, nakit çevrim döngüsü, stok dönemi, alacak süresi ve borç muhasebesi süresi kullanılmıştır. Ayrıca, varlıkların değerlendirilmesi bir kârlılık ölçüsü olarak kullanılmıştır. Dinamik panel veri analiz yöntemi, sistem GMM kestirim tekniği uygulanmıştır. Alacak muhasebe dönemini ve envanter dönemini azaltmak için

<sup>148</sup> Joana F.L. Garcia, The Impact of Working capital Management upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies. U. Porto Faculdade De Economia, 2011, <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/> (Erişim tarihi: 30.03.2019)

<sup>149</sup> Osman Şahin, İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Ekim 2011, 6(2), 123-141

firmaların agresif bir yatırım politikası uygulayarak karlılıklarını arttıracabilecekleri sonucuna varılmıştır.<sup>150</sup>

Imdad Khan, Imdad Akash, Hamid, Hussain (2011), Çalışmalarında, işletme sermayesi yönetiminin kârlılığa etkili olduğu ve risk ile getiri arasında bir değişiklik olduğu hipotezini 2001-2008 tarihinde, tekstil sektöründen 92 Pakistanlı firmanın bir örneklemini seçerek araştırma yapmışlardır. Bu çalışmada, farklı değişkenlerin net kar marjı, yani ortalama tahsilat süresi, ortalama ödeme süresi, gün içindeki stok döngüsü, nakit dönüşüm süresi, kaldıraç ve firma büyüklüğü üzerindeki etkisi vurgulanmıştır. Çalışmada tanımlayıcı istatistikler, korelasyon ve regresyon analizi kullanılmıştır. Kapsamlı bir analizden sonra, kârlılık ve likidite hipotezi arasında ılımlı bir risk-getiri dengesi olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, işletme sermayesi yönetiminin Pakistan'ın tekstil sektörü kârlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ve firma büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur.<sup>151</sup>

Rahman (2011), Bangladeş'te tekstil sektörünün karlılığını ve işletme sermayesi konumunu, aralarındaki korelasyonu ve karlılığın işletme sermayesi yönetiminden etkilenip etkilenmediğini incelemiştir. İşletme sermayesinin karlılık üzerindeki etkisini göstermek için, oran analizi, korelasyon matrisi ve regresyon analizi kullanılmıştır. Veri kaynağı için, yazar, ağırlıklı olarak yıllık raporlara ve resmi kayıtlara ve ayrıca anket yoluyla toplanan birincil verilere dayanmaktadır. Sonuç olarak, tekstil endüstrisinin karlılığı ve işletme sermayesi yönetimi tatmin edici değildir. Çalışma, işletme sermayesi yönetimi ile kârlılık arasında bir korelasyon olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışma ayrıca işletme sermayesi yönetiminin karlılık üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Nazrul İslam ve Ara Mili (2012), Bangladeş'te seçilen beş ilaç şirketinin işletme sermayesi yatırımları ile finansman uygulamaları arasındaki göreceli ilişkiyi beş yıl boyunca incelemeyi amaçlamışlardır. Bu araştırmacılar, ilaç şirketlerinin, işletme sermayesi finansmanına karşılık gelen işletme sermayesi yatırımlarını hemen hemen aynı uyguladıklarını gözlemlemiştir. Ayrıca, ilaç şirketleri arasında işletme sermayesi yatırımları ile finansman politikaları arasında önemli bir fark olduğu, ancak araştırma sırasında ilaçların muhafazakar işletme sermayesi finansman politikasına

---

<sup>150</sup> Ender Coşkun, Dündar Kök, Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması, Ege Akademik Bakış, Cilt: 11, Özel Sayı, 2011, s. 75-85

<sup>151</sup> Majid Imdad Khan vd., Day of the Week Effect and Stock Returns: (Evidence from Karachi Stock Exchange-Pakistan), Far East Journal of Psychology and Business, Vol. 3, No. 1, April 2011

karşılık gelen agresif işletme sermayesi yatırım politikası arasında ters bir ilişki olduğu bulunmuştur. Çalışmada, Bangladeş'deki ilaç sektörünün belli bir oranda muhafazakâr işletme sermayesi finansmanı politikasıyla dengelendiğini, nispeten de agresif işletme sermayesi yatırım politikası kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır.<sup>152</sup>

Madhou (2012), geleneksel işletme sermayesi yönetimini risk yönetimi ilkeleri ile uzlaştığı yeni bir anlayışı önermiştir. Bu çalışmada yazar, 2003-2008 döneminde Avustralya şirketlerinin işletme sermayesinin belirleyicilerini incelemiş, geleneksel işletme sermayesi yaklaşımını genişletmiş ve riske uyarlanmış bir işletme sermayesi modeli geliştirmiştir. Dinamik panel veri kestirimi ve medyan regresyon kullanarak riske uyarlanmış işletme sermayesi modelini destekleyen karışık kanıtlar bulmuştur. Sektörel analiz, heterojen işletme sermayesi modellerini ortaya koymaktadır. Ayrıca nakit ve envantere bağlı sektörleri de belirlemiştir. Ana faktörler (satış, firma büyüklüğü, kaldıraç ve karlılık gibi) kontrol edildikten sonra, işletme sermayesinde önemli değişiklikler gözlenmiştir. Düşük kaldıraçlı firmaların, yüksek kaldıraçtan daha yüksek nakit varlıklarına sahip oldukları görülmektedir.

Nelima (2012), Çalışma Sermayesi Yönetimi politikasının firmanın likidite ve karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu amaca ulaşmak için, çalışma Nairobi Borsası'na 2007-2011 yılları arasında 5 yıllık bir süre için listelenen 32 Kenya şirketinin seçilmiş örneklerinin yıllık raporları ve mali tablolarından elde edilen verileri içermektedir. Bu verilerle, varlık karlılığı politikasının saldırganlığı veya muhafazakarlığı dahil olmak üzere sermaye yönetimi politikasının firmaların varlık getirisine (ROA) etkisi incelenmiştir. Analiz için şirket büyüklüğü ve kaldıraç oranı, Pearson korelasyon ve regresyon analizi (genel en küçük karelere sahip kesit ağırlık modelleri) kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, uygulanan politikanın saldırganlığının yanı sıra, işletme sermayesi yönetiminin değişkenliği ile firmanın kârlılık değişkenleri arasında güçlü bir negatif ilişkinin olduğu, uygulanan işletme sermayesi politikası ile kârlılık arasında da önemli bir negatif ilişkinin olduğu saptanmıştır.<sup>153</sup>

Poyraz (2012), Bu çalışmada, işletme sermayesi ile ilgili finansman stratejilerinin karlılık üzerindeki etkilerini ortaya koymak amaçlanmıştır. Akbank'ın finansal tablolarından elde edilen oranların yardımıyla, finansman stratejisi ile kârlılık arasındaki korelasyon düzeyi belirlenmeye çalışılmıştır. Korelasyon ve çoklu

<sup>152</sup> Nazrul Islam, Shamem Ara Mili, Financial Diagnosis of Selected Listed Pharmaceutical Companies in Bangladesh, European Journal of Business and Management, Vol. 4, No.4, 2012

<sup>153</sup> Nelima Wanyama Violet, "The Effect of Working Capital Management Policy on Profitability of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange", School of Business, University of Nairobi, Kenya, 2012.

regresyon analizleri yapılmıştır. Çalışma sonucunda, cari oran dalgalanmasının (işletme sermayesi oranı) kârlılığa (ters korelasyon) büyük etkisi olduğu tespit edilmiştir.<sup>154</sup>

Altan ve Şekeroğlu (2013), İMKB'de Dokuma sektöründe faaliyet gösteren ve halka açık 16 şirket ile ilgili bir araştırma yapmıştır. Araştırma verileri, 2003 ve 2012 yılları arasında dokuma sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal tabloları kullanılarak hesaplanan oranlardan oluşmaktadır. Zaman serisinin kararlılığı, Eviews programında birim kök testi ile test edilmiş ve veriler kararlı ve basit bir regresyon analizi, SPSS 15.0 yazılımı kullanılarak test edilmiştir. Analizde çıkan sonuçlara göre, çalışma sermayesi finansman stratejileri, dokuma endüstrilerinin son 10 yılında mevcut buluna oranlar ile temsil edilmektedir. Kârlılık düzeyleri varlık getiri oranı ile temsil edilmektedir. İMKB'de yer alan dokuma endüstrisi şirketlerindeki cari oran değişkeninin kârlılık üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu çalışmada yer alan işletmeler için, mevcut oran değişkeni 2'den büyük veya daha büyük ( $CR \geq 2$ ) muhafazakar finansman stratejisine, değişken  $1 \leq CR < 2$  ise, dengeli finansman stratejisine ve cari oran değişkeni 1'den küçük ( $CR < 1$ ) agresif finansman stratejisi olarak kabul görülmüştür. Araştırma analizinin neticesinde, çalışma sermayesi finansman stratejileri ile varlık döndürmesi, agresif finansman stratejilerini benimseyen işletmelerin varlıkları için en yüksek geliri, dengeli finansman stratejilerini benimseyen işletmeler ikinci sırayı ve muhafazakar finansman stratejisini benimseyen işletmeler en son getiriye elde eden firmaların olduğu tespit edilmiştir.<sup>155</sup>

Panigrahi (2014), 2010-2014 dönemi için Lupin Limited'de agresif / muhafazakar işletme sermayesi politikaları ile karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizde, kârlılık üzerindeki etki, cari oran ve tahsilat günleri dahil olmak üzere farklı işletme sermayesi değişkenleri kullanılarak incelenmiştir. Çalışma likidite ve firma karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu, dönen varlıklara yapılan yatırımın, kârlılığı arttığı veya tersi bir alanda likidite artışına yansıdığını göstermektedir. Nakit dönüş döngüsü ve ROE arasındaki ilişki pozitif ama önemsiz bir ilişki göstermektedir. Dolayısıyla, yönetim yatırım eğrisinin cari varlıklara eğrisini, likidite ve karlılık arasındaki ilişki olumsuz olacağından, sıfırdan negatife çevirdiği likidite-karlılık limitine kadar artırabilmektedir. Çalışmada, Lupine Ltd.'in agresif / muhafazakar işletme sermayesi politikaları arasındaki ilişkiyi araştırılmıştır. Şirketin

<sup>154</sup> Erkan Poyraz, İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Oranları Üzerindeki Etkisi (Akbank T.A.Ş. Uygulaması), Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2012, Cilt:27, Sayı:1, s.47-56.

<sup>155</sup> Mikail Altan, Gamze Şekeroğlu, Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB'de Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı: 30, 2013, s. 223-228

karlılık kriterleri ile işletme sermayesi yatırımı ve finansman politikalarındaki muhafazakarlık derecesi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Eğer şirket muhafazakar bir çalışma sermayesi politikası izlerse, yani daha kısa vadeli fonlara yatırım yaparsa, olumlu bir getiri sağlayabileceği beklenebilmektedir.<sup>156</sup>

Nobanee ve Haddad (2014), Çalışmalarında Japonya'daki şirketler için işletme sermayesi yönetimi, karlılık, firma büyüklüğü ve endüstri tipi arasındaki ilişkiyi araştırılmıştır. Çalışma örneği, 1990-2004 dönemi için Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen 2123 Japon olmayan finansal şirketten oluşmaktadır. Çalışma bulgularına göre, nakit dönüşümü ile yatırımın geri dönüşü arasındaki ilişki yaygın ve olumsuz olarak tespit edilmiştir. Nakit dönüşüm süresinin kısaltılması Japon işletmelerinin kârlılığını arttırmaktadır.

Anandasayanan (2014) Araştırmada, 2003-2009 yılları arasında, Sri Lanka Borsasında işlem gören 80 şirketten bir örnek oluşturarak, işletme sermayesinin kârlılığa etkileri hakkında ampirik kanıt sağlamayı amaçlamaktadır. Çalışmada panel veri ekonometrisi, zaman serileri ve kesitsel gözlemlerin birleştirildiği ve tahmin edildiği havuzlanmış bir regresyon kullanılmıştır. Çalışmada net işletme kârlılığı ile ortalama alacak hesapları bekleme süresi, stok devir hızı ve ortalama günlük nakit dönüşüm süresi arasında önemli bir negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, yöneticilerin alacaklarını ve stoklarını makul seviyeye indirerek işletme sermayelerini daha verimli yönetmeleri durumunda hissedarları için değer oluşturulabileceğini göstermektedir.<sup>157</sup>

---

<sup>156</sup> Ashok Kumar Panigrahi, "Understanding the Working Capital Financing Strategy (A Case Study of Lupin Limited)", Journal of Management Research & Analysis, Vol.1, No.1, Available at, 2014

<sup>157</sup> Sarathadevi Anandasayanan, Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Sri Lanka', Available at, 2014

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### BİST’TE İŞLEM GÖREN FİRMALARDA İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

#### 4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Finans literatüründe geleneksel olarak uzun vadeli finansal kararlara özellikle yatırım, sermaye yapısı, temettü ve firma değerlendirme ile ilgili alanlara odaklanılmıştır. Lakin likidite ve karlılıkta, işletme yönetimi açısından iki önemli konu olduğu için işletme sermayesi de firma değeri üzerinde önemli bir role sahiptir. Bu yüzden nakit yönetimi ve menkul kıymetler yönetimi önemli akademik araştırmalarda yer alarak işletme sermayesi yönetiminin farklı bireysel yönleri üzerinde durulmuştur. Bu kavramın Türkiye İstanbul borsasında (BİST) uygulanabilirliğini test etmek için, işleme sermayesinin firma değerine etkisi üzerinde durarak, şirketler tarafından uygulanan işletme sermayesi yönetiminin, pay sahiplerine ekstra bir gerçek yaratmayı sağladıklarını göstermeyi analizimizde hedeflemekteyiz. Hisse sahiplerine değer yaratmak için işletme sermayesi bir araç olarak temel öneme sahiptir. Bu çalışmada elde edilecek verilerin değerlendirilmesi sonucunda, işletme sermayesi yönetiminin firma karlılığına etkisi arasındaki ilişki ortaya çıkarılmak istenmektedir.

Bu çalışma ile amaçlanan, gelişen ve değişen yeni ekonomik kriterler eşliğinde işletmelerin sermaye yeterliliğinin hangi faktörlerle sağlandığının tespiti ile birlikte kaynak dağılımında finansman kaynaklarının, firmanın sürdürülebilirliğini sağlamada önemli rolü bulunan çalışma sermayesi üzerindeki etkisinin analiz edilmesidir. Ayrıca, büyüyebilmek için işletmelerin çalışma sermayesine vermeleri gereken önem üzerinde durulmuş ve bu bağlamda işletme sermayesinin firma karlılığına etkileri incelenerek gelecek çalışma ve araştırmalara yön vererek bilimsel verilere katkı sağlamak amaçlanmaktadır.

#### 4.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Çalışmamızda da tanımladığımız gibi işletme faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde sabit yatırımlar/varlıklar yeterli olmayıp, üretim yapabilmek için gerekli olan hammaddeye, satışın sürekliliği için stoklara, günlük giderleri karşılayabilmek için nakde ve müşterileri finanse edebilmek için alacaklara ayrılan kaynaklara çalışma sermayesi ya da işletme sermayesi denilmektedir.

İşletmelerin net şimdiki değerini kendi ortakları için maksimum kılmak, fonların uygun varlıklara yatırılmasına sıkı sıkıya bağlıdır. Yatırım harcamaları sonucunda kurulan tesislerin üretime ve gelir getirmeye başlaması zorunlu olmakta, işletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin

genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması, kredi değerliliğinin arttırılması, olağüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetin karlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi açısından işletme sermayesi yönetimi büyük önem arz etmektedir.

### **4.3. BULGULAR**

Bu araştırmada kullanılan veriler BIST' te kayıtlı işlem gören firmalardan alınarak oluşturulan panel zaman serisi analiz modeli kullanılacaktır. Ortaya çıkan sonuçlar nazara alınarak çalışmamız açıklanmaktadır.

#### **4.3.1. Veri Seti ve Yöntem**

Analizde kullanılan veri seti, 36 Firma için 2000 ile 2018 yılları arasında, Faaliyet Karı/Toplam Aktifler (PRF), Toplam Borç/Toplam Aktifler (TBTA) ve Nakit Dönüş Süresi (NDS) serilerine ait 2052 gözlemden oluşmaktadır. Firmalara ilişkin liste EK A' de verilmiştir. Bu firmalara ait veriler BIST' ten alınmış olup, toplam 63 firma arasından 2000-2018 yılları arasında kesintisiz işlem gören inşaat, enerji, otomotiv, teknoloji ve gıda sektöründe faaliyet gösteren 36 adet firma seçilerek analiz yapılmıştır. Analizde temel yöntem olarak panel zaman serisi analizi kullanılacaktır. Modelde PRF bağımlı değişken, TBTA ve NDS bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Uygulanacak bu yöntem içerisinde birimler arası korelasyonun varlığı, serilerin durağanlıkları, parametrelerin homojen olup olmadıkları, eş-bütünleşme analizi ve hata düzeltme modellerini kapsamaktadır. Yatay kesit bağımlılığı ya da birimler arası korelasyon sınaması, durağanlık sınaması ve homojenlik testleri, panel veri modellerinde kullanılacak uygun tahmin yöntemlerinin seçiminde önem arz etmektedir. Bu testler olmaksızın seçilecek uygun olmayan yöntemler yanlış sonuçlar üretecektir.

Analize öncelikle fonksiyonel, istatistik ve VAR modeli kurularak başlanmıştır. Seriler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkileri incelemeyden önce, birimler arasında korelasyonun varlığı, serilerin durağanlıkları ve parametrelerin homojenlikleri incelenmiştir. Buna göre uygun birim kök ve eş bütünleşme testi yöntemleri belirlenmiştir. Seçilen yöntemlerin hangileri olduğu ve gerekçeleri yapılan testlerin sonuçlarına göre yeri geldikçe sonraki başlıklar altında açıklanacaktır.

#### **4.3.2. Model**

Analizde kullanılacak olan modelin fonksiyonel ifadesi Eşitlik (1) de verilmiştir. Toplam borcun ve nakit dönüş süresinin faaliyet karı ile ilişkinin incelendiği modelde, faaliyet karının toplam aktiflere oranı (KAR) bağımlı değişken; toplam borcun toplam aktiflere oranı (TB) ve nakit dönüş süresi (NDS) ise bağımsız değişkenlerdir.



$$KAR = f(TB, NDS) \quad (10)$$

KAR : Faaliyet Karı / Toplam Aktifler

TB : Toplam Borç/Toplam Aktifler

NDS : Nakit dönüş süresi

Eşitlik (1) de tanımlanan fonksiyonel model, analizlerde kullanılmak üzere Eşitlik (2) de istatistiki formda ifade edilmiştir.

$$KAR_{it} = a + \beta_1 TB_{it} + \beta_2 NDS_{it} + u_{it} \quad (11)$$

Eşitlik (2)'de  $a$  sabit terimi ifade etmektedir.  $\beta_1$  parametresi toplam borç ile faaliyet karı,  $\beta_2$  parametresi ise nakit dönüş süresi ile faaliyet karı arasındaki ilişkiyi göstermektedir.  $i$  ( $i = 1 \dots N$ ) firmaları temsil ederken,  $u_{it}$  ise hata terimlerini göstermektedir.

Eşitlik (2) bu hali ile statik bir modeldir. Bu modele serilerin gecikmeli değerleri ilave edilerek dinamik özellik kazandırılabilir. "VAR (Vektör Otoragresif Model)" seriler arasındaki karşılıklı etkileşimi dinamik modeller ile ifade eden bir sistemdir. Buna göre analizde kullanılacak VAR sistemi aşağıdaki eşitlikler ile ifade edilmiştir.

$$dKAR_t = a_1 + \sum_{l=1}^n \beta_{1l} dKAR_{it-l} + \sum_{l=1}^n \beta_{2l} dTB_{it-l} + \sum_{l=1}^n \beta_{3l} dNDS_{it-l} + u_{1t} \quad (12)$$

$$dTB_t = a_2 + \sum_{l=1}^n \beta_{4l} dTB_{it-l} + \sum_{l=1}^n \beta_{5l} dKAR_{it-l} + \sum_{l=1}^n \beta_{6l} dNDS_{it-l} + u_{2t} \quad (13)$$

$$dNDS_t = a_3 + \sum_{l=1}^n \beta_{7l} dNDS_{it-l} + \sum_{l=1}^n \beta_{8l} dTB_{it-l} + \sum_{l=1}^n \beta_{9l} dKAR_{it-l} + u_{3t} \quad (14)$$

Eşitlik (3), (4) ve (5)de  $d$  ilgili serilerin Birinci sıra farklarını göstermektedir.  $u_{1t}, \dots, u_{3t}$  hata terimleridir.

#### 4.3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Sınaması

Birimler arasında korelasyon anlamına gelen yatay kesit bağımlılığı sınaması için "Pesaren 2004 Testi" kullanılmış ve sonuçları Tablo 1 de verilmiştir.

**Tablo - 1** CD-Test

| Değişkenler | CD-test | p-değeri | Korr. | I Korr I |
|-------------|---------|----------|-------|----------|
| <b>KAR</b>  | 12.99*  | 0.000*   | 0.119 | 0.323    |
| <b>TB</b>   | 2.27**  | 0.023    | 0.021 | 0.311    |
| <b>NDS</b>  | 6.68*   | 0.000*   | 0.061 | 0.306    |

**Not:** \* ve \*\* %1 ve % 5 anlamlılık düzeyinde birimler arası korelasyonun var olduğunu göstermektedir.

Tablo 1’de “H0: yatay kesit bağımlılığı yoktur” hipotezi test edilmiş ve sonuçları verilmiştir. Tabloda serilere ait CD-test istatistik değerleri, olasılık değerleri (p-değeri), korelasyon değerleri ve korelasyon değerlerinin mutlak değerleri görülmektedir. Tüm serilerin p-değerleri 0.005’den küçük olduğunda sıfır hipotezi reddedilerek birimler arasında korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır. Bu nedenle serilerin durağanlık sınavında, birimler arasında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci kuşak birim kök testlerinin tercih edilmesi gerekmektedir.

#### 4.3.4. Durağanlık Sınavı

Tablo 2’de ikinci kuşak birim kök testlerinde Hadri Birim Kök Testi sonuçları verilmiştir. Burada H0: seriler durağandır hipotezi sınanmaktadır. Tüm serilere ait t-bar, t-tilde bar ve Z-t-tilde bar istatistikleri ile bunlara ait olasılık değerleri sonuçları görülmektedir. Tabloda ayrıca %1, %5 ve %10 güven aralığı tablo değerleri de verilmiştir.

**Tablo - 2** Hadri Birim Kök Testi Sonuçları

|            | t-bar   | t-tilde-bar | Z-t-tilde-bar | P-değeri | %1     | %5     | %10    |
|------------|---------|-------------|---------------|----------|--------|--------|--------|
| <b>KAR</b> | -2.7731 | -2.2594     | -6.8438*      | 0.000    | -1.820 | -1.730 | -1.690 |
| <b>TB</b>  | -2.2636 | -1.9128     | -4.1286*      | 0.000    | -1.820 | -1.730 | -1.690 |
| <b>NDS</b> | -3.9991 | -2.9075     | 11.9246*      | 0.000    | -1.820 | -1.730 | -1.690 |

Bu sonuçlara göre tüm serilerin istatistik değerleri %1 tablo değerinden küçüktür. Ayrıca olasılık değerleri (p-değeri) 0.05’den küçük olduğundan H0 hipotezi reddedilerek serilerin seviyede durağan oldukları veya serilerin entegrasyon düzeylerinin I(0) olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Birimler arasında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil testlerden biri olan IPS birim kök testi ile serilerin durağanlığı sınanarak Tablo 2. Deki sonuçlar pekiştirilmiştir. Benzer şekilde seriler durağandır H0 hipotezi sınamış ve sonuçları Tablo 3 de özetlenmiştir.

**Tablo - 3** Im Pesaran Shin (IPS) Birim Kök Testi

|            | W-t-bar İstatistiği | p-değeri |
|------------|---------------------|----------|
| <b>KAR</b> | -11.5141            | 0.000    |
| <b>TB</b>  | -8.1730             | 0.000    |
| <b>NDS</b> | -6.0033             | 0.000    |

Tablo. 3’de serilere ait w-t bar test istatistiği değerleri ile bunların olasılık değerleri (p-değeri) sonuçları görülmektedir. Buna göre tüm serilerin olasılık değerleri 0,05 den küçüktür. Buna göre tüm seriler seviyede durağandır.

Serilerin aynı seviyede durağan olmaları aralarında uzun dönemli bir eş-bütünleşme ilişkisinin olabileceğine işaret etmektedir. Ancak eş-bütünleşme testlerine

geçmeden önce, panel veri analizinde önemli olan uygun gecikme uzunluğu belirlenerek, parametrelerin homojen olup olmadığı incelenecektir.

#### 4.3.5. Uygun Gecikme Uzunluğu Değeri

Uzun ve kısa dönem ilişkilerin belirlenmesinde gecikme uzunluğunun doğru belirlenmiş olması tutarlı sonuçlar üretmek için önem arz etmektedir. Bu amaçla Hansen J Testi kullanılmış ve sonuçları Tablo 4'de sunulmuştur.

**Tablo - 4** Hansen J Test Outcomes Testi

| lag | CD        | J        | J p-value | MBIC       | MAIC      | MQIC       |
|-----|-----------|----------|-----------|------------|-----------|------------|
| 1   | .7860914  | 38.501   | .357029   | -169.0459* | -33.499*  | -87.63135* |
| 2   | .4090772  | 21.13607 | .7798738  | -134.5241  | -32.86393 | -73.46319  |
| 3   | .8432871  | 13.77399 | 7437009   | -89.99944  | -22.22601 | -49.29218  |
| 4   | -3.421315 | 2.965697 | .9656394  | -48.92102  | -15.0343  | -28.56739  |

Hansen J Testi sonuçları incelendiğinde, MBIC, MAIC ve MQIC seçim kriterlerine ait değerlerin en küçük olduğu gecikme uzunluğu 1 dir veya başka bir ifade ile seçim kriterlerini en küçük yapan gecikme uzunluğunun 1 olduğu gözükmektedir. Buna göre uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

#### 4.3.6. Homojenite Testi

Parametrelerin homojen mi yoksa heterojen mi olduğunun belirlenmesi, panel nedensellik veya eş-bütünleşme testleri seçiminde önem arz etmektedir. Eğer parametreler homojen ise birinci kuşak panel nedensellik, eş-bütünleşme testleri ve hata düzeltme modellerinden biri seçilmelidir. Eğer parametreler heterojen ise ikinci kuşak panel eş-bütünleşme testi veya hata düzeltme modellerinden biri kullanılmalıdır.

Bu amaçla "Swamy S Homojenite Testi" kullanılmış, "H0: tüm parametreler homojendir." Sıfır hipotezi, "HA: parametreler heterojendir" alternatif hipotezine karşı sınanmış ve sonuçları Tablo 5'de özetlenmiştir.

**Tablo - 5** Swamy S Homojenite Test

| Reg.  | $\chi^2$<br>(140) | Prob ><br>$\chi^2$ |
|---|-------------------|--------------------|
| $KAR_{it} = a + \beta_1 KAR_{it-1} + \beta_2 TB_{it-1} + \beta_3 NBS_{it-1} + u_{it}$ | 347.59            | 0.0000*            |

Tablo 5 de verilen çıktıda değişkenleri bir gecikmeli değerlerinin modelde yer aldığı Swamy S Testi sonuçlarına göre, Chi2 olasılık değeri 0,05'dan küçük çıktığından parametreler homojendir sıfır hipotezi reddedilerek, parametrelerin heterojen olduğu

sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre panel Eş bütünlüşme testlerinde ve hata düzeltme modelleri seçimin de heterojenliği dikkate alan yöntemlerden biri seçilecektir.

#### 4.3.7. Kısa Dönem Nedensellik Analizi

Seriler arasındaki kısa dönemli nedenselliğin varlığı ve yönünü belirlemek için heterojenliği dikkate alan Dumitrescu & Hurlin (2012) Granger Panel Nedensellik testi kullanılmış ve sonuçları Tablo 6'da verilmiştir.

**Tablo - 6** VAR Panel Nedensellik Testi Sonuçları

| H <sub>0</sub> : |   |     | W-bar Stat. | Z-bar Stat. (p-value) | Z-bar tilde (p-value) |
|------------------|---|-----|-------------|-----------------------|-----------------------|
| KAR              | ⇒ | TB  | 3.3067      | 9.7866* (0.000)       | 7.0168* (0.006)       |
| TB               | ⇒ | KAR | 2.2094      | 5.1309* (0.000)       | 3.4402* (0.006)       |
| KAR              | ⇒ | NDS | 2.9250      | 8.1671* (0.000)       | 5.7727* (0.000)       |
| NDS              | ⇒ | KAR | 6.0360      | 7.4367* (0.000)       | 2.9353* (0.0033)      |
| TB               | ⇒ | NDS | 3.0720      | 8.7907* (0.000)       | 6.2517* (0.000)       |
| NDS              | ⇒ | TB  | 7.7904      | 8.0408* (0.000)       | 1.2660 (0.2055)       |

Not : "\*" ve "\*\*" sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık seviyesinde Granger nedenselliğin varlığını göstermektedir.  
(⇒) "Granger nedeni değildir" anlamına gelmektedir.

Tablo 6'da Dumitrescu & Hurlin (2012) Granger Panel Nedensellik Testi sonuçlarına göre :

- KAR, TB'nin granger nedenidir.
- TB, KAR'ın granger nedenidir.
- KAR, NDS'nin granger nedenidir.
- NDS, KAR'ın granger nedenidir.
- TB, NDS'nin granger nedenidir.
- NDS, TB'nin granger nedenidir.

Tablo 6 da verilen test sonuçlarının yorumlarına göre seriler arasındaki ilişkinin varlığı ve yönü Tablo 7'de gösterilmektedir.

**Tablo - 7** Seriler Arasındaki Kısa-Dönemdeki İlişkiler

|  | Değişken | Nedenselliğin Yönü | Değişken |
|---|----------|--------------------|----------|
|   | KAR      | ⇔                  | TB       |
|   | KAR      | ⇔                  | NDS      |
|   | TB       | ⇔                  | NDS      |

#### 4.3.8. Uzun Dönem İlişkilerin Analizi

Seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığı öncelikle birimler arası korelasyonun ve parametrelerin heterojenliğini dikkate alan Westerlund ECM Panel Eş-bütünlüşme testi ile tespit edilecektir. Test sonuçları uzun dönemli bir

ilişkinin var olduğunu ortaya koyması durumunda, uzun dönemde ilişkilerin incelenmesine birimler arası korelasyonu ve heterojenliği dikkate alan ikinci kuşak hata düzeltme modelleri ile devam edilecektir.

#### 4.3.9. Eş-Bütünleşme Testi

Westerlund Panel Eş-bütünleşme testinde H0: Eş bütünleşme yoktur sıfır hipotezi sınanmış ve sonuçları Tablo 8’de özetlenmiştir.

**Tablo - 8** Westerlund ECM Panel Co-integration Test

| PRF TB NDS, lags(0 1) Leads (0 1) bootstrap(100) |                   |          |          |                 |
|--|-------------------|----------|----------|-----------------|
| İstatistik                                       | İstatistik Değeri | Z-değeri | p-değeri | Robust p-değeri |
| <b>G<sub>t</sub></b>                             | -2.019*           | -6.013   | 0.000    | 0.000           |
| <b>G<sub>a</sub></b>                             | -5.510*           | -2.253   | 0.012    | 0.010           |
| <b>P<sub>t</sub></b>                             | -7.229**          | -3.569   | 0.000    | 0.050           |
| <b>P<sub>a</sub></b>                             | -3.006 *          | -4.103   | 0.000    | 0.000           |

Not: \*\* ve \* sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık seviyesinde eş-bütünleşmenin varlığını göstermektedir.

Tablo 8’ de G<sub>t</sub>, G<sub>a</sub>, P<sub>t</sub> ve P<sub>a</sub> test istatistiklerinin değerleri, z-değerleri, p-değerler ve robust p-değerlerine ilişkin sonuçlar görülmektedir. Birimler arası korelasyon olmadığından p-değerleri dikkate alınırken, birimler arası yatay kesit bağımlılığın olması durumunda robust p-değerleri dikkate alınmaktadır. Panelimizde birimler arasını yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden robust p-değerleri dikkate alındığında, G<sub>t</sub>, G<sub>a</sub>, P<sub>t</sub> ve P<sub>a</sub> test istatistiklerinin tamamı için %5 güven düzeyinde H0: Eş bütünleşme yoktur hipotezi reddedilerek uzun dönemli bir ilişki oluşu sonucuna ulaşılmıştır.

Seriler arasında bir Eş bütünleşme ilişkisi tespit edildiğinden, bundan sonraki başlık altında heterojenliği dikkate alan ikinci kuşak hata düzeltme tahmin yöntemleri ile hem kısa hem de uzun dönemdeki ilişkilere ilişkin daha fazla sonuç üretilmeye çalışılacaktır.

#### 4.3.10. Dinamik Otokorelasyonlu Etkiler (DCCE) Tahmincisi

İkinci kuşak hata düzeltme modellerinden DCCE Tahmincisi ile uzun ve kısa dönemde değişkenlerin katsayıları ve anlamlılık düzeylerine ilişkin daha fazla bilgi üreterek daha fazla sonuç üretmesine imkan vermektedir.

Chudik ve Pesaran (2015) tarafından geliştirilen dinamik otokorelasyonlu etkiler tahmincisi, birimler arası korelasyonun farklı türlerine faktörlerdeki birim köke ve eğim heterojenliğine karşı dirençli diğer yöntemlere göre daha doğru sonuçlar üretmektedir. DCCE tahmin sonuçları Tablo 9 da özetlenmiştir.

**Tablo - 9** DCCE Tahmircisi Sonuçları

| F(289, 323) | Prob>F | R-squared | Adj.R-squared | Root MSE | CD Statistic | p-value |
|-------------|--------|-----------|---------------|----------|--------------|---------|
| 14.09       | 0.00   | 0.93      | 0.86          | 0.02     | 1.09         | 0.2756  |

| D.PRF             | Coef.     | Std.Err. | z     | P> z  | [95% Conf. Interval] |  |
|-------------------|-----------|----------|-------|-------|----------------------|--|
| <b>Kısa Dönem</b> |           |          |       |       |                      |  |
| D.TBTA            | .2478089  | .0300236 | 8.25  | 0.000 | .1889637 .306654     |  |
| D.NDS             | -.0001331 | .0000784 | -1.70 | 0.090 | -.0002868 .0000206   |  |
| LD.PRF            | .0283664  | .0637074 | 0.45  | 0.656 | -.0964979 .1532306   |  |
| LD.TBTA           | .0147011  | .0214308 | 0.69  | 0.493 | -.0273025 .0567047   |  |
| LD.NDS            | .000201   | .0000808 | 2.49  | 0.013 | .0000427 .0003593    |  |
| <b>Uzun Dönem</b> |           |          |       |       |                      |  |
| L.PRF             | -.5701318 | .0829785 | -6.87 | 0.000 | -.7327667 -.407497   |  |
| L.TBTA            | .1785864  | .0733454 | 2.43  | 0.015 | .0348321 .3223408    |  |
| L.NDS             | -.0000849 | .0004167 | -0.20 | 0.838 | -.0009017 .0007319   |  |

Mean Group Variables: D.TBTA D.NDS LD.PRF LD.TBTA LD.NDS L.PRF L.TBTA L.NDS  
Long Run Variables: L.PRF L.TBTA L.NDS  
Heterogeneous constant partialled out.

Tablo 9'da uzun dönem ve kısa dönem katsayıları, standart hata değerleri, z-değerleri, p-değerleri ile %95 güven aralığı değerler görülmektedir. R2 değeri 0,93 ve düzeltilmiş R2 değeri 0,86 olduğu ve modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama kabiliyetinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir. F olasılık değeri 0,00 dır ve %5 güven düzeyinin altındadır ve modelin anlamlı olduğuna işaret etmektedir. Tablo 9'un üst kısmı, kısa dönemli ilişkilere ilişkin bilgileri içerirken alt kısmında uzun dönemli ilişkilere ilişkin veriler bulunmaktadır.

Uzun dönemli ilişkiler incelendiğinde hata düzeltme katsayısı negatif ve olasılık değeri 0,05 den küçük olduğundan anlamlıdır. Buna göre uzun dönemde;

- TB ile KAR arasındaki ilişki pozitifdir ve TB'de %1 lik artış, KAR' ın % 0.18 artışa sebebiyet vermektedir.
- NDS ile KAR arasındaki ilişki negatiftir ve NDS' deki % 1 lik artış KAR'I % 0,00009 azaltmaktadır. Ancak bu oran ihmal edilebilir düzeydedir.
- Herhangi bir şok nedeniyle, sistemde meydana gelen bozulmaların % 57'si bir sonraki dönem düzelebilmektedir.

Tablo 9'un üst kısmında yer alan kısa dönem verileri incelendiğinde TB'nin %1 ve NDS' nin ise %10 güven düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre kısa dönemde,

- TB ile KAR arasındaki ilişki pozitifdir ve TB'deki % 1 lik artış KAR' da % 0,24 artışa sebebiyet vermektedir.
- NDS ile KAR arasındaki ilişki negatiftir ve NDS' deki %1'lik artış KAR' ı 0,00013 azaltmaktadır. Bu oran ihmal edilebilir düzeyde düşüktür.

## SONUÇ

Bu araştırmada, işletme sermayesinin yatırım ve finans seviyeleri, firmalara getirileri, risk ve kârlılık arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaçla 2000-2018 BIST' te hisseleri borsada işlem gören şirket verileri arasındaki ilişki panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Araştırma bulguları temelinde sonuçlar özetlenerek araştırma önerileri geliştirilmiştir. Literatürde risk ve getiri arasındaki ilişki ile farklı işletme sermayesi politikaları arasında uzun tartişmalar vardır. Daha agresif işletme sermayesi politikaları yüksek getiri ve risklerle, muhafazakar işletme sermayesi politikaları düşük risk ve getiri ile ilişkilendirilir. Firmaların dönen varlık seviyeleri ile sistematik riskleri arasında doğrusal bir bağıntı olmadığını gösteren ampirik kanıtlar sağlanmıştır. Bununla birlikte, istatistiksel olarak çok anlamlı olmayan ve aynı zamanda doğrusal olmayan bir ilişkinin bazı göstergeleri bulunmuştur. İşletme sermayesi yönetimi Firmaların kârlılığı ve riski üzerindeki etkileri ve dolayısıyla firmaların değerlerini etkilediği nedeniyle önemlidir. Çalışmanın bulguları, işletme sermayesi yönetiminin imalat ve sanayi şirketlerinin karlılığı üzerinde etkili olduğunu ve işletmelerin enflasyon ortamındaki davranışlarını değiştirdiğini göstermektedir. İşletmeler yüksek enflasyon döneminde uzun vadeli yatırımlardan kaçınıırken, oransal olarak düşük sabit varlıklardan daha fazla yararlanarak kısa vadeli cari varlıklara yönelmiş, sabit varlıkların oranı enflasyondaki düşüşle azalmış ancak daha verimli hale gelmiştir. Bu durum mevcut varlıklardan daha fazla kullanılmasına zemin hazırlamıştır.

Analizde BIST'de kayıtlı 36 firmanın, 2000 ile 2018 yılları arasında, Faaliyet Karı/Toplam Aktifler (PRF), Toplam Borç/Toplam Aktifler (TBTA) ve Nakit Dönüş Süresi (NDS) arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Öncelikle regresyon modeli kurulmuştur. Seriler arasındaki kısa dönem nedensellik ve uzun dönem ilişkilerini incelemekten önce uygun analiz yönteminin sečilmesi için serilere arasında yatay kesit bağımlılığı Pesaren 2004 Testi ile ve serilerin durağanlığı Hadri birim kök testi ile incelenmiştir. Buna göre seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğu ve serilerin seviyede durağan olduğu, başka bir ifade ile serilerin entegrasyon seviyesinin I(0) olduğu görölmüştür. Parametrelerin homojen veya heterojen olmaları kısa ve uzun dönem analiz yöntemlerinin seçiminde diğer önemli bir konu olduğundan, Swamy S Homojenlik Testi ile incelenmiş ve parametrelerin heterojen olduğu tespit edilmiştir. Buna göre kısa ve uzun dönem analizlerinde birim arası korelasyonu ve heterojenliği dikkate alan test yöntemleri seçiminin uygun olacağı tespit edilmiştir.

Seriler arasındaki kısa dönem nedensellik ilişkisi Dumitrescu & Hurlin (2012) Granger Panel Testi ile incelenmiştir. Buna göre kısa dönemde; (i)) KAR ile TB

arasında çift-yönlü (ii) KAR ile NDS arasından çift-yönlü (iii) TB ile NDS arasında çift yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Uzun dönem ilişkilerin incelenmesi heterojenliği ve birimler arası korelasyon dikkate alan ikinci kuşak hata düzeltme modellerinden DCCE Tahmincisi kullanılmıştır. Buna göre (a) TB ile KAR arasındaki ilişki pozitif ve TB'de %1 lik artış, KAR' ın % 0.18 artışa sebebiyet vermektedir. (b) NDS ile KAR arasındaki ilişki negatiftir ve NDS' deki % 1 lik artış KAR'ı % 0,00009 azaltmaktadır. Ancak bu oran ihmal edilebilir düzeydedir. (c) Herhangi bir şok nedeniyle, sistemde meydana gelen bozulmaların % 57'si bir sonraki dönem düzelebilmektedir sonucuna ulaşılmıştır.

DCCE Tahmincisi kısa döneme ilişkin sonuçları da üretmektedir. Buna göre (a) TB ile KAR arasındaki ilişki pozitif ve TB'deki % 1' lik artış KAR' da % 0,24 artışa sebebiyet vermektedir. (b) NDS ile KAR arasındaki ilişki negatiftir ve NDS' deki %1'lik artış KAR' ı 0,00013 azaltmaktadır. Bu oran ihmal edilebilir düzeyde düşüktür.

Bir işletmenin faaliyetlerini aksatmadan yürütebilmesini sağlayacak ve aynı zamanda işletme kârlılığını en fazla arttıracak seviyede işletme sermayesini döner varlıklara bağlaması son derece önemlidir. Bundan dolayı, işletme sermayesi yönetiminde etkinliğin sağlanması için ilkin işletmenin ihtiyaç duyduğu optimal işletme sermayesi düzeyinin belirlenmesi gerekmektedir. Enflasyon düzeyinin yüksek olduğu dönemlerde, piyasadaki fiyatların devamlı yükselmesi sebebiyle, işletmeler geleceğe yönelik ihtiyaç duyacakları işletme sermayesinin belirlenmede önemli sorunlar yaşamaktadırlar. Çünkü işletme, duran varlıklara yatırımlar yaparak belli bir üretim ve satış kapasitesine ulaşmıştır. Enflasyon dönemlerinde işletmeler iş hacimlerini aynı şekilde devam ettirebilmek için daha fazla işletme sermayesi temin etmek zorunda kalmaktadır.

Enflasyon işletme sermayesi ihtiyacını genelde arttırmaktadır. Bununla beraber, enflasyonun türü de bu ihtiyacın şiddetini etkilemektedir. Ürüne talebin fazla olduğu yani talep enflasyonunun olduğu dönemlerde stok devir hızını artırarak, aynı zamanda satış koşullarını değiştirerek alacak devir hızını arttırmak, değişen satış koşullarına göre alacakların ortalama tahsil süresini kısaltarak, müşterilerden avans alma olanağını bulan firmalar, ek işletme sermayesi ihtiyaçlarını sınırlandırabilmektedir. Fakat, ekonomik durgunluk ve gerilemenin olduğu dönemlerde fiyat artışlarından dolayı, işletmelerin işletme sermayesi gereksinimleri aşırı şekilde artmaktadır. Satış ve pazarlamada orta çıkan zorluklar stok-alacak devir hızlarının yavaşlamasına, ekonomik durgunluğun sebebiyle müşterilerde ödeme güçlükleri yaşanması gibi sorunlar işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması



sorunlarını daha da arttırmaktadır. Bu gibi durumlarda, ileriye yönelik beklentiler çerçevesinde, alacak ve borçların yönetiminde etkinlik sağlamak amacıyla, olası mali risklere karşı gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir. Alınacak tedbirler işletme bütçesinin sistemli olarak planlanması ile sağlanabilmektedir.

İşletme bütçesinin amacı, gelecek dönemdeki iş hacminin, net gelirin, finansal durumun, yatırım harcamalarının ne olduğunun tespitidir. Yani durumu analiz etmek, işletmenin ilerleyeceği yolu ve uygulanacak yöntemi tespit ederek, hedeflere ulaşabilmek için işletme yönetimin faaliyetlerine yardım etmektedir. İşletme sermayesi; alacak, nakit ve stok olarak gruplandırılır. İşletme sermayesi kârlılığı bu üç ögenin etkin ve doğru yönetimine bağlanmaktadır.

İşletmelerin sağlıklı bir işletme sermayesi yönetimine sahip olmaları, işletmenin içinde bulunduğu sektör ve dönem şartlarına uygun olarak kendisi için en ideal olan ihtiyatlı, dengeli ve atılgan yönetim politikalarından birinin yönetim tarzı olarak belirlenmesi ve işletmenin stok, alacak ve nakit yönetimini disiplinli bir şekilde yürütmesinin, çok büyük önem arz ettiği saptanmıştır.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

AKDOĞAN Nalan ve TENKER Nejat, Bilanço Nasıl Okunur, 2. Baskı, Uluslararası Çalışma Örgütü Yayınları, Maya Matbaası, Ankara,1985.

AKDOĞAN Nalan ve TENKER Nejat, Finansal Tablolar ve Analizi, Ankara, 1985.

AKDOĞAN Nalan ve TENKER Nejat, "Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri", (13.Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2010.

AKGÜÇ Öztin "Finansal Yönetim", Avcıol Basım-Yayın, 9.Baskı, İstanbul, 2012.

AKGÜÇ Öztin, Finansal Yönetim, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 2010.

AKGÜÇ Öztin, "Finansal Yönetim", Avcıol Basım-Yayın, 7.Baskı, İstanbul, 1998.

AKSOY Ahmet ve YALÇINER Kürşat, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, (2. Basım), Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.

AKSOY Ahmet, YALÇINER Kürşat, "İşletme Sermayesi Yönetimi", (5. Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2013.

AKTAŞ Ramazan, İşletme (Çalışma) Sermayesi Yönetimi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara, 2015.

AŞIKOĞLU A. Rıza, "Türkiye'de Yatırım Teşvik Tedbirleri", Anadolu Üniversitesi Yayını, No. 278, Eskişehir, 1988.

AYDIN Nurhan, BAŞAR Mehmet ve COŞKUN Metin, "Finansal Yönetim", (2. baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010.

AYDIN Nurhan, ÇOŞKUN Metin, BAKIR Hasan, CEYLAN Ali, BAŞAR Mehmet, "Finansal Yönetim", T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, No:1465, Nurhan Aydın, (ed.), 6.Baskı, Eskişehir, 2008.

BEKTÖRE Sabri, Ferruh Çömlekçi ve Halim Sözbilir, Mali Tablolar Analizi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırmalar Vakfı Yayınları No: 71, 1993.

BERK Niyazi, "Finansal Yönetim", Türkmen Kitabevi, 11.baskı, İstanbul, 2015.

CERTO Samuel C., STEWARD Husted T., DOUGLAS E. Max, "Business", 3.Baskı, Allyn Bacon, 1990.

COŞKUN Metin, "Finansal Yönetim", Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2006.

ÇABUK Adem, KARAGÜL Arman Aziz, EROL Cengiz, BAŞAR A. Banu, SEVİM Şerafettin, SAYILIR Özlem, "Finansal Tablolar Analizi", T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2996, Saime Önce,(ed.), 2.Baskı, Eskişehir, 2013.

ÇONKAR M. Kemalettin, ÖZDEMİR Şuayip, "Kobi Girişimcileri İçin Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi", İTO Yayınları, Kobilere Yönelik Yayınlar, Yayın No:2009-27, İstanbul, 2009.

ERDOĞAN Muammer, Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi, Atatürk Üniversitesi Yayınları No:540, İşletme Fakültesi Yayınları No:72, Erzurum, 1978.

ERDOĞAN Muammer, "Finansal Yönetim", (4. Baskı), Aktif Yayınevi, Erzurum, 2009.

ERDOĞAN Muammer, İşletme Finansmanı, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Okulu Yayın No:2, Diyarbakır,1990.

GÖNENLİ Atilla, İşletmelerde Finansal Yönetim, (6. Basım), İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1988.

GÜVEMLİ Oktay, İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul, 1994.

HACIOĞLU Ümit, DİNÇER Hasan, "Finana Giriş: Teori ve Uygulama", (1. Basım), Beta Yayınları, İstanbul, 2009.

İVGEN Hünkar, "Şirket Değerleme", Finnet Yayınları, İstanbul, 2003.

NEVEU Reymond P., Çev. Ali Jahankhani ve Ali Parsaiyan, "Finansal Yönetim 2",18. Baskı, Samt Yayınevi, Tahran, 2015.

ODABAŞI Yavuz, Girişimcilik, (2. Basım), Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2005.

OKKA Osman, İşletme Finansmanı, Nobel Yayınları, Ankara, 2010.

ÖCAL Usta, "Yatırım Projeleri ve Değerlendirilmesi", Birleşik Matbaacılık Ltd. Şti, İzmir, 2003.

ÖZDEMİR Muharrem, Finansal Yönetim, Gazi Yayınları, Ankara,1997.

ÖZDEMİR Süleyman, ERSÖZ Halis Yunus, SARIOĞLU İbrahim, "İşsizlik Sorununun Çözümünde KOBİ'lerin Desteklenmesi", İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2006-45, İstanbul, 2006.

ÖZEROL Hakan, "Finansçı Olmayanlar İçin Finans", Elma Yayınevi, 11.Basım, (İş ve Yönetim Serisi:13), Ankara, 2012.

POYRAZ Erkan, "Finansal Yönetim", 2. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2015.

SABUNCUOĞLU Zeyyat, TOKOL Tuncer, "İşletme", Ezgi Yayınları, Bursa, 2001.

SAYILGAN Güven, İşletme Finansmanı, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı, 2017.

USTA Öcal, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, (Dördüncü Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2011.

USTA Öcal, İşletme Finansı Ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008.

ÜLGEN Hayri ve MİRZE Kadri, "İşletmelerde Stratejik Yönetim", Literatür Yayınları, İstanbul, 2004.

## **MAKALELER**

AFZA Talat and NAZİR Mian Sajid, "Working Capital Management Practices of Firms: Empirical Evidence from Pakistan", in the Proceedings of 9th South Asian Management Forum (SAMF) held on February, 2007, 24-25, s.23.

AKDOĞAN Nalan, Kobi Finansal Raporlama Standardına Genel Bakış ve Tam Set IAS/IFRS'lerden Farklılığı, Muhasebe ve Denetim Bakış, 30: 1-26, 2010, s.19.

ALSHUBIRI Faris Nasif, "The Effect of Working Capital Practices on Risk Management: Evidence from Jordan", Global Journal of Business Research, Vol. 5, No. 1, 2011, pp. 39-54.

ALTAN Mikail, ŞEKEROĞLU Gamze, Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB'de Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı: 30, 2013, s. 223-228.

ANANDASAYANAN Sarathadevi, "Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Sri Lanka", Available at, 2014.

ARNOLD Glen , "Corporate financial management", Pearson education limited, 4th edition, 2008.

BIGER Nahum Gill Amarjit & MATHUR Neil, The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from The United States. Business and Economics Journal, 2010.

BÜYÜKŞALVARCI Ahmet, ABDİOĞLU Hasan, Kriz Öncesi Ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2010, 24 (2), 47-70.

COMPANIES IN NIGERIA, Research Journal Of Business Management, Companies in Nigeria, Research Journal Of Business Management, 2009, 3 (3): 73-84, s.75.

CONSULTING Oxera, "Assesing Profitability in Competition Policy Analysis", Oxford: University Der, 2003, s.199.

COŞKUN Ender, KÖK Dünder, Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması, Ege Akademik Bakış, Cilt: 11, Özel Sayı, 2011 s. 75-85.

ÇERÇİ Gözde, UZKARALAR Önder ve Önal Yıldırım Beyazıt, "Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletmelerin Karlılıkları Üzerine Etkisinin Araştırılması", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 2013, Cilt: 50, Sayı: 581, s.43.

DELOOF Marc, "Does Working Capital Management Affects Profitability of Belgian Firms?", Journal of Business Finance and Accounting, April/May, 2003, 573-587.

ELJELLY Abuzar M. A., "Liquidity-Profitability Trade off: An Empirical Investigation in an Emerging Market" International Journal of Commerce and Manangement, 14(2), 2004, s.48-61.

FALOPE Olufemi I. ve AJİLORE Olubanjo T., Working Capital Management And Corporate Profitability: Evidence From Panel Data Analysis Of Selected Quoted Companies İn Nigeria, Research Journal Of Business Management, 2009, 3 (3): 73-84, s.75.

FILBECK Greg, KRUEGER Thomas M., "An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries", American Journal of Business, Vol. 20 Issue: 2, 2005, pp.11-20.

GALLAGHER Timoty J. and ANDREW Joseph D., Financial Management, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 1997, s.411.

HORNE James C. Van and WACHOWÍCZ John M., "Fundamentals of Financial Management", (12th Edition). New York: Prentice Hall Publishers, 2004.

IMDAD KHAN Majid, IMDAD AKASH Rana Shahid, HAMİD Kashif, HUSSAİN Faryad, Day of the Week Effect and Stock Returns: (Evidence from Karachi Stock Exchange-Pakistan), Far East Journal of Psychology and Business, Vol. 3, No. 1, April 2011.

ISLAM Nazrul, MİLİ Shamem Ara, Financial Diagnosis of Selected Listed Pharmaceutical Companies in Bangladesh, European Journal of Business and Management, Vol. 4, No.4, 2012.

MOHAMAD Nor Edi Azhar Binti, SAAD Noriza Binti Mohd, Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia, International Journal of Business and Management Archives Vol. 5, No. 11, 2010.

NWANKWO Odi, "Dimensions of Financial Management", Enugu: Jones Communication and Publishers, 2005, p.451.

OPPEDAHL Richard A., Working Capital Management, South Dakota Business Review, 1990, 49 (2), s.4.

ÖZ Yaşar ve GÜNGÖR Bener, Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2007,10 (2), s.320.

PANİGRAHİ Ashok Kumar, "Understanding the Working Capital Financing Strategy (A Case Study of Lupin Limited)", Journal of Management Research & Analysis, Vol.1, No.1, 2014.

POYRAZ Erkan, İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karlılık Oranları Üzerindeki Etkisi (Akbank T.A.Ş. Uygulaması) Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2012, Cilt:27, Sayı:1, s.47-56.

SAKARYA Şakir, "Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: İMKB'deki Kobilere Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:13, sayı:2, Isparta, 2008, s.236.

SOENEN L.A., Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability Journal of Cash Management, 13, 1993, pp. 53-57.

ŞAHİN Osman, İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Ekim 2011, 6(2), 123-141.

ŞAMİLOĞLU Famil ve DEMİRGÜNEŞ Kartal, "The effect of working capital management on firm profitability: evidence from Turkey", International Journal of Applied Economics and Finance, 2008, 44-50.

UYAR Ali, "The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey". International Research Journal of International Research Journal of, 2009,186-193.

VIOLET Nelima Wanyama, "The Effect of Working Capital Management Policy on Profitability of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange", School of Business, University of Nibori, Kenya, 2012.

WAJAHAT Ali and UL HASSAN Syed Hammad, Relationship between profitability and working capital policy of Swedish companies. Essays.se, Retrieved from Swedish University Essays, 2010.

## TEZLER

ALIMOHAMMADI Vahid, İşletme Sermayesi Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkisi; Bist'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmelerinde Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, 2015, **(Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi)**

ÇAM Alper Veli, İşletmelerde Nakit Yönetimi Stratejilerinin Karlılık Üzerine Etkisi: IMKB'YE Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 2006, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

PAGHEH Eisa, Firmaların İşletme Sermayesi Düzeyleri İle Getiri, Risk Ve Karlılık Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Çalışma, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 2018, **(Yayımlanmış Doktora Tezi)**

SOYKAN Mehmet Erkan, Alacak Ve Kredi Riski Yönetimi: Uygulamalı Bir Araştırma, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2008, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**

YETİŞKEN Ayşen, Ticari Alacak Yönetimi Ve Nakit Bütçesine Etkisi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

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

## İNTERNET KAYNAKLARI

What is Working Capital? <https://www.shopify.com/encyclopedia/working-capital>(Erişim tarihi:01.02.2019)

İşletme Sermayesi Nedir, <https://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303>(Erişim tarihi:02.02.2019)

BAYRAKDAROĞLU Ali, "İşletme Sermayesi Yönetimi Ders Notları", 2013, [http://akademik.mu.edu.tr/Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS\\_NOTU\\_%C4%B0%C5%9Fletme\\_Sermayesi\\_Y%C3%B6netimi.pdf](http://akademik.mu.edu.tr/Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS_NOTU_%C4%B0%C5%9Fletme_Sermayesi_Y%C3%B6netimi.pdf),(Erişim tarihi:03.02.2019)

İşletme Sermayesi Konusuna Bir Çözüm Olarak Faktoring, <https://www.muhasebenews.com/isletme-sermayesi-konusuna-bir-cozum-olarak-factoring-2/>(Erişim tarihi:05.02.2019)

[http://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303\(WEB\)](http://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303(WEB))(Erişim tarihi: 15.02.2019)

Businesses with Large Working Capital Requirements <https://www.shopify.com/encyclopedia/working-capital>(Erişim tarihi:15.02.2019)

Net İşletme Sermayesinin Oluşumu, <https://www.linkedin.com/pulse/%C5%9Fletme-sermayesi-y%C3%B6netimi-b%C3%BClent-fidan>(Erişim tarihi:18.02.2019)

BAYRAKDAROĞLU Ali, "İşletme Sermayesi Yönetimi Ders Notları" Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Güz 2013, [http://akademik.mu.edu.tr/Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS\\_NOTU\\_%C4%B0%C5%9Fletme\\_Sermayesi\\_Y%C3%B6netimi.pdf](http://akademik.mu.edu.tr/Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman/MSKUDERS_NOTU_%C4%B0%C5%9Fletme_Sermayesi_Y%C3%B6netimi.pdf) (Erişim tarihi: 25.02.2019)

UMS 1 mali tabloların sunumu, (2007) güncellenmiş. <http://www.denetimnet.net/Pages/UFRSSunumveA%C3%A7%C4%B1klamaKontrolListesi.aspx> (Erişim tarihi:18.03.2019).

AKTAŞ Ramazan, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, [www.fto.org.tr/DB\\_INT\\_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi\(FTSO\).ppt](http://www.fto.org.tr/DB_INT_Image/4/1714/IsletmeSermayesiYonetimi(FTSO).ppt)(Erişim tarihi:29.03.2019)

GARCÍA Joana F.L., The Impact of Working capital Management upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies. U. Porto Faculdade De Economia, 2011, <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/>(Erişim tarihi:30.03.2019)



## EKLER

Analiz kısmında verileri kullanılan BIST' te kayıtlı üretim sanayi ve ticaret firmaları;

|  |
|--|
| 1-Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi Ve Tic. A.Ş.    |
| 2-AKSA   |
| 3-Alarko Carrier Sanayii Ve Ticaret A.Ş.                 |
| 4-Arçelik A.Ş.   |
| 5-Aselsan A.Ş.   |
| 6-Aygaz  |
| 7-Bolu Çimento Sanayi A.Ş.                               |
| 8-Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.                   |
| 9-Ege Seramik Industry & Trad Inc.                       |
| 10-Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayi A.Ş.            |
| 11-Ereğli Demir Ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi |
| 12-İzmir Demir Çelik Sanayi Inc.                         |
| 13-Migros Ticaret A.Ş.                                   |
| 14-Petkim Petrokimya Holding A.Ş.                        |
| 15-Pınar Entegre Et Ve Yem Sanayi A.Ş.                   |
| 16-Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi A.Ş.              |
| 17-Trakya Cam Sanayii A.Ş.                               |
| 18-Turcas Petrol A.Ş.                                    |
| 19-Vestel Elektronik Sanayi Ticaret A.Ş.                 |
| 20-Nortel Networks Netaş Telekomunikasyon A.Ş.           |
| 21-Izocam Ticaret Ve Sanayi A.Ş.                         |
| 22-EIS Eczacıbaşı ilaç Sanayi ve Ticaret A.Ş.            |
| 23-Enka İnşaat Ve Sanayi A.Ş.                            |

|   |
|---|
| 24-Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ő.               |
| 25-Tat Gıda Sanayi A.Ő.                             |
| 26-TüpraŐ-Türkiye Petrol Rafineleri A.Ő.            |
| 27-Sasa Dupont Sabancı Polyester Sanayi A.Ő.        |
| 28-Akçansa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ő.           |
| 29-Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi Ve Ticaret A.Ő.    |
| 30-Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi Anonim Şirketi |
| 31-Ford Otomotiv Sanayi A.Ő.                        |
| 32-Türk ŐiŐe Cam                                    |
| 33-TofaŐ Türk Otomobil Fabrikası A.Ő.               |
| 34-Kardemir Karabük Demir Sanayi Ve Ticaret A.Ő.    |
| 35-Penguen Gıda A.Ő.                                |
| 36-Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San & Tic. A.Ő. |