

**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**BİST METAL ANA ENDEKSİNDE YER ALAN
İŞLETMELERİN ÖZSERMAYE KÂRLILIĞINA ETKİ
EDEN ÇALIŞMA SERMAYESİ FAKTÖRLERİ**

Leyla Yıldız

Zonguldak 2019

**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**BİST METAL ANA ENDEKSİNDE YER ALAN
İŞLETMELERİN ÖZSERMAYE KÂRLILIĞINA ETKİ
EDEN ÇALIŞMA SERMAYESİ FAKTÖRLERİ**

**Hazırlayan
Leyla Yıldız**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi Ersin Açıkgoz**

Zonguldak 2019

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

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

24.../6/2019

Leyla Yıldız

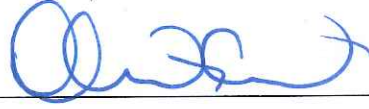


ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalında 145282101014 numaralı Leyla Yıldız'ın hazırladığı **“BİST Metal Ana Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Özsermaye Kârlılığına Etki Eden Çalışma Sermayesi Faktörleri”** konulu ~~DOKTORA/YÜKSEK LİSANS~~ tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 12/06/2019 Çarşamba günü saat 10:00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin onayına OYBİRLİĞİYLE/~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

Başkan _____



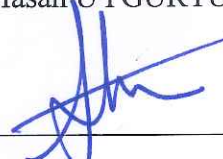
Prof. Dr. Ahmet Ferda ÇAKMAK

Üye _____



Doç. Dr. Hasan UYGURTÜRK

Üye _____



Dr. Öğretim Üyesi Ersin AÇIKGÖZ (Danışman)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

21.06/2019


Doç. Dr. Ertuğrul YILDIRIM
Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurum : ZBEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı
Tez Başlığı : BİST Metal Ana Endeksinde Yer Alan İşletmelerin
Özsermaye Kârlılığına Etki Eden Çalışma Sermayesi
Faktörleri
Tez Yazarı : Leyla Yıldız
Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Ersin Açıkgöz
Tez Türü, Yılı : Yüksek Lisans Tezi, 2019
Sayfa Adedi : 81

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul Metal Ana Endeksi' nde faaliyet gösteren işletmelerin öz sermaye kârlılığına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin tespit edilmesidir. Dolayısıyla, 2008-2018 dönemini kapsayan bir veri seti oluşturulmuş ve söz konusu dönemde BİST Metal Ana Endeksinde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıklarını etkileyebilecek çeşitli faktörler Eviews 9.0 paket programı yardımıyla panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre BİST Metal Ana Endeksinde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde aktif devir hızı oranı ile toplam borç/özsermaye oranlarının pozitif, cari oran ve satış değişim oranı değişkenlerinin ise negatif yönlü ve anlamlı bir etkileri bulunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Öz sermaye Kârlılığı, Metal Ana Endeksi, Çalışma Sermayesi, Panel Veri Yöntemi.

ABSTRACT

Institution : ZBEU Institute of Social Sciences, Department of Management
Title : Working Capital Factors Affecting the Return on Equity of Companies listed in BIST Basic Metal Index
Author : Leyla Yıldız
Adviser : Assist. Prof. Dr. Ersin Açıkgöz
Type of Thesis, Year : MSc. Thesis, 2019
Total Number of Pages : 81

The aim of this study is to determine the working capital factors that affect the return on equity of the firms listed in the Borsa Istanbul Basic Metal Index. Therefore, a data set covering the period of 2008-2018 was formed and various factors, which might affect the return on equity of the firms listed in the BIST Basic Metal Index, were analyzed by panel data method by Eviews 9.0 software program.

The results of the analysis have shown that the return on equity of the firms listed in BIST Basic Metal Index are positively affected by the variables namely; asset turnover ratio and total debts to total equity ratio, in contradiction to current ratio and sales growth factor which represents the growth opportunities.

Keywords: Return on Equity, Basic Metal Index, Working Capital, Panel Data.

ÖNSÖZ

Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans programı kapsamında yapılan bu çalışmada, gelişmekte olan ekonomiler arasında yer alan Türkiye’ de, sermaye piyasasının en önemli kurumu olan Borsa İstanbul (BİST) A.Ş.’ de işlem gören BİST Metal Ana Endeksine kayıtlı işletmelerin öz sermaye kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla kurulan model panel veri yöntemi ile sonuçlandırılmıştır.

Bu çalışma süresince, zamanını ve sabrını benden esirgmeden her konuda bana yol gösterip, bilgi ve deneyimleri ile ufkumu genişleten değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Dr. Öğretim Üyesi Ersin Açıkgöz’e, tüm hayatım boyunca sevgi, anlayış ve destekleriyle her zaman yanımda olan aileme ve hayatımın anlamı biricik eşim Berk’e teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	viii
TABLolar LİSTESİ	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ	1
1. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI, ÖZELLİKLERİ VE ÇEŞİTLERİ .4	
1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı ve Önemi	4
1.1.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi İçin Ayrılan Süre	6
1.1.2. Çalışma Sermayesi için Yatırılan Tutarlar.....	7
1.1.3. Çalışma Sermayesi ile Faaliyet Hacmi Arasındaki İlişki	8
1.1.4. Çalışma Sermayesi ile Kârlılık Arasındaki İlişki	8
1.1.5. Çalışma Sermayesinin Küçük İşletmeler İçin Önemi	9
1.2. Çalışma Sermayesinin Özellikleri ve Çeşitleri	10
1.2.1. Çalışma Sermayesinin Özellikleri	10
1.2.2. Çalışma Sermayesi Çeşitleri	13
2. YAZIN TARAMASI.....	17
2.1. Gelişmiş Ülkelerde Çalışma Sermayesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar	17
2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışma Sermayesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar	23
2.3. Türkiye’ de Çalışma Sermayesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar	28
3. İŞLETMELERİN FİNANSAL İHTİYAÇLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE FİNANSAL ORAN ANALİZİ İLE ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	34
3.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletmeye Özgü Faktörler	34
3.1.1. İşletme Büyüklüğü, Faaliyet Konusu ve Doğası	34
3.1.2. Tedarik ve Satış Koşulları.....	36
3.1.3. Likidite Durumu	37
3.1.4. Stok Değerleme Yöntemleri	38
3.1.5. Kapasite Kullanım Oranları	38

3.1.6. Üretim Süresi	39
3.1.7. İşletmelerin Temettü ve Büyüme İle İlgili Politikaları	39
3.1.8. İşletme Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi.....	40
3.1.9. Satıcı Kredilerinden Yararlanma Derecesi	41
3.1.10. Sermaye Maliyeti	42
3.1.11. Amortisman Politikalarının Etkisi	43
3.1.12. Yöneticilerin Riske Bakış Açıları	45
3.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler	46
3.2.1. Vergi Uygulamaları	46
3.2.2. Enflasyon, Konjonktür Değişimleri ve Dönemsel Dalgalanmalar	47
3.2.3. Teknolojik Değişimler	48
3.2.4. Finansal Piyasaların ve Kurumların Gelişmişlik Düzeyi.....	49
3.3. Finansal Oran Analizi İle Çalışma Sermayesi Unsurları Arasındaki İlişki	49
3.3.1. Kârlılık Oranları.....	50
3.3.2. Likidite Oranları	51
3.3.3. Verimlilik Oranları	53
3.3.4. Finansal Yapı Oranları.....	55
4. BİST METAL ANA ENDEKSİNDE YER ALAN İŞLETMELERİN ÖZSERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİ EDEN ÇALIŞMA SERMAYESİ FAKTÖRLERİNİN TESPİT EDİLMESİ	58
4.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı.....	59
4.2. Araştırmanın Veri Seti	61
4.3. Model ve Analiz Yöntemi.....	62
4.3.1. Durağanlık Testi ve Sonuçları	63
4.3.2. Panel Veri Yöntemi Seçimi	65
4.3.3. Hausman Testi	65
4.3.4. Otokorelasyon Testi.....	66
4.3.5. Değişen Varyanslılık (Heteroskedasite) Testi	66
4.4. Analize İlişkin Bulgular	68
SONUÇ	69
KAYNAKÇA.....	75
ÖZGEÇMİŞ	81

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa

Grafik 1.1: 500 Büyük Sanayi Kuruluşu İçinde Dönen Varlıkların Oranı 6



TABLÖLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 4.1: Değişkenlere İlişkin Açıklamalar	62
Tablo 4.2: Metal Ana Sanayi Sektörü İşletmeleri ve BİST Kodları	62
Tablo 4.3: Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	63
Tablo 4.4: F-Testi Sonuçları	65
Tablo 4.5: Hausman Testi Sonuçları.....	66
Tablo 4.6: Otokorelasyon Testi Sonuçları.	66
Tablo 4.7: Heteroskedastisite Testi Sonuçlar	67
Tablo 4.8: Panel Regresyon Sonuçları.....	68



KISALTMALAR LİSTESİ

AOTS	: Ağırlıklı Ortalama Tahsilat Süresi
BAE	: Birleşik Arap Emirlikleri
BİST	: Borsa İstanbul
CFO	: Chief Finance Officer
EKK	: En Küçük Kareler
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
ISO	: İstanbul Sanayi Odası
KKO	: Kapasite Kullanım Oranı
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
PWC	: Pricewaterhouse Coopers
ROA	: Return on Assets
ROCE	: Return on Capital Employed
ROE	: Return on Equity
SGK	: Sosyal Güvenlik Kurumu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TVM	: Türk Vergi Mevzuatı
USD	: United States Dollar
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

Teknolojik gelişmelerin yol açtığı yenilikler, işletmelerin faaliyet alanlarını genişleterek, satışlarını uluslararası pazarlara taşımalarına olanak sağlamıştır. Bu değişim ise işletmeleri kâr odaklı yönetim anlayışını terk ederek, piyasa değeri veya hissedar serveti maksimizasyonu temeline dayalı bir yönetim anlayışına itmiştir. Dolayısıyla, gelişen bu teknolojik, ekonomik ve finansal koşullar işletmelerin yatırım, finansman ve temettü politikalarını tekrar gözden geçirmelerine de neden olmuştur.

Bilindiği üzere işletmelerin esas faaliyet gelirleri ürettikleri mal veya hizmet satışlarına bağlıdır. Bu nedenle küresel boyuta taşınan faaliyetlerin devam ettirilerek rekabetin sürdürülebilmesi doğru ve verimli yatırım ve finansman kararları ile yakın ilişkilidir. Çünkü işletmelerin büyüme, modernizasyon vb. faaliyetleri için gerekli sabit varlıkların satın alınıp, üretim sürecine geçilebilmesi için ciddi tutarda kaynağa gereksinimleri vardır. Ancak yatırım harcamaları sonucunda kurulan tesislerin veya iktisap edilen makine ve teçhizatın gelir getirici üretim faaliyetlerine yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle sadece sabit varlıkların elde edilmesi yeterli değildir. Aynı zamanda bu varlıkların gelir getirici faaliyetlerde de kullanılmaları gerekmektedir. Ancak söz konusu faaliyetlerin başlaması için yeniden sermaye ihtiyacı ortaya çıkmakta dolayısıyla da yöneticilerin yeni fonlar bulmaları gerekmektedir. İşte mal veya hizmetlerin üretilmeye başlanmasından gelir elde edilmesine kadar geçen süreç boyunca üretim faktörlerine bağlanacak olan bu fonlara, *çalışma* veya *işletme sermayesi* denilmektedir.

Çalışma sermayesi kapsamında kullanılan bu kaynaklar, işletmeler tarafından hesap dönemi veya cari dönem içerisindeki faaliyetlerin finanse edilmesinde kullanılan fonlardır ve genel olarak da kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmeleri gerekliliği üzerinde hem akademisyenler hem de yöneticiler uzlaşmaktadırlar.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul A.Ş. (BİST)' de işlem gören metal ana endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörleri panel veri analizi yöntemi ile incelenmiş ve işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi politikalarına gelişmekte olan bir piyasa çerçevesinden bakılmak istenmiştir.

Çalışmada, Türkiye ekonomisinin metal ana sektöründe faaliyet gösteren işletmeler seçilerek, bu işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde hangi faktörlerin etkin oldukları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunu gerçekleştirebilmek için, BİST’ de kayıtlı metal ana endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıklarına etki edeceği düşünülen en önemli faktörler yapılan yazın taraması sonucunda tespit edilmiş ve söz konusu değişkenlerin BİST metal ana endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıkları üzerindeki etkileri uygun hipotezler yardımıyla test edilmiştir.

Çalışma kapsamındaki işletmelerin 2008-2018 yıllarına ilişkin finansal tablo verileri ise Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun resmi internet (<https://www.kap.org.tr>) adresinden elde edilmiştir. Bu veriler yardımı ile oluşturulan panel veri setine ilişkin istatistiki modelin test edilmesinde ise EViews 9 paket programından yararlanılmıştır. Küresel finansal krizin ardından işletmelerin kârlılıkları üzerindeki değişimlerin gözlemlenebilmesi ve kârlılık üzerindeki faktörlerin belirlenebilmesi amacıyla çalışma dönemi 2008 yılından günümüze gelen zaman dilimi temel alınarak şekillendirilmiştir.

Çalışma kapsamındaki tek bağımlı değişken öz sermaye kârlılık oranı (Return on Equity, ROE)’ dır. Bağımlı değişkeni etkilediği düşünülen ve test edilmek üzere analiz kapsamına dâhil edilen çalışma sermayesi unsurları ise sırasıyla; cari oran, asit-test oranı, alacak devir hızı, aktif devir hızı, stok devir hızı, net satışlar büyüme oranı, kaldıraç oranı, toplam borç / öz sermaye oranı ve faiz karşılama oranı olarak belirlenmiştir.

Çalışma toplam dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, çalışma sermayesi kavramı açıklanmış ve çalışma sermayesinin işletmeler için önemine değinilerek, çalışma sermayesinin özellikleri ile çalışma sermayesi çeşitleri alt başlıklar halinde kısaca açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, çalışma sermayesi ile kârlılık arasındaki ilişkilerin araştırıldığı ve işletmelerin kârlılıklarına etki eden faktörlerin analiz edildiği çalışmalar yazın taraması ile tespit edilmiş ve söz konusu çalışmalara ilişkin sonuçlar; gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’ de yapılmış çalışmalar alt başlıklarında sınıflandırılmıştır. Yazın taramasını takip eden üçüncü bölümde ise işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerine etki eden

faktörler işletmeye özgü ve işletme dışı faktörler detaylı bir şekilde açıklanmış ve finansal oranlar ile çalışma sermayesi unsurları arasındaki ilişkilere değinilmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde ise, çalışmanın amacı, kapsamı ve çalışmada kullanılan veri seti ile yöntem hakkında bilgilere yer verilerek, uygulamada kullanılan testler ile elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Sonuç bölümünde ise, uygulama sonuçları özetlenerek genel bir değerlendirme yapılmıştır.



1. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI, ÖZELLİKLERİ VE ÇEŞİTLERİ

Bu bölümde öncelikle çalışma sermayesi kavramı ve önemine kısaca değinilecek, daha sonra ise çalışma sermayesinin özellikleri ve çeşitleri hakkında bilgiler verilecektir.

1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı ve Önemi

Net işletme sermayesi olarak da bilinen çalışma sermayesi temel olarak bir işletmenin nakit ve nakit benzerleri, alacakları ve stoklarından meydana gelen toplam dönen varlıkları ile cari yükümlülükleri arasındaki fark olup, işletmenin likiditesinin, operasyonel verimliliğinin ve kısa vadeli finansal sağlığının bir ölçüsü veya göstergesidir. Başka bir ifadeyle çalışma sermayesi, işletme faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kullanılan ve kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklardır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 5).

Bilindiği üzere işletmeler kuruluş amaçları gereği kâr elde etme hedefi ile yönetilen organizasyonlardır. Ancak son yıllarda küreselleşme hareketleri sonucunda değişen koşulların etkisi ile işletmelerin rakipleri artmış dolayısıyla da rekabet her alanda yoğunlaşmıştır. Dolayısıyla, değişen teknolojik ve ekonomik şartlar başta finans yöneticileri olmak üzere tüm yöneticileri işletme politika ve stratejilerini gözden geçirmeye ve piyasa veya hissedar değeri merkezli yeni amaçlar belirlemeye sevk etmiştir. Bu nedenle yöneticiler, hissedar değerinin maksimum kılınması, kâr elde edilmesi, topluma faydalı mal ve hizmetler üretilmesi veya sürdürülebilir bir büyüme sağlanarak sürekliliğin sağlanması gibi yeni amaçlar ile hedeflerini revize ederek, sahip oldukları fonların uygun varlıklara yatırılması gerekliliğini benimsemek mecburiyetinde kalmışlardır.

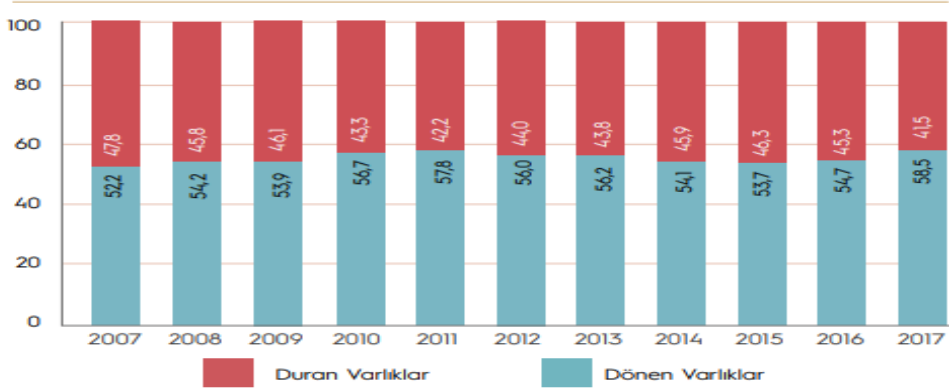
Diğer yandan, tüm işletmelerin gerek faaliyete başlamak gerekse de mevcut faaliyetlerini geliştirip, artırabilmek için sabit varlıklara yatırım yapmaları gerekmekte ve söz konusu yatırımların gerçekleştirilmesi için de sermaye gereksinimi ortaya çıkmaktadır. Üstelik işletmelerin sadece sabit varlık yatırımlarını finanse etmek için sermaye veya fon bulmaları da yeterli değildir. Çünkü sabit varlık yatırımlarının tamamlanması ile kurulan tesislerde gelir getirici

faaliyetlere başlanabilmesi veya artan faaliyetlerin verimli bir şekilde yürütülebilmesi için de yeni kaynaklara gereksinim duyulmaktadır.

İşte bu süreç etkin bir çalışma sermayesi yönetimi gerektirmektedir. Zira çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin finansal açıdan en verimli şekilde çalışmasını sağlamak için çalışma sermayesinin iki bileşeni olan cari varlıkları ve borçları izlemek ve kullanmak için tasarlanmış bir yönetim stratejisini içerir. Bu stratejinin özünü ise yeterli nakit akışının sürdürülmesi faaliyetleri oluşturur. Çünkü bir işletmenin yeterli çalışma sermayesi olmasa o işletme yatırım yapma ve büyüme potansiyelini kaybetmekte ve rekabet gücü de zayıflamaktadır. Ayrıca net çalışma sermayesinin negatif değerlere ulaşması gibi durumlarda işletmeler kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getiremeyerek, temerrüde düşebilmekte ve hatta iflas riski ile bile karşı karşıya kalabilmektedirler.

Bununla birlikte, çalışma sermayesi; işletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz sürdürebilmesi, iş hacminin genişletebilmesi, likidite riskinin azaltılması, işletmenin kredi değerliliğinin artırılması, olağanüstü koşullarda finansal açıdan zor durumlara düşülmemesi, faaliyetlerin kârlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açılarından da büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 2010; 201). Ayrıca dönen varlıkların işletmelerin toplam varlıkları içerisindeki payları oldukça yüksektir. Ülkemizde İstanbul Sanayi Odası (ISO) tarafından yaptırılan bir araştırmaya göre Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşunda *Dönen Varlıklar/Toplam Varlıklar* oranı %58,5 seviyesindedir (ISO, 2018: 61). Grafik 1.1'den de görüldüğü üzere Türkiye'de faaliyetlerini yürüten 500 Büyük Sanayi Kuruluşu'nun toplam varlıklar içinde dönen varlıkların oranı son 10 yıllık süreçte %52,2' nin altına düşmemiştir. Dolayısıyla toplam varlıklar içerisinde dönen varlıkların yüksek oranlara ulaşması işletmeler için çalışma sermayesi yönetiminin ne kadar önemli olduğunu teyit eder niteliktedir.

Grafik 1.1: 500 Büyük Sanayi Kuruluşu İçinde Dönen Varlıkların Oranı



Kaynak: ISO (2017), *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu*, s.61.

Buradan hareketle, işletmeler açısından çalışma sermayesi yönetiminin ne kadar önemli olduğunu aşağıdaki başlıklar altında toplayarak değerlendirmek mümkündür:

1.1.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi İçin Ayrılan Süre

Bilindiği üzere finansal yönetimin odaklandığı üç temel konu vardır. Bunlardan ilki *yatırım* diğeri ise *finansman* politikalarına ilişkin kararları kapsamaktadır. Bununla beraber, işletmelerin sabit varlık yatırımlarının planlanması noktasında sözü edilen yatırım kararları *sermaye bütçelemesi* kapsamında yürütülmekte ve ağırlıklı olarak işletmelerin kuruluş aşamasında ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla modern finansal yönetimin ilgilendiği temel alanlardan biri olan finansman kararlarının, sabit varlıklarla ilgili kısmı da ya kuruluş aşamasında devreye girmekte ya da yenileme veya bakım-onarım gibi periyodik faaliyetlere bağlı özel durumlarda ön plana çıkmaktadır.

Diğer yandan, finansal yönetim faaliyetleri *temettü (kâr payı)* dağıtılmasına ilişkin kararların alınmasını da içermektedir. Ancak finans yöneticisi veya finans kurulu başkanı (CFO, Chief Finance Officer) sadece belirli dönemlerde bu kararların alınması için zamanını tüketmektedir. Başka bir deyişle, temettü kararları için daha çok dönem sonlarında ve kâr elde edildiği takdirde yoğun zaman ayrılmaktadır. Ancak, çalışma sermayesi faktörleri olan; stokların, alacakların ve nakit varlıkların (likidite) yönetimi finans yöneticilerinin çalışma sürelerinin büyük bir bölümünü almaktadır. Çünkü satıcılara olan ödemelerle birlikte ücretlerin ve

vergilerin ödenmesini de içeren pek çok konu kurumların finans bölümleri ve finans yöneticilerinin sorumluluğundadır.

1.1.2. Çalışma Sermayesi İçin Yatırılan Tutarlar

İşletmelerin gereksinim duydukları çalışma sermayesi tutarları, hem sektör hemde işletme büyüklüğüne göre farklılıklar gösterir. Örneğin ticari alanda faaliyet gösteren işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçları sınai alanda faaliyet gösteren işletmelere kıyasla nispeten daha yüksektir. Çünkü her ne kadar sanayi işletmelerinde hammadde ve yarı mamul stokları mevcutsa da pazarlanabilir nihai ürüne sahip ticaret işletmelerinde stokların daha yüksek olması nedeniyle çalışma sermayesi için yatırılan tutarlar da daha büyük olmaktadır. Bununla birlikte finans yazınında yapılan çalışmalarda, işletme büyüklüğü faktörü toplam varlıklar veya satışlardaki değişim ile ölçülmektedir. Dolayısıyla bu bilgi doğrultusunda bir değerlendirme yapıldığında; işletmelerin büyüdükçe stok, alacak ve nakit gereksinimleri artmakta, başka bir deyişle çalışma sermayesi ihtiyaçları da artmaktadır. Zira muhasebenin temel eşitliğinde de ifade edildiği üzere her zaman varlıklar ile kaynakların tutarı eşit olmaktadır. Bu nedenle işletme varlıklarındaki, özellikle de dönen varlıklarındaki artış, aynı miktarda sermaye artışı gereksinimi doğuracaktır.

Diğer yandan çalışma sermayesi tutarı; işletmenin faaliyet konusuna, ekonomik şartlara, devletin kredi politikasına, faiz oranına, üretilecek ve satılacak malların tedarik ve üretimi süresine, üretilen mamullerin birim maliyetinin büyüklüğüne, işletmenin satış hacmi ve koşullarına, satışların mevsimlik olmasına, stok devir hızına ve alacakların devir hızına göre de farklılık gösterir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 10). Nitekim aynı sektörde faaliyet gösteren benzer niteliklere sahip işletmelerde bile çalışma sermayesi gereksinimleri ve tutarları da farklılaşabilmektedir. Ancak çalışma sermayesi için yatırılan tutarların boyutu her ne kadar işletmelere ve faaliyet alanlarına göre bir değişiklik arz etse de genel olarak işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri toplam borçlarının büyük bir kısmını oluşturmaktadır. ISO (2018) tarafından yayınlanan raporda 2017 yılı itibariyle birçok sektörde kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki paylarının %50'nin üzerinde bir paya sahip olduğu, hatta metal ana sanayi sektörü için bu oranın 2017 yılı itibariyle %73 oranında gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bu durum çalışma sermayesinin önemli unsuru olan kısa vadeli borçlanma tutarlarının toplam

borçlar içindeki büyük payını göstermekle birlikte temel olarak farklı sektörlerde faaliyet gösterecek işletmelerin çalışma sermayesi için yatırdıkları tutarların ne kadar büyük olduğunun da bir işaretidir.

1.1.3. Çalışma Sermayesi İle Faaliyet Hacmi Arasındaki İlişki

İşletmelerin temel kuruluş amaçlarının başında gelen kâr, işletmenin gelirleri ile maliyet unsurları arasındaki ilişkiyle yakından ilgilidir. Bilindiği üzere toplam maliyetin bir unsuru olan sabit maliyetler üretim miktarına veya faaliyet hacmine bağlı olarak belirli bir kapasite içinde değişkenlik göstermezler. Bununla birlikte, işletmelerin kârlılıklarını artırabilmeleri öncelikli olarak satışlarını artırabilmelerine, başka bir deyişle sahip oldukları cari varlıkları etkin kullanabilmelerine bağlıdır.

Faaliyet hacminde oluşacak artışlara ise çalışma sermayesi duyarlıdır. Çünkü satışları artırmak için üretimi de artırmak gerektirmektedir ki fiyat ile birim değişken maliyet arasındaki ilişkiye bağlı olarak ortaya çıkan katkı payı, kârlılığı etkilemektedir. Bu nedenle faaliyet hacminin göstergesi olan satışlar, çalışma sermayesi ve unsurlarının hesaplanmasında temel faktör olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, satış tutarları artış gösteren işletmelerin stoklarında, alacaklarında ve nakit mevcutlarında artışların yaşanması kaçınılmazdır. Ancak çalışma sermayesinin daha etkin kullanımının çalışma sermayesine duyulan ihtiyaç ile aynı oranda olmayacağı da göz ardı edilmemelidir (Aksoy ve Yalçın, 2013: 11).

1.1.4. Çalışma Sermayesi İle Kârlılık Arasındaki İlişki

Likidite tüm işletmeler için önemli bir faktördür. Yüksek likiditeye sahip işletmelerde iflas veya finansal sıkıntı ile karşılaşma olasılığı oldukça düşüktür. Zira ihtiyacından fazla nakit bulunduran olan bu işletmeler, olağanüstü şartların ortaya çıkması durumunda bile işletmenin sürekliliğini sağlayacak nakit gücüne sahiptirler. Başka bir ifadeyle, karşılaşılabilecek riskler için hazırlıklıdırlar. Ancak elde ihtiyaçtan fazla nakit bulundurmanın da bir maliyeti (fırsat maliyeti) vardır. Özellikle enflasyon ve faiz oranlarının yüksek, döviz kurlarının ise oynak olduğu gelişmekte olan ülkelerde, elde tutulan fazla tutardaki likit (hızlı ve değer kaybına uğramadan paraya çevrilebilen) varlıklar, diğer iktisadi değerlere yapılacak yatırımlardan sağlanabilecek gelirden yoksun kalınmasına yol açar. Dolayısıyla,

likiditeyi azaltıp, fonları gelir sağlayan iktisadi değerlere yönlendirmek suretiyle, kârlılığı artırmak mümkündür (Akgüç, 2010: 207).

Diğer yandan, çalışma sermayesi düzeyinin tespiti, işletmenin borçlarının vade yapısına ve varlıkların likidite derecesine dayalı olup, çalışma sermayesi ile ilgili kararlar kârlılık ve risk arasındaki değişimin etkisi altındadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 12). Zira risk ile getiri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunurken, kârlılık ile likidite arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu nedenle işletme sahip ve yöneticilerinin riske karşısındaki tutumları alacakları kararları yönlendirdiğinden hem çalışma sermayesi tutarı hem de kârlılık bu durumdan etkilenmektedir.

1.1.5. Çalışma Sermayesinin Küçük İşletmeler İçin Önemi

Çalışma sermayesi tüm işletmeler için büyük öneme sahiptir. Ancak küçük işletmeler için önemi büyük işletmelere kıyasla daha fazladır. Çünkü işletmelerin kaynak yapısı içerisinde borçların miktarı büyüktür. Kaldıraçtan yararlanma arzusu ile hareket eden işletmeler maliyeti yüksek olan öz sermaye ile finansman yerine ödenecek vergiler de avantaj sağladığı için nispeten daha düşük maliyetli olan borç kaynağını tercih ederler. Fakat küçük işletmelerin borç kullanabilmeleri büyük işletmelere göre daha zordur. Zira borç kullanmak isteyen işletmeler varlıklarını teminat olarak göstererek kredi temin etmektedirler. Bu nedenle daha çok varlığa sahip olan büyük işletmeler küçük işletmelere oranla daha avantajlıdır.

Diğer yandan, çalışma sermayesi yönetiminin önemi küçük işletmeler için daha özellikli durumlar göstermektedir. Küçük işletmeler çalışma sermayesinin finansmanı için kaynak bulmada da problemlerle karşılaşır. Çalışma sermayesi unsurları kiralama yoluyla elde edilemeyeceğinden bu unsurların elde edilmesi kaynağa bizzat sahip olunmayı gerektirecektir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 15). Çünkü büyük işletmeler küçük işletmelere kıyasla daha çok kâr elde etmekte ve daha iyi bir çalışma sermayesi performansı göstermektedirler. Dolayısıyla büyük işletmeler (%9,3), küçük (%7,8) ve orta (%7,0) büyüklükte işletmelere kıyasla daha yüksek bir kullanılmış sermaye getirisi (Return on Capital Employed, ROCE) üretmektedirler (PWC, 2018).

Bununla birlikte, çalışma sermayesinin üç temel ögesinden biri olan stoklar ise, tedarikçi veya satıcıların sağladığı krediler ile karşılanabilmektedir. Ancak diğer iki ögeyi oluşturan alacaklar ve nakit kalemlerinin mutlaka mali kurum ve

kuruluşlardan finanse edilmesi gerekmekte, bu finansman yöntemi ise maliyetli olduğundan likidite üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bu durum ise özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri olumsuz yönde etkilemektedir.

1.2. Çalışma Sermayesinin Özellikleri ve Çeşitleri

Bir işletmenin paydaşları çalışma sermayesi ile farklı açılardan ilgilenmekte, başka bir deyişle odaklandıkları noktalar ayrıışmaktadır. Örneğin işletmeye kredi tahsis eden bir kuruluşun ilgilendiğı işletme varlıkları ile işletmeye sermaye sağlayarak ortak olan bir hissedarın ilgilendiğı varlıklar kuşkusuz birbirinden farklı olacaktır. Çünkü işletmeye kısa vadeli kredi verenler ve işletme yöneticilerinin dikkatleri çoğunlukla alınan kredilerin geri ödenerek, temerrüde düşölmemesi üzerine odaklanacağından, onların öncelikli takip noktası işletmenin likidite derecesi olacaktır. Bu nedenle, diğere varlıklardan farklı olarak, çalışma sermayesine özgü nitelikler bulunmaktadır ve bu nitelikleri de aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

1.2.1. Çalışma Sermayesinin Özellikleri

Aslında, çalışma sermayesi sadece varlıkları içerir, toplam çalışma sermayesi gerekliliğı nedeniyle yükümlölükleri içermez. Bu çalışma sermayesine toplam veya brüt çalışma sermayesi denir ve bir işletmenin kesintisiz olarak çalışması için bu sermaye gereklidir. Öte yandan, çalışma sermayesi kendisine özgü nitelikler vardır. Bu nitelikleri ise aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

1.2.1.1. Çalışma Sermayesi Unsurları Kısa Vadelidir

Çalışma sermayesi niteliğı gereğı kısa vadelidir. Çünkü çalışma sermayesini oluşturan unsurların bir yıl içerisinde nakde dönüşmesi beklenir. Dönüşüm nakit ile başlamalı ve nakit ile de sona ermelidir. Örneğin; nakit hammaddeye, hammadde işlenerek mamule, mamuller satılarak alacaklara, alacaklar da tahsil edilince tekrar nakde dönüşmeli ve bu dönüşüm süreci bir yıl içerisinde gerçekleşmelidir.

Eğer bu dönüşüm bir yıldan uzun bir zaman alırsa, başta işletmenin likiditesi olmak üzere, işletmenin kârlılığı ve finansal performansı bu sürenin uzamasından olumsuz yönde etkilenir. Zira üretilen mamullerin eskimesi ile bu mallardan herhangi bir gelir elde edilememesi, malları üretebilmek için katlanılan faiz vb.

yükümlülüklerin işletmeye getirdiği maliyetlere katlanması ile sonuçlanan bir sürece yol açarak işletmeyi finansal açıdan sıkıntıya sokacaktır.

Ancak burada bahsedilen ve kısa olarak kabul gören bir yıllık süre çeşitli faktörlere bağlı olarak farklılıklar gösterir ve bu farklılıklardan ilki *endüstri* kaynaklıdır. Bu durumu şöyle açıklamak mümkündür. Eğer işletme içinde bulunduğu endüstri kolunda, üretim için gereksinim duyduğu hammaddeye her ihtiyaç ortaya çıktığında kolaylıkla erişebiliyor ve yeterli miktarda temin edebiliyorsa, üretim süreci çok kısadır. Dolayısıyla işletme hammadde alımıyla başlayan üretim sürecini, kısa bir zaman içerisinde mamulü üreterek, o mamulü de hızla satarak nakde dönüştürebilmektedir. Başka bir ifadeyle, nakit ile başlayan döngü kısa bir sürede tekrar nakit ile sonlanmakta, bu nedenle de satış fiyatı ile üretim maliyeti arasındaki olumlu fark olan brüt kâr, satışlar ile nakde dönüştüğünden kâr realizasyonu da sağlanabilmektedir.

Çalışma sermayesi unsurları olarak kabul edilen varlıkların bir yıl içerisinde nakde dönüşmesi *işletmeden işletmeye* de farklılık göstermektedir. Faaliyet gösterdiği sektörde bilinen ve kurumsallığını tamamlamış, itibarlı işletmeler, yeni kurulmuş işletmelere kıyasla hem hammadde satın alırken daha uzun vadeyle alırlar hem de satışlarının büyük bir kısmını nakit olarak yapma üstünlüğüne sahip olurlar (Gupta ve Gupta, 2015: 5).

İnsanların, başka bir deyişle *yöneticilerin tutumları* da çalışma sermayesi faktörlerinin nakde dönüşüm süreci üzerinde etkilidir. Çünkü bazı yöneticiler riskten kaçan yapıya sahip olduklarından genel olarak hem hammadde hem de mamul stoklarını sevk ve idare ederken emniyet miktarını yüksek tutma eğilimindedirler. Bu gibi durumlarda; satışlar da, ekonomik koşullar veya müşteri taleplerinde dalgalanmalar yaşanması durumunda stokların nakde dönüşüm süresi de uzamaktadır.

Bununla birlikte, varlıkların nakde dönüşüm süresi bir yıldan fazla bir süre de alabilmektedir. Örneğin, inşaat, gemi inşa veya köprü, baraj vb. büyük projelerin gerçekleştirilmesi faaliyetlerini yürüten işletmelerde işlerin özü gereği bir yıldan uzun bir zaman almaktadır. Ancak faaliyet konusu itibariyle farklılık gösteren ve faaliyetlerinin devri bir yıldan daha uzun süreyi kapsayan işletmelerde; stoklar ile

alacaklar gibi çalışma sermayesi unsurları bir yıldan uzun sürede nakde dönüştürülmüş olsalar da çalışma sermayesi olarak kabul edilmektedirler (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 17).

1.2.1.2. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devingenliği ve Birbirleri İle İlişkileri

Çalışma sermayesinin temel unsurları nakit varlıklar, alacaklar ve stoklardır. Bu varlıklardan alacak ve stokların bilindiği üzere bir yıl içerisinde nakde dönüşmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, bu unsurların her biri arasında bir yıllık süreçte birçok kez devinim olmaktadır. Ancak kaçınılmaz olarak söz konusu varlıklar arasındaki devinim dereceleri farklılıklar arz etmektedir.

Diğer yandan çalışma sermayesi unsurları nitelikleri itibariyle birbirleriyle içsel bir ilişki içerisindedirler. Zira faaliyetlerin gerçekleştirilmesi çalışma sermayesini meydana getiren unsurların karşılıklı olarak devinimleri ile ortaya çıkmaktadır. Bunun için işletmeler öncelikli olarak çeşitli kaynaklardan temin ettikleri nakdi, başka bir unsur olan stoklara dönüştürmekte, daha sonra stokların bir kısmı nakit satışlarla hızlı bir şekilde tekrar nakde dönüşürken, bir kısmı da vadeli satışlara bağlı olarak alacaklara dönüşmektedir. Alacaklara ilişkin vadeler dolduğunda ise söz konusu varlıklar tekrar nakde dönüşmekte dolayısıyla da tüm bu süreç boyunca bazı varlıklar artarken, bazıları da azalmaktadır. Böylece unsurlar arası geçişlerle çalışma sermayesi unsurları arasındaki devir tamamlanmaktadır. Varlıklar arasındaki bu ilişki, her bir çalışma sermayesi unsurunun bir işletmenin finansal performansı üzerinde ne derece önemli bir etkisi olduğunu da teyit etmektedir. Çünkü söz konusu çalışma sermayesi unsurları ne kadar etkin ve verimli kullanılırsa, finansal performans o derece yükselmekte, dolayısıyla da kârlılık, rekabet edebilirlik, süreklilik ve piyasa değeri maksimizasyonu gibi temel amaçlara daha kolay ulaşılabilmektedir.

1.2.1.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Farklı Zamanlarda Gerçekleşen Faaliyetlere Bağlıdır

İster hizmet ister endüstri işletmesi olsun her işletmenin üretim, satış ve tahsilat olmak üzere yerine getirmek zorunluluğunda olduğu üç temel fonksiyonu bulunmaktadır. Fakat bu üç temel faaliyet aynı anda yerine getirilmiş olsa çalışma sermayesi yönetiminin önemi ortadan kalkmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 18).

Çünkü bir işletme her ürettiği mamulü beklemeden satabilme fırsatına sahip olursa, stok bulundurma gibi bir gereksinimi olmayacak dolayısıyla da stok yönetimine ihtiyaç kalmayacaktır. Aynı zamanda hizmet işletmelerinde zaten stok kalemi bulunmadığından yönetilecek stok da bulunmamaktadır.

Diğer yandan hem mamul hem de hizmet satışları peşin olarak gerçekleştirilirse bu durumda da alacak bulunmayacak, bu nedenle de alacak yönetimi için bir çaba veya zaman sarf etmeye gereksinim olmayacaktır. Bu nedenle çalışma sermayesi unsurlarında değişimler birlikte meydana gelmediği için planlanmış faaliyetler olarak gerçekleşmektedir. Dolayısıyla beklenmeyen durumlar haricinde faaliyetler rutin bir seyir izlemektedir.

1.2.2. Çalışma Sermayesi Çeşitleri

Çalışma sermayesi temel olarak tüm işletmelerin günlük faaliyetlerini devam ettirmek üzere gereksinim duydukları kaynakları, başka bir ifadeyle cari varlıkların bir hesap dönemi içerisindeki devinimlerini finanse etmek için ihtiyaç hissedilen kaynakları ifade etmektedir. Bununla birlikte, kaynakların kullanım amacına göre değişik tanımları ve çeşitleri bulunmaktadır.

1.2.2.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

Uzun vadeli finans yönetimi denildiğinde sermaye bütçelemesi, temettü politikası ve sermaye yapısı ile ilgili kararların analizi, kısa vadeli finans yönetimi denildiğinde ise de cari varlıklarla ve kısa vadeli yabancı kaynaklarla ilgili kararların analizi anlaşılmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 275). Dolayısıyla her ne kadar kısa vadeli finansman denildiğinde cari varlıklar hemen akla gelse de, çalışma sermayesi yönetimi denildiğinde nedense kısa vadeli yabancı kaynaklar hemen akla gelmemektedir. Bu nedenle çalışma sermayesi kavramı çeşitli türlere ayrılarak sınıflandırılmakta ve her bir tür ayrı bir tanım ile ifade edilmektedir.

Öte yandan, çalışma sermayesi türleri içerisinde en yaygın olarak kullanılanlar *brüt çalışma sermayesi* ile *net çalışma sermayesidir*. *Brüt çalışma sermayesi* bir işletmede bir yıl içerisinde nakde dönüştürülmesi beklenen varlıkların, başka bir ifadeyle de cari varlıkların toplamıdır. Bu varlıklar; nakit ve nakit benzerleri ile kredili satışlardan doğan ticari alacaklar ve stokların bir

bileşimidir. Brüt çalışma sermayesi, çalışma sermayesine ilişkin konuların ve sorumlulukların sınırlarının belirlemede üstlendiği rol nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Zira finansal durum tablosunun aktifini oluşturan ve likidite derecelerine göre sıralanan kalemlerden oluşan bu varlıklar, çalışma sermayesi yönetiminin de özünü oluşturmaktadırlar.

Net çalışma sermayesi ise, cari varlıkların kısa vadeli borçları aşan kısmı, başka bir deyişle, cari varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmemiş bölümüdür ve herhangi bir işletmenin finansal gücü ile alacakların ve yapılacak ödemelerin güvenlik derecesini gösterir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 19). Diğer yandan, yeterli bir çalışma sermayesine sahip olunması işletmelere bir takım yararlar sağlamaktadır. Bu yararları ise aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Usta, 2011: 173):

- Cari varlıklardaki ani değer düşüşlerinin olumsuz etkisinden işletmeyi korur
- İşletmenin borçlarının zamanında ödemesine olanak sağlar
- İşletmenin kredibilitesi yükselir
- Olağanüstü durumlarda (doğal afet vb.) işletmenin finansal yönden güçlü kalmasını sağlar
- Ürün taleplerini sürekli olarak karşılayacak miktarda stok bulundurmasına olanak verir
- Alıcılara daha elverişli koşullarla kredili satış yapılmasını sağlayarak, işletmenin satış hacmini artırabilir
- İşletmenin sabit varlıklarının yüksek kapasite ile çalışmasına olanak sağlar.

1.2.2.2. Sürekli (Devamlı) Çalışma Sermayesi

İşletme faaliyetlerinin en düşük düzeyde gerçekleştiği zamanlarda bile, faaliyetlerin aksamadan yürütülmesine olanak tanıyan çalışma sermayesi türüne *sürekli (devamlı) çalışma sermayesi* denilmektedir. Başka bir şekilde tanımlamak gerekirse, iş hacminin arttığı yani satışların ve üretim düzeyinin arttığı dönemlerde, üretim bölümünün girdi talebi ile tüketicilerin ürün taleplerini karşılamak üzere bulundurulmuş sermayeye sürekli çalışma sermayesi denir ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynakların toplamından oluşur (Şekeroğlu, 2013: 7).

Bununla beraber, sürekli (devamlı) çalışma sermayesi, işletmelerin varlıklarını fonlamada kullandığı kaynakların niteliklerini ve bu varlıkları fonlama güçlerini (riskini) göstermektedir. Dolayısıyla yüksek tutarlı sürekli çalışma sermayesine sahip işletmeler kısa vadede kaynak sıkıntı ile nadiren karşılaşmakta, başka bir deyişle de kısa vadeli kaynak temin etme güçlüğü çekmemektedirler.

1.2.2.3. Değişken Çalışma Sermayesi

Faaliyet hacminde ortaya çıkan değişimler işletmelerin çalışma sermayesi yatırımlarını yakından ilgilendirmektedir. Çünkü faaliyetleri genişleyen işletmelerin gerek hammadde gerekse de mamul stokları artmakta, buna bağlı olarak da alacakların varlıklar içerisindeki payları da faaliyet ve satış hacminde meydana gelen değişimlere paralel olarak farklılaşmaktadır. Hatta faaliyet hacminin yarattığı değişimle çalışma sermayesini oluşturan varlıkların bileşimlerinde bile farklılaşmalar oluşmaktadır.

Bununla beraber, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri dönemsel olarak yılın belli zamanlarında bile farklı tutar ve oranlara ulaşabilmektedir ki, mevsimsel veya devresel dalgalanmalar olarak da ifade edilen bu hareketlere *değişken çalışma sermayesi* denilmektedir.

1.2.2.3.1. Mevsimlik Çalışma Sermayesi

İşletmelerin üretim faaliyetleri, mevsimlik ve konjonktürel etkiler ya da benzeri nedenlerle önemli değişimler gösterir (Berk, 2010: 409). Bu nedenle faaliyet hacminin belli mevsimlerde azalma ve çoğalma ya da dönemsel olarak değişme gösterdiği işletmelerde mevsimlik çalışma sermayesi söz konusudur. Bu dönemlerde işletmelerin çalışma sermayesi düzeyi minimum ve maksimum noktalar arasında bir değişim gösterirken hesap dönemi genelinde ise ortalama bir düzeyde seyreder.

Bununla birlikte, ölü mevsim diye tabir edilen dönemlerde işletmeler genel olarak çalışma sermayesi sıkıntısı çekmezler. Zira bu gibi zamanlarda satışlar oldukça düştüğünden stok bulundurma gereksinimi de azalmaktadır. Ayrıca tahsilatların da büyük ölçüde yapılmış olması sebebiyle işletmelerin nakit mevcutları hali hazırda artmıştır.

1.2.2.3.2. Devresel Çalışma Sermayesi

Değişken çalışma sermayesinin mevsimsellik dışındaki diğer bileşeni *devresel çalışma sermayesidir*. Genel ekonomik şartların veya konjonktürün iyi olduğu zamanlarda işletmeler faaliyet hacminin genişlemesine bağlı olarak sürekli çalışma sermayesine ek olarak çalışma sermayesi gereksinimi duyar ve temin ederler. Bu tür çalışma sermayesine de devresel çalışma sermayesi denilmektedir.

Ancak bu tür çalışma sermayesi tutarı işletmelerin, konjonktürel hareketlerden farklı düzeylerde etkilenmeleri nedeniyle tam olarak tahmin edilememektedir. Çünkü konjonktür işletmelerin tümünü aynı yönde ancak farklı derecede etkilemektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 22). Dolayısıyla bu nitelikteki çalışma sermayesi gereksinimi beklenmedik ve ani bir şekilde ortaya çıktığından finans yöneticilerinin her zaman bu ihtiyacı karşılayabilecek kişi ve kurumlarla yoğun bir iletişim halinde olmaları zorunludur.

1.2.2.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi

Bütün işletmeler siyasi, politik karışıklıklar, grevler veya yangın, sel baskını, deprem gibi çeşitli beklenmeyen, başka bir ifadeyle doğal afetlerin yaratabileceği riskler ile karşı karşıyadırlar ki, bu riskler işletmelerin finansal yapıları ve performansları üzerinde olumsuz etkilere yol açmaktadır.

Bilindiği üzere finansal risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Bu nedenle işletmeler bu tip olağandışı durumlarla karşılaştıklarında, beklenen getirilerinde meydana gelebilecek olumsuzlukları bertaraf etmek amacıyla ekstra çalışma sermayesi ihtiyacı duymaktadırlar. Dolayısıyla bu gibi koşulların mevcudiyeti sırasında ortaya çıkan çalışma sermayesine *olağanüstü çalışma sermayesi* denilmektedir.

Olağandışı şartların önceden tahmini yapılamadığından ihtiyaç duyulacak olağanüstü çalışma sermayesi tutarı da önceden belirlenememektedir. Bu durumlarda karşılaşılabilecek risklerin kısmen önlenmesi için işletme kârlarının fazla olduğu dönemlerde bir kısım kârların ihtiyat olarak bulundurulması uygun olmaktadır (Erdoğan, 2011: 103).

2. YAZIN TARAMASI

Çalışmanın bu bölümünde, işletmelerin kârlılıklarını etkileyen çalışma sermayesi faktörlerinin belirlenmesine yönelik daha önce yapılmış olan çalışmalara değinilmiştir. Türkiye dışında yapılan çalışmalar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yapılmış çalışmalar olarak bir ayrıma tabi tutulmuştur. Daha sonra bu işletmelerin kârlılıklarına etki eden faktörlerin incelendiği Türkiye’de yapılmış olan çalışma sermayesi ve kârlılık arasındaki ilişkilerin incelenerek kârlılığa etki eden faktörlerin analiz edildiği çalışmalara yer verilmiştir.

2.1. Gelişmiş Ülkelerde Çalışma Sermayesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar

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

Deloof (2003), çalışma sermayesi yönetimi ile işletme kârlılığı arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında, Belçika’da faaliyet gösteren mali sektör harici 1009 işletmeye ilişkin 5 yıllık verileri kullanmıştır. 1992-1996 döneminin analiz edildiği çalışmasında, elde ettiği bulgulara göre işletmeler etkin bir ticari alacak ve stok yönetimi ile kârlılıklarını artırabilme olanağını yakalayabilmektedirler. Ancak işletmelerin bu kârlılık artışını gerçekleştirebilmeleri özellikle alacakların ortalama tahsil vadelerini kısa tutmaları ve stok devir hızlarını artırmaları ile mümkün olabilmektedir.

Terual ve Solano (2007), İspanya’da faaliyet gösteren KOBİ’lerin kârlılıkları ile çalışma sermayesi faktörleri arasındaki ilişkiyi analiz ettikleri çalışmalarında, 8872 adet işletmeye ilişkin 1996-2002 yıllarını kapsayan 7 yıllık veri kullanmışlardır. Çalışmaları sonucunda, İspanya’da faaliyet gösteren KOBİ niteliğindeki işletmelerin kârlılıkları üzerinde stok devir hızı ve alacakların ortalama tahsil süresi değişkenlerinin önemli bir etkisi olduğunu belirlemişlerdir. Elde ettikleri diğer bir bulgu ise, KOBİ’lerin stok miktarlarını azaltıp, alacak tahsil sürelerini kısalttıklarında, nakit döngülerinde ortaya çıkan artışların kârlılık üzerinde olumlu bir etki yarattığıdır.

Rimo ve Panbunyuen (2010) işletmelerin karakteristik özelliklerinin çalışma sermayesi yönetim kararları üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında, NASDAQ OMX Stockholm Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 40 İsveç işletmesinin 2007-2008 dönemine ilişkin verilerini kullanmışlardır.

Çalışma sermayesi yönetim karar ölçüsünü temsilen nakit dönüşüm döngüsü değerinin kullanıldığı çalışmada; kârlılık, esas faaliyetlerden sağlanan nakit akış değişimi, işletme büyüklüğü, satışlardaki değişim oranı, cari oran ve kaldıraç oranı faktörleri ise işletmelerin karakteristik özelliklerini temsil eden bağımsız değişkenlerdir. Yapılan regresyon analizi ile ulaşıtları sonuçlar, İsveç işletmelerinin çalışma sermayesi yönetimi kararlarını temsil eden nakit dönüşüm döngüsü üzerinde kârlılık faktörünün pozitif; satışlardaki değişim oranı, işletme büyüklüğü ve esas faaliyetlerden sağlanan nakit akış değişim oranı faktörlerinin ise negatif yönlü bir etkilerinin olduğu yönündedir.

Gill (2011), Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 166 işletmenin 2008-2010 dönemine ilişkin 3 yıllık verilerini kullandığı çalışmasında, Kanadalı işletmelerin çalışma sermayelerine etki eden faktörleri analiz etmiştir. Elde ettiğı genel sonuçlar, faaliyet döngüsünün, aktif kârlılık oranının, uluslararası faaliyetleri artırmanın ve işletme büyüklüğü faktörlerinin Kanadalı işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerini etkileyerek artırdıklarını tespit etmiştir.

Autukaite ve Molay (2011) nakit ve çalışma sermayesi yönetim politikalarının işletme değeri üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında, Paris Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 267 Fransız işletmesinin 2003-2009 dönemine ilişkin verileri kullanmışlardır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre Paris Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören işletmelere yatırım yapan tasarruf sahipleri, işletmelerin nakit seviyeleri ve çalışma sermayeleri ile yakından ilgilenmektedirler. Ulaşıtları diğeri bir sonuç ise çalışma kapsamında yer alan işletmelere yatırılan her 1€'nın 1€'dan daha düşük bir katma değer yaratabildiğidir.

Mansoori ve Muhammad (2012), çalışma sermayesi yönetimine ilişkin karar ve politikaların Singapur’ da faaliyetlerini sürdüren 92 işletmenin kârlılıkları üzerindeki etkilerini analiz ettikleri çalışmalarında 2004-2011 dönemine ilişkin verileri kullanmışlardır.

Ulaştıkları ilk sonuçlar, Singapur’ da faaliyet gösteren işletmelerin kârlılık ve likidite değerlerinin, yöneticiler tarafından verilen kararlardan çalışma sermayesinin etkilendiği yönündedir. Başka bir deyişle, etkin bir çalışma sermayesi yönetimiyle işletme performansının verimli bir şekilde gerçekleştirilmesi arasında bir ilişki bulunmaktadır. Bununla birlikte, çalışmadaki işletmelerin aktif kârlılıkları ile nakit dönüşüm döngüleri arasında da negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Öte yandan, çalışma sonucunda elde edilen tüm bulgular üç madde halinde özetlenmiştir. Söz konusu bulgulardan ilki, işletme yöneticilerinin nakit dönüşüm döngüsü süresini kısaltarak hem işletmenin kârlılığını hem de kendi performanslarını geliştirebilecekleridir. Diğer bir bulgu, alacakların ortalama tahsil süresi ile stokların nakde dönüşüm sürelerinin kısaltılarak aktif kârlılığının artırılabilirdir. Üçüncü ve son bulgu ise çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkinin endüstri farklılıklarından etkilendiğidir.

Soekhoe (2012), Euronext Menkul Kıymetler Borsası’ nda işlem gören 70 Hollanda işletmesinin beş yıllık verilerinin kullanıldığı çalışmada çalışma sermayesi yönetimi kararlarının kârlılık üzerindeki etkilerini analiz etmiştir.

Elde ettiği bulgulara göre, alacakların ortalama tahsil süresini kısaltarak, nakit seviyelerini artıran işletmelerin kârlılıkları artış göstermektedir. Bununla birlikte, Hollanda işletmeleri ölçek ekonomisi koşullarından faydalananarak üretim maliyetlerini düşürerek, kârlılıklarını artırmak amacıyla yüksek stok bulundurma politikası benimsemektedirler. Ayrıca, işletme kârlılığı ile işletmelerin ortalama tediye süreleri arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir ki, bu sonuç finans yazınındaki teoriler ile ters düşmektedir. Diğer yandan, işletme büyüklüğü kavramı ile gayri safi yurtiçi hasılda meydana gelen artışların Hollanda da faaliyet gösteren işletmelerin kârlılıkları üzerinde pozitif yönlü bir etki yarattığı da elde ettiği bulgular arasındadır.

Enqvist vd. (2014), Nasdaq OMX Helsinki Endeksi'nde işlem gören işletmeler üzerinde yaptıkları araştırmalarında, nakit değişim döngüleri, kârlılık ve konjonktürel dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi incelemiş ve etkin stok yönetiminin çok önemli olduğunu vurgulamışlardır. Çalışma dönemi olan 1990-2008 yılları arasında Finli firmaların, hem faaliyet hem de aktif kârlılıklarının nakit değişim döngüsü ile negatif yönlü bir hareket gösterdiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca ulaştıkları bir diğer bulgu ise kriz zamanlarında borç devir hızının yavaşlatılmasının, işletme kârlılığını olumlu bir şekilde etkilediğidir.

Bereznicka (2014), dokuz AB üyesi ülkede (Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, Polonya, Portekiz, İspanya) faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararlarının çalışma sermayesi üzerindeki etkilerini araştırdığı çalışmasında 2000-2010 dönemine ilişkin 11 yıllık veri seti kullanmıştır. Çalışma kapsamındaki işletmeler büyüklüklerine göre; küçük, orta ve büyük olmak üzere 3 kategoride sınıflandırılmış, daha sonra sınıflandırılan bu işletmelerin sermaye yapısını temsil eden ve sermaye yapılarına etki eden finans yazınında yer alan ve en yaygın olarak kullanılan faktörler yardımıyla analizler gerçekleştirilmiştir.

Yaptığı deneysel analizler sonucu elde ettiği ilk bulgu sermaye yapısı oranları ile çalışma sermayesi oranları arasında bir ilişkinin bulunduğunu teyit etmekle birlikte sermaye yapısını temsil eden kaldıraç oranı ile çalışma sermayesi oranları arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğudur. Bu bütünlük, tüm nüfus için olduğu kadar, bireysel olarak değerlendirilen ülkelerin çoğunda da gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, elde edilen diğer bulgulara göre ise Avusturya, Polonya ve Fransa'da faaliyet gösteren işletmelerin kaldıraç oranları ile çalışma sermayesi oranları arasında da pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki vardır.

Mun ve SooCheong (2015), Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) faaliyet gösteren restoran işletmelerinin çalışma sermayesi düzeyleri ile aktif kârlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz ettikleri çalışmalarında, 1963-2012 döneminde faaliyet gösteren 28 işletmeye ilişkin veri seti kullanmışlar ve kârlılık ile çalışma sermayesi arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu belirlemişlerdir. Başka bir ifadeyle, optimum bir çalışma sermayesi oranı vardır ve bu oran çalışma kapsamındaki

restoran işletmeleri için %4' dür. İşletmeler, çalışma sermayesine daha fazla kaynak aktardıklarında, kârlılıkları olumsuz etkilenecek, düşme eğilimi göstermektedir.

Pais ve Gama (2015), Portekiz' de faaliyet gösteren KOBİ' lerin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerini analiz ettikleri çalışmalarında, 2002-2009 döneminde faaliyet gösteren 6603 işletmeye ilişkin veri seti kullanmışlar ve kârlılık ile çalışma sermayesi arasındaki ilişkiyi panel regresyon yöntemiyle test etmişlerdir.

Çalışmalarında elde ettikleri bulgular, KOBİ'lerin kârlılıkları ile stok devir hızı, alacakların ortalama tahsil süresi, borçların ortalama tediye süresi ve nakit dönüşüm döngüsü faktörleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu teyit etmektedir. Bununla birlikte, çalışmada kontrol değişkenler olarak yer alan ve bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılan; işletme büyüklüğü, satışlardaki değişim oranı, cari oran ve gayri safi milli hasıla değişim oranı ile kârlılık arasında pozitif, kaldıraç oranı ile kârlılık arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin olduğu ulaşılan diğer bulgular arasındadır.

Lyngstadaas ve Berg (2016), Norveç' de faaliyet gösteren KOBİ' lerin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerini araştırdığı çalışmasında, 21075 adet işletmeye ilişkin 2010-2013 dönemine ilişkin verileri panel regresyon yöntemi kullanarak test etmiştir.

Ulaşıkları sonuçlar, çalışmaya konu olan KOBİ' lerin nakit dönüşüm döngülerinin azaldıkça kârlılıklarının arttığını göstermektedir. Diğer yandan, kaldıraç oranı da Norveç işletmelerinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla da, Norveç KOBİ' lerinin kârlılıkları üzerinde kaldıraç oranının da önemli bir etkisi bulunmaktadır.

Qurashi ve Zahoor (2017), Birleşik Krallık' da (UK) faaliyet gösteren ve pay senetleri Financial Times Menkul Kıymetler Borsası'nda (FTSE-350) işlem gören ilaç sanayi firmalarının çalışma sermayeleri üzerinde hangi faktörlerin ve ne şekilde etkili olduklarını araştırmışlardır. Çalışmalarında, 2009-2014 yılları arasındaki dönemde süreklilik kriterini sağlayan 60 işletmeye ait finansal verileri kullanmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, FTSE-350 Endeksi'nde işlem gören ilaç sanayi firmalarının çalışma sermayeleri üzerinde firma büyüklüğü faktörünün

negatif yönlü bir etkisinin bulunmasına rağmen, hem satışlardaki hem de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)'daki artışların pozitif yönlü ve anlamlı etkileri bulunmaktadır.

Tsuruta (2017) çalışmasında, küresel finansal kriz sırasında Japon işletmelerinin piyasadaki değişkenliklere hangi hızda tepki vererek çalışma sermayesi düzeltmelerini gerçekleştirdiklerini ve çalışma sermayesi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Üçer aylık verilerden yararlanarak yaptığı analizler sonucunda Japonya' da faaliyet gösteren işletmelerin küresel finansal krizin yaşandığı dönemde, piyasalarda yaşanan değişkenliklere eşanlı olarak tepki vermekte geciktiklerini, dolayısıyla da çalışma sermayelerini etkin bir şekilde yönetemediklerini tespit etmiştir. Bununla birlikte elde ettiği diğer bulgulara göre çalışma sermayesi ile işletme performansı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle büyük işletmelerde çalışma sermayesi yönetiminde verimsizlikler diğer işletmelere kıyasla daha belirgindir. Zira büyük ölçekli işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri daha yüksektir.

Silva (2017) çalışma sermayesi yönetiminin Alman işletmelerin kârlılıkları üzerindeki etkilerini finansal kısıtlamaları da göz önünde bulundurarak araştırdığı çalışmasında, çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin 1999-2014 dönemine ilişkin verilerini panel veri analizi yardımıyla analiz etmiştir. Aktif kârlılık oranı ve net ticaret döngüsünün bağımlı değişkenler olarak kullanıldığı çalışmasında, Alman işletmelerinin kârlılıkları ve çalışma sermayesi yönetim kararlarının etkinliklerini araştırmıştır.

Elde ettiği bulgulara göre Almanya' da faaliyet gösteren işletmeler, hem alacakların ortalama tahsil sürelerini hem de stokların ortalama tüketim sürelerini kısaltarak kârlılıklarını artırabilirler. Ayrıca borçların ortalama tediye sürelerinin kısaltılması da kârlılık üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Bununla birlikte, düşük çalışma sermayesi ile yönetilen işletmelerin kârlılıklarını artırdıkları da ulaştığı diğer bulgulardandır.

2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışma Sermayesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar

Bu kısımda; Suudi Arabistan, Yunanistan, Pakistan, Hindistan, Çin, Tayland, Polonya, Brezilya, Şili, Arjantin, Güney Afrika, Meksika, Malezya, Endonezya ve Mısır gibi gelişmekte olan ülkelerde, çalışma sermayesi yönetim kararları üzerine yapılmış çalışmalara yer verilmiştir. Söz konusu işletmeler ise *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) Endeksi' nde yer alan gelişmekte olan ülkeler arasından seçilmiştir.

Eljelly (2004), gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Suudi Arabistan' da faaliyet gösteren işletmelerin kârlılıklarına etki eden likidite ve çalışma sermayesi faktörlerinin araştırıldığı çalışmada, 1996-2000 yıllarına ilişkin veriler kullanılmıştır. Suudi işletmelerinde kârlılık ölçüsü olarak nakit dönüşüm döngüsü ve likiditeyi temsilen de cari oran çalışma kapsamına dâhil edilmiştir.

Elde ettiği bulgular, Suudi işletmelerin likidite seviyeleri ile kârlılıkları arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, sermaye yoğun işletmelerin kârlılıkları üzerinde nakit dönüşüm döngüsü, emek yoğun işletmelerde ise cari oran Suudi işletmeler için önemli faktörlerdir.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006), brüt faaliyet kârı ile çalışma sermayesi arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında, 2001-2004 döneminde Atina Menkul Kıymetler Borsası'nda (ASE) işlem gören 131 işletmeye ilişkin verileri kullanmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre, çalışma kapsamındaki işletmelerin brüt faaliyet kârları ile nakit döngüsü (cash conversion cycle) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla, nakit döngüsü bileşenleri etkin bir şekilde yönetilirse işletme kârlılıklarında olumlu artışların gözlemlenmektedir.

Raheman ve Nasr (2007) çalışmalarında, Pakistan Menkul Kıymetler Borsası'nda (Karachi Stock Exchange, KSE) işlem gören işletmelerin kârlılıklarına etki edebilecek çeşitli çalışma sermayesi faktörlerini (alacakların ortalama tahsilat süresi, borçların ortalama tediye süresi, stok devir hızı, cari oran ve nakit döngüsü) regresyon analizi yöntemi kullanarak test etmişlerdir. 1999-2004 yılına ilişkin 6 dönemlik veri seti kullandıkları çalışmalarında, kârlılık ile çalışma sermayesi faktörleri arasında negatif yönlü ve kuvvetli bir ilişkinin var olduğunu tespit etmişlerdir. Elde ettikleri diğer bulgular ise; nakit döngüsüne bağlı likidite

pozisyonu ve borçlanma miktarındaki artışlar ile kârlılık arasında negatif yönlü, işletme büyüklüğü ile kârlılık arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin var olduğunu göstermektedir.

Sharma ve Kumar (2010) çalışmalarında, Bombay Menkul Kıymetler Borsası'nda (Bombay Stock Exchange, BSE) işlem gören 263 işletmenin 2000-2008 dönemine ilişkin veri setini kullanmışlar ve söz konusu işletmelerin kârlılıkları üzerindeki çalışma sermayesi faktörlerinin etkilerini çoklu regresyon analizi yöntemi kullanarak test etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre, Hintli işletmelerin kârlılıkları ile etkin bir çalışma sermayesi yönetimi arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca çalışmada ulaşıldıkları diğer bulgulara göre; çalışmaya konu olan işletmelerin stok devir hızları ve borçlarının ortalama tediye süreleri ile kârlılık arasında negatif, alacakların ortalama tahsilat süresi ve nakit döngüsü ile kârlılık arasında ise pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur.

Ching vd. (2011), çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi; emek yoğun ve sermaye yoğun işletmeler çerçevesinde ayrı ayrı test ettikleri çalışmalarında, kârlılık kriteri olarak; satış kârlılığı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı değişkenlerini araştırma kapsamında incelemişlerdir. 2005-2009 yıllarına ilişkin verileri kullandıkları bu çalışmada, Brezilya'da faaliyet gösteren 16 işletme çoklu doğrusal regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Ulaşıldıkları sonuçlar hem satış kârlılığının hem de aktif kârlılığının tüm işletmeler için önemli bir gösterge olduğunu teyit etmektedir. Ancak özellikle sermaye yoğun işletmelerde; borç oranı ve çalışma sermayesi devir hızı değişkenlerinin kârlılık üzerinde daha belirleyici faktörler oldukları tespit edilmiştir. Diğer yandan, emek yoğun işletmelerin kârlılıkları üzerinde; stok devir hızı ve nakit döngüsü değişkenlerinin sermaye yoğun işletmelere kıyasla daha önemli bir etkiye sahip oldukları da elde edilen diğer bulgular arasında yer almıştır.

Napompech (2012), 2007-2009 dönemini kapsayan verileri kullandığı çalışmasında, Tayland Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 255 işletmenin kârlılıkları ile çalışma sermayesi yönetim kararları arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Elde ettiği bulgulara göre Tayland işletmelerinin kârlılıklarına etki eden brüt faaliyet kârı, stok devir hızı ve alacak devir hızı değişkenlerinin negatif yönlü etkilerinin olduğunu tespit etmiştir. Bununla birlikte, Tayland işletmelerinin nakit

dönüşüm döngüsünü kısaltıp, stok devir hızını arttırdıklarında karlılıklarının arttığını da tespit etmiştir. Ayrıca çalışma kapsamındaki işletmelerin brüt faaliyet kârlılıkları üzerinde işletmelere özgü niteliklerin de önemli bir etkisi olduğu da elde ettiği diğer bulgular arasındadır.

Almazari (2013), 2008-2012 dönemini kapsayan 5 yıllık verileri kullandığı çalışmasında, Suudi Arabistan Menkul Kıymetler Borsası'nda (Tadawul) işlem gören çimento şirketlerinin kârlılıkları ile çalışma sermayesi faktörleri arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Elde ettiği bulgulara göre Suudi çimento şirketlerinin kârlılıklarına etki eden en önemli faktör cari orandır. Likidite gücünün de bir ölçüsü olan bu oran ile dönen varlıklar ile kısa vadeli yükümlülükler arasında bir denge kurulması gerektiğini çünkü çimento işletmelerinin kârlılıklarına etki eden en anlamlı faktörün cari oran olduğunu belirlemiştir. Ayrıca işletme kârlılığı ile faaliyet hacmi artışı arasında pozitif yönlü, yabancı kaynak kullanımı artışı ile kârlılık arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğunu da tespit etmiştir.

Bolek (2013), çalışma sermayesi stratejilerinin özünü oluşturan çalışma sermayesi yönetimi, kârlılık ve risk faktörleri üzerine odaklandığı çalışmasında, Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda 1997-2007 dönemimde işlem gören mali sektör dışında faaliyetlerini sürdüren işletmelerin hangi çalışma sermayesi stratejisini benimsediklerini test etmiştir. Elde ettiği sonuçlar, çalışma kapsamındaki işletmelerin düşük aktif ve öz sermaye kârlılıklarına istinaden ihtiyatlı finansman stratejisi benimsediklerini göstermektedir. Bu nedenle Polonya'da faaliyet gösteren işletmeler yüksek likidite bulundurma eğilimi göstermektedirler. Bu durum her ne kadar işletmelerin risklerini azaltsa da kârların düşmesine de sebebiyet vermektedir.

Riberio de Almeida ve Eid Jr. (2014) çalışmalarında, 1995-2009 dönemi kapsamında finansal kaldıracın çalışma sermayesi ile firma değeri arasındaki ilişkisini ve finansmana erişimde finansal kısıtlamaların bu ikili arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini analiz etmişlerdir. Brezilya Menkul Kıymetler Borsası'nda (BM&FBOVESPA) işlem gören kamu firmalarının çalışma sermayesi pozisyonlarındaki değişikliklerin, özkaynak değerlerinde yol açtığı farklılıkları araştırmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, çalışma sermayesine her yapılan 1 Real (R\$) değerindeki yatırım, 1 Real (R\$) değerindeki nakit yatırımından daha

değersiz olmakta, dolayısıyla da çalışma sermayesine dönem başlarında yapılan ilave yatırımlar firma değerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Kwenda ve Holden (2014) çalışmalarında, 2001-2010 dönemi kapsamında Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (Johannesburg Stock Exchange, JSE)'nda işlem gören 92 işletmenin çalışma sermayesi yatırımlarına etki eden faktörleri araştırmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre kaldıraç oranı, kısa vadeli finansman ile sabit varlık yatırımlarının işletmelerin çalışma sermayesi yatırımları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkileri bulunmaktadır. Bununla birlikte çalışmada ulaşılan diğer sonuçlar Güney Afrika işletmelerinin çalışma sermayeleri üzerinde esas faaliyetlerden elde edilen nakit akışlarının, ülke ekonomisinin genel durumunun, işletme büyüklüğünün ve satış değişim oranlarının herhangi bir etkilerinin olmadığı yönündedir.

Mongrut vd. (2014) beş Latin Amerika ülkesi (Şili, Brezilya, Arjantin, Meksika ve Peru) menkul kıymet piyasalarında işlem gören işletmelerin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin araştırıldığı çalışmalarında, 1996-2008 dönemini kapsayan verilerini dengesiz panel veri yöntemi yardımıyla analiz etmişlerdir. Ulaştıkları bulgular, nakit dönüşüm döngüsü, işletmelerin piyasa gücü, farklı piyasalarda işlem gören işletmelerin satış değişim oranları ile ülke riski faktörlerinin Latin Amerika ülkelerinin çalışma sermayeleri üzerinde anlamlı etkileri olduğunu göstermiştir. Diğer yandan, çalışma kapsamındaki ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin nakit dönüşüm süreleri üzerindeki etkiler de araştırılmıştır. Elde ettikleri bulgular, çalışmaya konu olan işletmelerin büyüklükleri ile nakit dönüşüm süreleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin var olduğunu göstermektedir. Ancak bu işletmeler nakit dönüşüm sürelerini kısaltmak için piyasa gücü faktörünü de etkin olarak kullanmaktadırlar.

Kasiran vd. (2016), 2010-2013 yıllarını kapsayan 4 yıllık süreçte Malezya Menkul Kıymet Borsası'nda işlem gören KOBİ niteliğine sahip 24 işletmenin etkin bir çalışma sermayesi yönetimi gerçekleştirip, gerçekleştiremediklerini test ettikleri çalışmalarında, işletmelerin kısa vadede likidite krize ile karşı karşıya olduklarını, başarısız bir çalışma sermayesi yönetimi sergilediklerini tespit etmişlerdir.

Singh ve Kaur (2017), 2004-2016 dönemine ilişkin Hindistan’ da faaliyet gösteren 40 demir-çelik işletmesi üzerine yaptıkları çalışmalarında, çalışma sermayesi bileşenlerini temsilen hesapladıkları çeşitli değişkenlerin net kâr ve aktif kârlılığı üzerindeki etkilerini, kurdukları iki ayrı model ile Eviews-8 istatistik programı yardımı ile analiz etmişlerdir. Ulaştıkları sonuçlara göre, demir-çelik işletmelerinin aktif kârlılıkları ve net kârları ile alacakların ortalama tahsil süresi (AOTS), ortalama stok bulundurma süresi ve nakit değişim döngüsü değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Elbadry (2018), Mısır’ da faaliyet gösteren Küçük ve Orta Büyüklükteki (KOBİ) işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi kararlarına etki eden faktörleri ve bileşenlerini analiz ettiği çalışmasında, 2010-2013 dönemini kapsayan 138 işletmeye ilişkin verileri kullanmıştır. Bununla birlikte, çalışma kapsamındaki KOBİ’ lerin kârlılıklarına ve sermaye yapılarına etki eden faktörler de çalışmada araştırılan diğer konulardır.

Çalışma sonucunda elde ettiği temel bulgular, KOBİ’ lerin çalışma sermayeleri üzerinde kârlılık, sabit varlıklardaki değişim oranı ve kaldıraç oranının anlamlı ve negatif yönlü bir etkisi bulunduğunu teyit etmektedir. Ayrıca, Mısır’ da faaliyet gösteren KOBİ’lerin çalışma sermayeleri üzerinde faaliyet gösterilen endüstri de önemli bir faktördür. Diğer yandan çalışmada yer alan KOBİ’lerin çalışma sermayesi yönetim kararlarına, kârlılıklarına ve sermaye yapısı kararlarına etki eden faktörler de analiz edilmiş ve yüksek getiri arzusu taşıyan Mısırlı KOBİ’lerin yüksek kaldıraç derecesi ile atılgan bir politika izledikleri belirlenmiştir.

Kusuma ve Dhiyaullatief Bachtiar (2018), Endonezya Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 44 işletmenin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi yönetimi kararlarına etki eden faktörleri (nakit dönüşüm döngüsü, stok devir hızı, ortalama tediye süresi, cari oran, aktif devir hızı) analiz ettiği çalışmalarında, 2010-2014 dönemini kapsayan verileri kullanmışlardır. Çalışma sonucunda elde ettikleri bulgular, Endonezya’da faaliyet gösteren işletmelerin çalışma sermayesi kararları üzerinde; nakit dönüşüm döngüsü, cari oran ve ortalama tediye süresi değişkenlerinin negatif, aktif devir hızı ile stok devir hızı değişkenlerinin ise pozitif yönlü bir etki yarattığını tespit etmişlerdir.

2.3. Türkiye’ de Çalışma Sermayesi Üzerine Yapılmış Çalışmalar

Bu kısma kadar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin çalışma sermayesi yönetim kararlarına etki eden faktörlerin araştırıldığı çalışmalara yer verilmiştir. Dolayısıyla hem endüstriyel hem de zamana dayalı farklılıkları inceleyerek, bir ön değerlendirme yapmak amacıyla çalışmanın bu bölümünde ise Türkiye’ de çalışma sermayesi yönetim ve politikaları üzerine yapılmış olan çalışmalara yer verilmiştir.

Vural vd. (2001), araştırmalarında; İMKB’ nda işlem gören 75 firmanın finansal performansları ve nakit rezervleri ile çalışma sermayesi bileşenleri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. 2002-2009 dönemini kapsayan yıllık verileri kullandıkları çalışmalarında, alacaklara tanınan vadelerin kısa ve nakit döngüsünün yüksek oranlı olmasının işletmelerin kârlılıkları üzerinde olumlu etkileri bulunduğunu tespit etmişlerdir. Diğer yandan, kaldıraçtan faydalanmanın işletme değeri ile kârlılık üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu da ulaştığı sonuçlar arasındadır.

Öz ve Güngör (2007), İMKB’ ye kayıtlı 68 imalat işletmesinin 1992-2005 dönemine ilişkin verilerini kullandıkları çalışmalarında, kârlılık ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir.

Kârlılık ölçüsü olarak brüt kârlılık değerinin kullanıldığı çalışmada, alacak devir hızı, stok devir hızı, ticari borçlar devir hızı ve net ticaret süresi faktörleri bağımsız değişkenler olarak çalışmaya eklenmiştir. Ayrıca mali duran varlıklar değişim oranı, satışlardaki büyüme oranı ve işletme büyüklüğü faktörleri de kontrol değişken olarak çalışmaya dâhil edilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; alacak devir hızı, borç devir hızı, stok devir hızı ve net ticaret süresi faktörleri ile işletme kârlılığı arasında negatif yönü bir ilişkinin, olduğu satışlardaki büyüme oranı ve mali duran varlıklar değişim oranı ile kârlılık arasında ise pozitif yönlü bir ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir.

Kırbaş (2010) Antalya ilindeki Sağlık Bakanlığı’na ait Döner Sermayesi olan hastanelerin çalışma sermayesi yönetimlerinin etkinliklerini incelediği çalışmasında, 14 hastanenin 2005, 2006, 2007 ve 2008 yıllarına ilişkin mali tablo verilerini kullanmıştır. Araştırmasının sonunda, genel olarak hastanelerin kısa

vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede her hangi bir risk taşımadıklarını belirlemiştir. Elde ettiği bulgulara göre çalışmaya konu olan hastanelerin alacak devir hızlarının nakit oranı ve kısa vadeli borç devir hızları ile pozitif yönlü bir ilişkisi vardır. Ayrıca hastanelerin borç devir hızlarının alacak devir hızından daha fazla arttığı, dolayısıyla tahsil edilen alacakların borçları karşılayamayacağı ve ek çalışma sermayesine ihtiyaç duyulacağı da elde edilen diğer bulgular arasındadır. Bununla birlikte, hastanelerin aktifleri içerisindeki çalışma sermayesi tutarlarının ortalama 0,83 düzeyinde olduğu bu nedenle hastanelerin finansal performansları üzerinde çalışma sermayesi yönetiminin önemli bir yeri bulunduğu da ulaşılan diğer bulgular arasındadır.

Coşkun ve Kök (2011) İMKB’ de işlem gören yedi farklı sektörden 74 üretim işletmesine ait 1991-2005 dönemini kapsayan bir veri seti kullandıkları çalışmalarında, atılınan çalışma sermayesi politikalarının işletme kârlılığı üzerindeki etkilerini panel veri analizi yöntemi kullanarak test etmişlerdir.

Ulaştıkları sonuçlar, çalışma kapsamında İMKB’ de işlem gören ve atılınan sermaye politikası uygulayan imalat işletmeleri üzerinde; nakit dönüşüm döngüsü, alacakların ortalama tahsil süresi ve stokların devir hızı ile kârlılık arasında negatif yönlü, borç ödeme süresi ile kârlılık arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bununla birlikte, atılınan çalışma sermayesi politikası benimseyen işletmelerin alacakların ortalama tahsil süresini azaltıp, stok devir hızlarını artırarak kârlılıklarını arttırabildikleri de elde edilen diğer bulgulardandır.

Şahin (2011) İMKB’de faaliyet gösteren 140 imalat işletmesinin çalışma sermayesi politikaları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında; kriz öncesi (2005-2010) ve kriz dönemi (2008-2010) olmak üzere iki döneme ilişkin verileri kullanmıştır. Çalışmasında, öz sermaye kârlılık oranı (ROE), aktif kârlılık oranı (ROA) ve Tobin Q oranlarını, işletme başarısının temel ölçütleri olarak kabul etmiş ve söz konusu oranları ayrı ayrı modellerde bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Araştırmanın sonucunda; hem kriz öncesi hem de kriz döneminde ihtiyatlı çalışma sermayesi politikalarının aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve Tobin Q değeri üzerinde pozitif yönlü bir etki sağladığını, dolayısıyla da çalışma kapsamındaki işletmelerin uyguladıkları çalışma sermayesi politikaları ile finansal performanslarında artışlar olduğunu gözlemlemiştir.

Aygün (2012), İMKB’ de işlem gören 107 imalat işletmesine ilişkin 2000-2009 dönemini kapsayan 10 yıllık veri setini kullandığı çalışmada, çalışma sermayesi yönetiminin işletme performansı üzerindeki etkilerini regresyon analizi yardımıyla test etmiştir. Aktif kârlılık oranının (ROA) işletme performansının göstergesi olan bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmada; nakit dönüşüm süresi, işletme büyüklüğü, kaldıraç oranı, satışlardaki büyüme oranı ve cari oran bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılan bağımsız değişkendir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, nakit dönüşüm süresi ile işletme büyüklüğü faktörlerinin işletme performansı üzerinde negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı etkileri bulunmaktadır.

Sökmen (2013) çalışma sermayesi yönetiminin işletme performansı üzerindeki etkisini ölçtüğü çalışmada, Borsa İstanbul’a (BIST) kayıtlı 94 imalat işletmesine ait 2002-2009 dönemini kapsayan verilerini dinamik panel veri analizi yöntemi yardımıyla analiz etmiştir. Çalışmasının sonuçları, çalışmaya konu olan işletmelerin nakit dönüşüm sürelerini kısaltarak brüt faaliyet kârlılıklarını arttırabileceklerini göstermiştir. Bununla birlikte, çalışmada kontrol değişkenler arasında kullandığı finansal kaldıraç oranının, Tobin Q değeri üzerinde pozitif yönlü, işletme büyüklüğü değişkeninin ise negatif yönlü bir etkisinin olduğu da elde ettiği diğer bulgulardandır.

Sağlam (2014), Borsa İstanbul’da işlem gören gıda, tekstil ve imalat sektöründe faaliyetlerini sürdüren 153 işletmeye ilişkin 2002-2012 dönemini kapsayan verileri kullandığı çalışmada, farklı kârlılık oranları ile çalışma sermayesi faktörleri arasındaki ilişkiyi üç sektör üzerinde yaptığı analizler ile incelemiştir. Elde ettiği ilk bulgular gıda işletmelerinin borçlanmalarını arttırdıkça aktif kârlılıklarının düştüğünü göstermektedir. Bununla birlikte stok devir hızı, asit-test oranı ve net işletme sermayesi ile çalışmaya konu olan gıda ve imalat işletmelerinin kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğunu tespit etmiştir. Tekstil işletmelerinin kârlılıkları üzerinde de borçlanmanın negatif bir etkisi vardır. Net işletme sermayesi ile çalışma sermayesi devir hızı faktörlerinin ise tekstil işletmelerinin kârlılıkları üzerinde pozitif yönlü etkileri bulunmaktadır.

Yılmaz (2015), Borsa İstanbul'da işlem gören 172 reel sektör işletmesine ilişkin 2009-2013 dönemini kapsayan 5 yıllık verileri kullandığı çalışmada, işletme sermayesi yönetiminin başarısı ile farklı kârlılık göstergeleri arasındaki karşılıklı ilişkileri ve etkileşimi incelemiştir. Hem kârlılığın işletme sermayesi yönetimini hem de işletme sermayesinin kârlılığı nasıl etkilediğini analiz ettiği çalışmada, nakit çevrim döngüsünün kısaltılmasının kârlılığı olumlu yönde etkilediğini tespit etmiştir. Aynı zamanda, elde ettiği bulgulara göre kârlılık göstergelerindeki iyileşme işletme sermayesi yönetimini olumlu etkilemekte; stok devir hızı, alacak tahsil süresi ve borç ödeme süresi göstergelerini iyileştirmektedir.

Şamiloğlu ve Akgün (2016), BİST Endeksi'nde işlem gören 120 imalat işletmesine ait 2003-2012 yıllarını kapsayan 10 yıllık veri setini kullandıkları çalışmalarında, kârlılık ile alacakların ortalama tahsilat süresi, borçların ortalama tediye süresi ve nakit dönüş süresi arasındaki ilişkiyi çoklu doğrusal regresyon analizi ile test etmişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre, çalışmaya konu olan imalat işletmelerinde aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, faaliyet kârlılığı ve net kâr marjı ile alacakların ortalama tahsil süresi arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki bulunmaktadır.

Gülen (2016), BİST Gıda ve İçecek sektörü üzerine yaptığı çalışmada, borsada işlem gören 31 şirkete ait 1991-2014 yıllarına ilişkin verileri kullanmıştır. Çalışma 1991-2002 ve 2003-2014 yıllarını kapsayan iki ayrı dönem olarak şekillendirilmiş ve söz konusu dönemlerde gıda ve içecek sektöründe faaliyet gösteren ve BİST' de işlem gören işletmelerin kârlılıklarına etki ettiği tahmin edilen işletme sermayesi faktörleri dengesiz panel yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışmanın iki ayrı dönem olarak şekillendirilmesinin nedeni ise enflasyonun çalışma sermayesi bileşenleri ve kârlılık üzerindeki etkilerinin gözlemlenebilmesidir.

Elde ettiği bulgular, enflasyon döneminde stokta kalma süresinin önemli bir kâr faktörü olduğunu, düşük enflasyon döneminde ise alacak tahsil süresi ve borç ödeme sürelerinin kârlılığı etkilediğini tespit etmiştir. Ayrıca enflasyonist dönemlerde nakit ve nakit benzeri varlıkların kârlılık üzerinde pozitif, enflasyon oranlarının düşme eğilimi gösterdiği dönemlerde ise bahsi geçen varlıkların kârlılık üzerinde negatif bir etkilerinin olduğu da tespit ettiği bulgular arasında yer almıştır.

Avan (2016) çalışma sermayesi yönetiminin işletme performansı üzerindeki etkisini ölçtüğü çalışmada, Borsa İstanbul'a (BİST) kayıtlı 205 imalat işletmesine ait 2010-2014 dönemini kapsayan veriler panel regresyon analizi yöntemi yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda likidite faktörünün işletmelerin kârlılıkları üzerinde önemli bir faktör olduğunu tespit etmiştir. Bununla birlikte nakit dönüşüm döngüsünün çalışmaya konu olan işletmelerin brüt faaliyet kârlılıkları üzerinde negatif yönlü bir etkisinin olduğu da ulaşıldığı bulgular arasındadır.

Duman (2017) döviz kurlarında yaşanan dalgalanmaların çalışma sermayesinin ana bileşenleri, çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ve işletmelerin temel operasyonel faaliyetleri üzerindeki etkilerini araştırdığı çalışmada 166 işletmeye ilişkin 2002-2010 dönemini kapsayan yıllık verileri kullanmıştır. Dalgalanan döviz kurlarının pay senedi fiyatları ve dolayısıyla da işletme değeri üzerindeki etkileri de çalışmanın araştırma konularındandır.

Araştırmanın bulguları, uzayan nakit dönüşüm döngüsü ile Türk Lirası'nda değer kayıplarının, işletme kârlılığı ve değeri üzerinde olumlu bir etki yaptığını teyit etmektedir. Ayrıca Türk Lirası'ndaki değer kayıpları hem satışların hem de ticari alacak ve borçların artmasına da sebebiyet vermektedir.

Topçuoğlu (2018), çalışma sermayesi yönetimi ile işletme kârlılığı arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmada, Taş ve Toprağa Dayalı imalat faaliyetlerinde bulunan ve BİST' de işlem gören 23 işletmenin 1998-2016 dönemini kapsayan yıllık bilanço ve gelir tablosu verilerini kullanmıştır. Aktif kârlılık oranının bağımlı değişken olarak seçildiği araştırmada, alacak tahsil süresi, stok tutma süresi, nakit dönüşüm süresi ve borçların devir süresi gibi faktörler bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Satışlardaki artış ve büyüme oranları da kontrol değişkenleri olarak analize eklenmiştir. Analizleri sonucunda elde ettiği bulgulara göre borçların devir süresi ile aktif kârlılık oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunurken, kontrol değişkenler olan büyüme ve satışlardaki artış oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Yıldız (2019) çalışma sermayesi yönetimi ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi ölçtüğü çalışmada, BİST bilişim sektöründe faaliyet gösteren

işletmelerin 2011-2018 dönemine ilişkin çeyrek dönemlik verilerini kullanmıştır. Çalışmada, işletme performansını çeşitli yönlerden temsil eden çeşitli bağımlı değışkenler, kurulan beş model üzerinde ayrı ayrı test edilmiştir. Söz konusu modellerden Model-1 ve Model-2 işletmelerin kârlılık performanslarını, Model-3 büyüme performanslarını, Model-4 piyasa performanslarını, Model-5 ise faaliyetlerindeki etkinlik performanslarını analiz etmektedir.

Elde ettiğı bulgulara göre çalışma sermayesi yönetimini temsil eden bağımsız değışkenlerden cari oranın, bağımlı değışkenlerden sadece aktif devir hızıyla anlamlı bir ilişki içerisinde olduğunu; stok bağımlılık oranı ile bağımlı değışkenler arasında ise kurulan hiçbir modelde anlamlı bir ilişkiye rastlanmadığını belirlemiştir. Bununla birlikte, BİST bilişim sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal performanslarının araştırıldığı beş modelde de dönen varlık devir hızı istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur.

3. İŞLETMELERİN FİNANSAL İHTİYAÇLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE FİNANSAL ORAN ANALİZİ İLE ÇALIŞMA SERMAYESİ UNSURLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

İşletmelerin gereksinim duydukları çalışma sermayesi tutarları çeşitli faktörlere bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Özellikle küreselleşen dünyada uluslararası ticari faaliyetlerin de hız kazanmasıyla hem ülkelere özgü hem de ülkeler arası çevre koşullarındaki farklılaşmalar çalışma sermayesi yönetim kararları üzerinde de önemli bir etki yaratmaktadır.

Bununla birlikte her işletme tipine, faaliyet konusuna, büyüklüğüne, uyguladığı tekniklere vb. faktörlere bağlı olarak, işletmeye özgü faktörlerden etkilenmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 67).

3.1. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletmeye Özgü Faktörler

Bir işletmede çalışma sermayesi gereksinimi işletmenin özelliğine ve içinde bulunduğu koşullara göre değişmektedir. Bu özellikler zamana, işletmelerin doğasına, faaliyet alanlarına, büyüklüklerine vb. birçok unsura göre farklılaşmaktadır. Dolayısıyla bu bölümde çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyen işletmeye özgü faktörler sıralanarak açıklanmıştır.

3.1.1. İşletme Büyüklüğü, Faaliyet Konusu ve Doğası

İşletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri üzerinde etkisi olan unsurların başında işletme büyüklüğü faktörü gelmektedir. Bilindiği üzere işletmelerin kuruluş amaçlarının başında *hissedar değeri maksimizasyonu*, başka bir deyişle de *piyasa değeri maksimizasyonu* gelmektedir. Ancak bu temel amaca ulaşmak için işletmelerin satışlarını başka bir ifadeyle de faaliyet hacimlerini genişletmeleri gerekmektedir. Çünkü muhasebenin temel ilkelerinden olan süreklilik kavramı, işletme ömrünün sahip veya hissedarların ömürleri ile sınırlı olmadığını söylemektedir. Dolayısıyla sınırsız olarak kabul edilen bu ömrün kurumsal olarak sürdürebilmesi, işletmelerin devamlı bir büyüme eğilimi sergilemeleri ile yakından ilişkilidir.

İşletmelerin büyümelerinin temel göstergesi ise ya finansal durum tablosu ya da kâr-zarar tablosunda yer alan iki ana kaleme meydana gelen değişimler ile

gözlemlenip, ölçülmektedir. Bunlardan biri finansal durum tablosunda yer alan toplam varlıkların dönemsel olarak gösterdiği değişim iken, diğeri kâr-zarar tablosundaki satışlar kalemindeki değişimdir. Zira hangi sektörde faaliyet gösterirse göstere sin işletmelerin büyümeleri için faaliyet hacimlerini dolayısıyla da satışlarını artırmaları gerekmektedir. Ancak sözü edilen satış artışlarının gerçekleştirilebilmesi için işletmelerin öncelikle sabit varlık yatırımlarını gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Bu nedenle işletmelerin finansal tablo kalemlerinin toplamını oluşturan varlık kalemi toplamlarında bir artış gözlemlenmektedir.

Diğ er yandan, işletmelerin satış hacimlerini artırmaları çalışma sermayesi gereksinimlerini de artıracaktır. Çünkü küçük ölçekli bir işletmeye kıyasla aynı alanda faaliyet gösteren daha büyük ölçekli bir işletmenin gereksinimi olan çalışma sermayesi tutarı da kaçınılmaz olarak farklı olacaktır. Özellikle ekonomi içindeki büyük paylarına rağmen, nispeten küçük olan işletmeler teknolojik gelişmelerden yeterince faydalanamamaları, satın alımlarda tanınan vadelerden yoksun olmaları ve rekabet güçlerinin zayıf olması gibi nedenlerle daha çok emniyet marjına gereksinim duymaktadırlar.

Bununla birlikte, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri üzerinde etkisi olan işletmeye özgü etkenlerden biri de stoklardır. Zira faaliyetlerin genişlemesi ile işletmelerin gereksinim duyacakları nakit tutarı değişerek, müşteri sayıları artmakta, bu durum da faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli stok seviyelerinin artırılması ile sonuçlanmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 68). Çünkü başta işletmelerin hammadde stokları olmak üzere yarı mamul ve mamul stoklarında beklenen ve gözlemlenen tüm artışlar çalışma sermayesi tutarları ile yakından ilintilidir.

Öte yandan, doğaları gereği her işletme türü farklı faaliyet devirlerine sahip olduğundan farklı seviyede çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadır. Örneğin imalat işletmelerinde girdilerin temini ile başlayan faaliyet devri; nakit, hammadde, üretim girdileri, mamuller, satışlar, alacaklar ve nakit sırası ile nakit dönüşüm sürecini uzun bir yol kat ederek, sonlandırabilmektedir. Oysaki bu süreç ticaret işletmelerinde; nakit, ticari mallar stoku, satışlar, alacaklar ve tekrar nakde dönüş ile daha kısa bir süreç almaktadır.

3.1.2. Tedarik ve Satış Koşulları

İşletmelerin kullandığı stokların yapısı, stoklara yatırılacak tutarları etkilemektedir. Malların dökümlü ve ömürlerinin kısa olduğu, muhafazasının güç olduğu sektörler de faaliyet gösteren işletmeler stokların yapısı nedeniyle zorunlu olarak az miktarda stok bulundurma eğilimi göstermektedirler.

Kullanılan hammaddenin mevsimsellik özelliği göstermesi de işletmelerin stok politikalarını etkilemektedir. Özellikle belli mevsimlere de yetişen tarım ürünlerini hammadde olarak kullanarak işleyen işletmelerde stok yönetimi diğer işletmelere kıyasla farklılıklar göstermektedir. Zira hammaddenin bol olduğu dönemlerde stoklarını yükselten bu işletmeler, diğer zamanlarda daha önce stokladıkları hammaddeleri üretme faaliyetlerini sürdürmekte, başka bir deyişle stoklarını eriterek düşürmektedirler. Bununla birlikte, hammadde vb. malların tedarik sürecinde kullanılan taşıma veya lojistik yöntemlerinin de işletmelerin stok politikaları üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Çünkü çeşitli taşıma sistemlerinin (karayolu, denizyolu, havayolu, demiryolu, boru hattı) maliyetleri ve süreçleri işletmelerin tedarik maliyetlerini yakından etkilemektedir. Dolayısıyla işletmelerin stok tedarik ve yönetim stratejileri de tedarik edilen stokların taşıma seçimlerine göre farklılıklar göstermektedir. Ayrıca, gereksinim duyulan stok kalemlerinin yurtiçinden veya yurtdışından tedarik edilecek olması da hem tedarik süresinin hem de taşıma yönetiminin olumsuz etkilerine maruz kalınmaması açısından da önem arz etmektedir.

Bununla birlikte, alışlarını küçük partiler halinde ve sık sık tedarik etme olanağına sahip işletmeler ile uzun vadelerle büyük miktarlarda tedarik edenler arasında çalışma sermayesinin seviyesi açısından bir fark vardır. Alışlarını büyük partiler halinde yapanların çalışma sermayesi gereksinimleri artmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 75). Bu nedenle, her ne kadar bu tür işletmelerin stok sipariş maliyetlerinde bir tasarruf sağlansa da, stok bulundurma maliyetlerinde bir artış olmaktadır.

Diğer yandan, stokların finansman koşulları da işletmeler için büyük önem taşımaktadır. Başta paranın zaman değeri etkeni olmak üzere, yurtdışından yapılan alışlarda döviz kuru oynaklıkları işletmelerin satın alma davranış ve sürelerini

etkilemektedir. Bu nedenle, kredili alış olanakları ve şartları uygun olan işletmeler nakit ödeme yapmadıklarından daha az çalışma sermayesi gereksinimi yaşamakta, dolayısıyla da stok bulundurma maliyetlerini de göz önünde bulundurmak koşuluyla yüksek miktarda stok bulundurma strateji benimsemektedirler.

3.1.3. Likidite Durumu

İşletmelerde çalışma sermayesi yönetimine ilişkin politika ve stratejilerin özünü likidite oluşturmaktadır. Zira hangi sektörde faaliyet gösterilirse gösterilsin tüm işletmeler gelirlerinin temelini oluşturan satışları ile maliyetlerinin büyük bir kısmını oluşturan tedarik ve satın alma faaliyetlerinin yadsınamayacak bir öneme sahip tutarlarını kredili olarak gerçekleştirmektedirler. Dolayısıyla, döner sermayenin işletmede varlıklara bağlı kaldığı süre ile işletmenin kullandığı kredilerin geri ödenme süreleri farklı olduğundan likidite gereksinimleri bulunmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 76). Çünkü özellikle kısa vadeli borçlanma ile finanse edilen alacak ve stok kalemlerinin, temerrüde düşülmeden zamanında ödenebilmesi hem işletmenin piyasadaki itibarının korunması hem de iflas riskinden uzaklaşılması açısından oldukça önem taşımaktadır.

Öte yandan likidite her ne kadar paraya çevrilebilme kolaylığı anlamına gelmekteyse de, özünde iki temel özellik barındırmaktadır. Bunlardan ilki döner varlıklar içindeki kalemlerin nakde dönüşüm döngüsü veya süreci içinde geçen süredir. Çünkü bilindiği üzere nakde dönüşüm süresi uzadıkça işletmelerin finansal riskleri başta sistematik riskler olmak üzere birçok faktörden etkilenmektedir. Bununla birlikte, likidite kavramının diğer özelliği ise nakde dönüşüm sürecindeki dönen varlık kaleminin varlık değerini korunmasıdır. Zira nakit dönüşüm döngüsündeki varlıkların elde edildikleri gün ile nakde dönüştükleri gün arasında oluşan değer kayıpları, söz konusu varlıklar için harcanan sermaye üzerinde bir kazanç veya kayıp oluşturmakta, bu durum da işletmelerin maliyet ve kârlılıklarını etkilediğinden işletmelerin finansal sağlıkları da bu gelişmelerden etkilenmektedir.

Özetlemek gerekirse likidite; işletme varlıklarının yürütülen faaliyetler esnasında nakde dönüşümünü ifade eden kavramdır ve devir hızı oranları ile hesaplanan değerler de, ölçümlenen varlık kalemlerinin likidite derecelerinin bir göstergesidirler.

3.1.4. Stok Değerleme Yöntemleri

İşletmelerin temel kuruluş amaçları olan kâr elde etme hedefinin hesaplanması sürecinde dört ana değişken etkin bir rol oynamaktadır. Bunlardan ilki mal veya hizmetlerin birim satış fiyatı, diğeri üretilen mal veya hizmet miktarı ile satılan mal veya hizmet adedi, üçüncü ve sonuncusu ise sırasıyla toplam maliyetin iki unsuru olan değişken ve sabit maliyetlerdir.

Bilindiği üzere işletmeler sattıkları mal veya hizmetlerin satış fiyatlarını belirlerken rakiplerinden bağımsız hareket etmekte güçlük çekerler. Ancak işletmelerin maliyet bilgileri ve hesaplamaları işletmelerin maliyet birimleri tarafından gerçekleştirilen içe dönük muhasebe yöntemleri ile sonuçlandırılmaktadır. Bununla birlikte, genel olarak en yaygın olarak kullanılan stok değerleme yöntemleri sırasıyla; *ilk giren ilk çıkar* (FIFO) yöntemi, *son giren ilk çıkar* (LIFO) yöntemi ve *ortalama maliyet* yöntemidir.

Diğer yandan, farklı stok değerleme yöntemi kullanan işletmelerde farklı sonuçlar çıkabilmektedir. Üstelik aynı hesap döneminde aynı işletmenin farklı stok değerleme yöntemleri uygulaması durumunda bile aynı işletme için farklı maliyet rakamlarına ulaşılabilir. Dolayısıyla her farklı stok değerleme yöntemine bağlı olarak işletmelerin kârlarında da değişiklikler ortaya çıkabilmektedir. Hatta bu değişkenler sadece kârın değişmesi ile kalmayıp, işletmelerin finansal durum tablolarında yer alacak stok tutarlar da farklılaşabilmektedir. Bu nedenle stok değerleme yöntemlerinin işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerinin belirlenmesinde yadsınamaz bir etkileri bulunmaktadır.

3.1.5. Kapasite Kullanım Oranları

Belirli bir tarihte bir ekonomide veya işletmedeki durgunluk hakkında bilgi sağlayan *kapasite kullanım oranı* (KKO), gerçekleşen potansiyel ekonomik çıktının oranını ölçmektedir. Başka bir ifadeyle, bir üretim biriminin kullanım kapasitesinin, aynı üretim biriminin maksimum kapasitesine olan oranı olup, sanayideki üretim düzeyinin bir yansıması olduğundan, talep ve yatırım düzeyleri ile ilgili ayrıntılı bilgiler sunmaktadır.

Diğer yandan, bir işletmenin faaliyet kapasitesi sabit değerlere yapılacak yatırımlarla yakından ilişkilidir. Zira bir işletmenin kapasitesini artırabilmesi için sabit varlıklara ilave yatırım yapılması gerekmektedir. Ancak, sabit varlık yatırımlarını takip eden süreçte artırılan kapasitenin kullanılabilmesi ek çalışma sermayesine olan gereksinimi de artırmaktadır. Çünkü artan kapasite imalatla kullanılacak hammadde, malzeme ve işçilik ödemelerinin artmasına neden olur (Aksoy ve Yalçın, 2013: 85). Dolayısıyla işletmelerin kapasite kullanım oranları çalışma sermayesini etkileyen önemli faktörler arasında yer almaktadır.

3.1.6. Üretim Süresi

Üretim sürecinde çalışma sermayesi faktörleri nakit ile başlayan, üretim sürecinin tamamlanmasının ardından da satışların gerçekleştirilmesi ile sonuçlanarak alacakların doğması ve nakde tekrar dönülmesi ile biten nakit dönüşüm döngüsünde geçen süredir. Bilindiği üzere devir hızını yakından ilgilendirmektedir. Çünkü bu süreç ne kadar kısa sürede sona ererse, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri o derece azalacaktır. Dolayısıyla bu süreci etkileyen aşamaların en önemlisi üretim süresidir. Zira üretim süresi ne kadar hızlı ise işletmenin satışlara başlaması da o derece çabuk olacak ve satışlar sonucu elde edilecek nakit girişi de çalışma sermayesine olan ihtiyaç azalacaktır.

Bu durumu bir örnekle açıklamak gerekirse, otomobil üreten bir işletmenin üretim süresine kıyasla uçak üreten bir işletmenin üretim süresi kaçınılmaz olarak çok daha uzundur. Bu nedenle de süreç uzadıkça satış bedelinin işletmeye geri dönüş süresi de uzamakta olduğundan işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri bu durumdan etkilenmektedir.

3.1.7. İşletmelerin Temettü ve Büyüme İle İlgili Politikaları

Finansal yönetim üç temel konu üzerinde yoğunlaşmakta ve karar alma sürecinde bu konulara ilişkin yanıtlar aranmaktadır. Bunlardan ilki yatırım kararlarıdır. Diğerleri ise kararlaştırılan yatırımların hangi kaynaklarla finanse edileceğidir. Yatırımların tamamlanması ile işletmeler nakit girişi sağlayabilmekte ve elde edilen nakitler iki şekilde değerlendirebilmektedirler.

Birinci değerlendirme yöntemi, işletme tarafından elde edilen kârın tamamının veya işletme yöneticileri tarafından belirlenen bir kısmının yeni yatırımların finansmanında kullanılması olarak ifade edilen “*otofinansman*” yöntemidir. Bu yöntemin seçilmesi durumunda işletme tarafından yaratılan nakit varlıklar; mevcut faaliyetlerin yürütülmesi veya faaliyetlerin artırılmasında kullanılacaklardır. Dolayısıyla işletmenin gereksinim duyacağı çalışma sermayesi işletme tarafından yaratılan kaynaklardan temin edileceğinden, çalışma sermayesi tutarı ofofinansman kararından etkilenecektir.

Öte yandan, elde edilen kârın tamamının veya bir kısmının diğer yöntem olan temettü dağıtımında kullanılması durumunda ise işletmenin nakit mevcutları bu karardan olumsuz bir şekilde etkileneceğinden, işletmenin faaliyetlerini sürdürmek veya genişletmek için gereksinim duyacağı çalışma sermayesi tutarında bir artış olacaktır. Dolayısıyla işletmelerin temettü politikaları ile çalışma sermayesi gereksinimleri arasında bir ilişki bulunmaktadır.

3.1.8. İşletme Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi

İşletmelerin büyüme eğilimi gösterebilmeleri için önce sabit varlık yatırımlarını gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Daha sonra ise yatırımların tamamlanması ile sahip olunan kapasitenin verimli ve etkin bir şekilde kullanılarak, gelirlerin artırılması sağlanmalıdır. Bu nedenle, kapasite kullanım sürecinde çalışma sermayesi gereksinimi de artış göstermektedir. Çünkü mal veya hizmetlerin üretilmesi için sermaye gereksinimi doğmaktadır.

Diğer yandan, faaliyetlerin gerçekleştirilmesi ve gelirlerin elde edilerek, işletme amaçlarına ulaşılabilmesi için kr fonksiyonuna ilişkin unsurların da iyi bir şekilde yönetilmesi gereklidir. Bu unsurlardan biri hasılatın başka bir deyişle toplam gelirlerin maksimize edilmesi ile ilgilidir. İşletmelerin esas gelirleri ana faaliyetlerine bağlı satışlardan oluşmaktadır. Söz konusu satışlar ise başta genel ekonomik şartlar olmak üzere pek çok faktörden etkilenecektir.

İşletmeler faaliyet gösterilen ekonomi başta olmak üzere küresel ekonomik koşullarda bir durgunluk yaşanıyor, işsizlik oranları artıyor, üretilen mal veya hizmetlere olan talepler düşme eğilimi gösteriyor, yatırımlar azalıyor ve ekonomik kalkınma hızı yavaşlıyor ise bu değişimlere kayıtsız kalamazlar. Ancak, bu

değişimler tüm işletmeleri aynı oranda etkilememektedir. Zira işletmelerin içinde bulundukları endüstriler ekonomik durumlardan farklı derecede etkilenirler ve ekonominin konjonktürden etkilenme derecelerine göre de; *büyüyen endüstriler*, *dönemsellik gösteren endüstriler* ve *savunmacı endüstriler* olmak üzere ayrıştırılarak sınıflandırılırlar (Aksoy ve Yalçın, 2013: 89). Öte yandan, işletmelerin gelirleri faaliyet gösterilen alanlara göre de değişkenlikler gösterebilir. Örneğin sipariş üzerine mal veya hizmet üreten işletmelerin gelirleri, aldıkları talepler doğrultusunda yönlendirildiğinden, yığın şeklinde seri üretim yapan işletmelerin gelirlerine kıyasla daha az dalgalanmaktadır.

Bununla birlikte, alacak yönetim politikalarının da işletmelerin gelirleri üzerinde önemli bir etkileri vardır. Satışlarının belli bir kısmını nakit veya avans karşılığı yapan işletmelerin likiditeleri artmakta, dolayısıyla da bu işletmelerin gelirleri ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenmektedir. Oysaki bazı işletmelerin gelirleri satışlardaki istikrarsızlıklara bağlı olarak oldukça sık ve şiddetli bir dalgalanma gösterir. Bu dalgalanmalar da kaçınılmaz olarak belirsizlikleri ve riskleri artırır. Artan riske bağlı olarak da işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri de aynı yönlü bir hareket izler. Bu nedenle, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimleri ile gelirlerin dalgalanma dereceleri arasında bir ilişki vardır.

3.1.9. Satıcı Kredilerinden Yararlanma Derecesi

İşletmelerin kârlılıklarına etki eden diğer bir çalışma sermayesi unsuru da alacakların yönetimine bağlı olarak ortaya çıkan satıcı kredilerinden yararlanma derecesidir. Bilindiği üzere işletmeler satışlarını vadeli veya peşin olarak gerçekleştirebildikleri gibi alışlarını da vadeli veya peşin olarak gerçekleştirebilirler. Ancak bu döngü çalışma sermayesi ve kârlılık üzerinde bir etki yaratır. Bu etkilerden ilki satışlara ilişkindir. Zira işletmeler vadeli satışlarını artırdıklarında, satış hacimleri artmakta bu da her ne kadar olumlu bir etki yaratsa da, hem paranın zaman değerinden kaynaklanabilecek hem de borçların gecikmeli olarak ödenmesi nedeniyle oluşabilecek olumsuzluklardan tam bir koruma sağlayamamaktadır. Bununla birlikte, borçların ödenmesine bağlı olarak ortaya çıkabilecek bu olumsuzlukların iki yönü vardır. Biri nakit yetersizliği nedeniyle alış iskontolarından yeterince faydalanamamak, diğeri ise zamanında ödeme

yapılamaması durumunda ek finansman gereksinimine bağılı ilave maliyete katlanmaktadır.

Diğer yandan, satışların vadesi ile alışların vadesi arasında bir uyum sağlanması durumunda işletme kârlılığı bundan olumlu etkilenmektedir. Satıcılara olan borçların vadelerine kıyasla satışlar sonucu müşterilere tanınan vade daha kısa olursa, bu durumda işletmeler erken tahsilat nedeniyle ek finansman arayışına girmek zorunda kalmayacak, üstüne üstlük erken tahsilat ile sağlanan nakit girişleri, alışlarda kullanılarak satıcılardan iskonto sağlanabilecektir. Bu nedenle, işletmeler fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duymamak için satın almaları mümkün olduğu kadar uzun vadeli krediyle yapmak, satışlarında da mümkün olduğu kadar kısa vadeli kredi tanımak isterler (Aksoy ve Yalçın, 2013: 90). Dolayısıyla işletmelerin satıcı kredilerinden yararlanma dereceleri, işletmeler için satıcı kredisinden yararlanarak alış iskontosundan vazgeçmek demektir ki, bu unsur kullanılan kredinin maliyetidir ve işletmelerin kârlılıkları bu kredilerden yararlanma derecelerinden etkilenmektedir.

3.1.10. Sermaye Maliyeti

İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek için kaynaklara gereksinim duymaktadırlar. Bu kaynaklar ise ya işletme içinden, faaliyetler sonucu yaratılan nakit mevcudu olarak (otofinansman) ya da işletme dışındaki kurumlardan ödünç alınarak temin edilmektedir. Bununla birlikte, işletmelerin kullanımına tahsis edilen tüm bu kaynakların işletmelere bir maliyeti bulunmaktadır. Zira işletmeye kaynak yaratanlar, tasarruflarını bugün harcamak veya kullanmak yerine işletmelere ödünç olarak vermekte, karşılığında ise bir getiri beklentisi içerisine girmektedirler. Dolayısıyla işletmelerin temin ettikleri bu kaynakları verimli alanlara yönlendirerek hem kaynak sağlayanların beklentilerini karşılamak hem de gelecekteki yatırımları finanse ederek, faaliyetlerin devamlılığını sağlamak için işletmeye ilave bir gelir yaratmak zorundadırlar.

Bununla birlikte, işletmelerin kullandıkları kaynakların bir bileşimi vardır ve bu bileşim sermaye yapısı olarak tanımlanmaktadır. Sermaye yapısı bileşimini oluşturan bu kaynaklardan birine borç kaynağı denir. Diğer ise işletme tarafından yaratılan nakitlerin işletme yararına kullanılmak üzere işletmede alıkonması ile

yaratılan öz kaynaktır. Bu iki kaynak genellikle farklı oranlarda olmak kaydıyla birlikte kullanılmaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere sermaye yapısı olarak ifade edilen bu bileşimin bir maliyeti vardır. Bu maliyete de *ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti* (AOSM) denilmektedir. Sermaye maliyeti aynı zamanda *iskonto oranı* olarak da ifade edilmektedir ki, yatırımın verimliliği maliyetin üzerinde olduğunda işletme değeri bundan olumlu etkilenmekte, tersi bir durum olduğunda yani yatırımın verimliliği iskonto oranının altında kaldığında ise işletme değeri bundan olumsuz bir şekilde etkilenmektedir. Bununla birlikte, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplamak için de her bir kaynağın toplam kaynaklar içindeki payının yanı sıra bireysel maliyetlerinin de bilinmesi gerekmektedir.

Öte yandan, işletmeler kendi güçleri ve kredi değerlilikleri ölçüsünde farklı kuruluşlardan kaynak kullanıp farklı maliyetlere katlanmaktadırlar. Dolayısıyla bu işletmelerin birbirinden farklı kredi değerliliğine sahip müşterileri finanse ederken farklı getiri oranları talep etmeleri de kaçınılmaz olmaktadır. Zira müşteri portföyü içerisinde bazı müşterilerin ödemelerini gecikmeli olarak yaptıklarını, bazılarının ise hiç ödeme yapmamaları nedeniyle şüpheli alacak oranlarını artırabildikleri göz önünde bulundurulduğunda, aynı iskonto oranına bağlı kalarak tüm müşterileri finanse etme eğilimi göstermenin işletmeler açısından rasyonel ve sürdürülebilir bir strateji olmadığı aşîkârdır.

3.1.11. Amortisman Politikalarının Etkisi

İşletme faaliyetlerinin başlaması ve sürdürülebilmesi için sabit varlıklara gereksinim bulunmaktadır. Ancak sabit varlık yatırımlarının işletmelerden yüksek tutarlarda nakit çıkışına sebebiyet vermeleri, satışların dalgalanma gösterdiği dönemlerde işletmelerin nakit sıkıntısı çekmelerine neden olmaktadır. Ayrıca söz konusu sabit varlık yatırımlarının bir kısmının veya tamamının borçlarla finanse edilmesi durumunda işletmeler borca ilişkin yükümlülüklerini karşılayamazlarsa iflas riski ile bile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu nedenle hükümetler ve devletler tarafından vergi mevzuatları çerçevesinde yapılan düzenlemeler ile işletme sürekliliğine bir katkı sağlanmaktadır.

Dolayısıyla işletmeler yaptıkları sabit varlık yatırımlarını vergi mevzuatlarınca düzenlenen çeşitli amortisman yöntemlerini uygulayarak, gider

yazmakta ve bu sayede vergi matrahlarını azaltabilmektedirler. Bu nedenle amortisman ayrılarak gider kaydedilen tutarlar vergi matrahını azaltıcı bir etki yaptıklarından, işletmelerin ödenecek vergilere bağlı nakit çıkışları da azalmaktadır. Bununla beraber, işletmelerin nakit mevcutları da bu durumdan olumlu bir şekilde etkilenmekte ve işletmede tutulan nakitler ile işletme faaliyetlerinin yürütülmesinde gereksinim duyulan çalışma sermayesi için katkı sağlanmaktadır.

Diğer yandan, amortisman konusunun Türk Vergi Mevzuatı (TVM)'nda önemli bir yeri bulunmaktadır. Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK), Gelir Vergisi Kanunu (GVK) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) dahil bir çok Kanun'da amortisman işlemlerine ilişkin açıklamalara yer verilmiş olmakla birlikte, amortisman işlemlerine ilişkin temel konular Vergi Usul Kanunu (VUK)'nun 313 – 321'inci maddeleri arasında ele alınmıştır. Vergi mevzuatı çerçevesinde işletmeler tarafından yaygın bir şekilde uygulama alanı bulan iki çeşit amortisman yöntemi bulunmaktadır. Bunlardan biri *normal amortisman yöntemi* diğeri ise *azalan bakiyeler yöntemi* (hızlandırılmış amortisman)' dir. Normal amortisman VUK' nun 315. maddesinde; “*Mükellefler amortismanına tâbi iktisadî kıymetlerini Maliye Bakanlığının tespit ve ilân edeceği oranlar üzerinden itfa ederler. İlân edilecek oranların tespitinde iktisadî kıymetlerin faydalı ömürleri dikkate alınır*” şeklinde açıklanmaktadır. Bu açıklamaya göre işletmenin elde ettiği varlıklar, ekonomik ömürleri ve VUK hükümleri uyarınca belli bir sürede eşit taksitlerle gider yazılabilmekte ve vergi tasarrufu sağlanabilmektedir.

Bununla birlikte, yine VUK' nun 315. maddesinde azalan bakiyeler yöntemi “*Bilanço esasına göre defter tutan mükelleflerden dileyenler, amortismanına tabi iktisadi değerlerini, azalan bakiyeler üzerinden amortisman usulü ile yok edebilirler. Bu usulün tatbikinde; (1) her yıl, üzerinden amortisman hesaplanacak değer, evvelce ayrılmış olan amortismanlar toplamının tenzili suretiyle tespit olunur. (Ek hüküm: 17/12/2003-5024/4 md.) Enflasyon düzeltmesi yapılan dönemlerde, üzerinden amortisman ayrılacak değer, amortismanına tâbi iktisadî kıymetin düzeltilmiş değerinden daha evvel ayrılmış olan amortismanların toplamının taşınmış değerleri indirilmek suretiyle tespit edilir. (2) (Değişik: 17/12/2003-5024/4 md.) Bu usulde uygulanacak amortisman oranı % 50'yi*

geçmemek üzere normal amortisman oranının iki katıdır. (3) Bu usulde amortisman süresi normal amortisman nispetlerine göre hesaplanır. Bu sürenin son yılına devreden bakiye değer, o yıl tamamen yok edilir” şeklinde açıklanmaktadır. VUK’nda da açıkça belirtildiği üzere azalan bakiyeler yönteminde gider yazılarak vergi tasarrufu sağlanacak, başka bir deyişle işletmeden nakit çıkışına etki edecek tutar, normal amortisman yöntemi ile hesaplanabilen oranın %50’ yi aşmamak üzere 2 katı olarak gerçekleşebilmektedir. Dolayısıyla özellikle paranın zaman değeri de göz önünde bulundurulduğunda bu yöntem uygulayan işletmeler daha büyük tutarda nakdi işletmede tutabilecekler ve çalışma sermayesi gereksinimi için kullanabileceklerdir. Bu nedenle işletmelerin uyguladıkları amortisman yöntemi ile çalışma sermayesi ve kârlılıkları arasında da bir ilişki bulunmaktadır.

3.1.12. Yöneticilerin Riske Bakış Açıları

Çalışma sermayesi yönetim strateji ve politikalarının belirlenmesinde yöneticilerin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Zira rasyonel davrandıkları kabul edilen işletme yöneticileri, kaynaklarını yönlendirirken minimum maliyetle maksimum getiriye sağlayacak yatırımları tercih edeceklerdir. Çünkü normal şartlarda yatırımlardan beklenen faydanın yatırımın maliyetinden büyük veya en kötü ihtimalle yatırımın maliyetine eşit olması gerekmektedir.

Ancak, bu noktada işletme yöneticilerinin riske karşı bakışları veya tutumları da devreye girmektedir. Zira her ne kadar yöneticiler karar verirken katlanılacak risk ile karşılığında elde edilecek verimliliğin sağladığı fayda ölçüsüne göre riske yaklaşmaktalarsa da, fayda subjektif bir kavramdır (Aksoy ve Yalçın, 2013: 95). Çünkü risk karşısında yöneticilerin davranışlarını etkileyen başta bilgi akışı olmak üzere deneyim, yaş, cinsiyet vb. pek çok faktör bulunmaktadır. Örneğin risk seven yöneticiler, risk ile getiri arasındaki ilişki de riskten ziyade yüksek getiri olanaklarının bulunduğu odaklanarak, seçimlerini veya kararlarını riskli projelerden yana kullanmaktadırlar. Bu nedenle *atılğan çalışma sermayesi* yönetimi benimseyerek, yüksek risk ile faaliyetleri yürütmeyi tercih etmektedirler.

Hâlbuki riskten kaçınan yapıya sahip yöneticiler, tam tersi şekilde *ihtiyatlı çalışma sermayesi* yönetimi benimsemeyi, likiditeyi artırıcı ve riski düşürücü kararları içeren bir yönetim politikası benimseyebilmektedirler. Dolayısıyla

yöneticilerin tutum ve davranışlarına bağlı bu politika farklılıkları kuşkusuz olarak işletmelerin kârlılıkları üzerinde farklı etkiler yaratmaktadır.

3.2. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler

İşletme yöneticilerinin tüm gayretlerine rağmen kontrol altına alamadıkları işletme dışı koşullar bulunmaktadır. Toplam riskin önemli bir kaynağını oluşturan ve sistematik riskler olarak da ifade edilen bu koşullar her işletmeyi etkilemektedir. Ancak bu risklerden her işletme aynı oranda etkilenmeyebilmektedir. Zira farklı alanlarda faaliyetlerini sürdüren işletmeler, farklı risklerden farklı derecelerde etkilenmektedirler. Bu nedenle, bu bölümde işletmeleri etkileyerek çalışma sermayesi gereksinimlerine tesir eden işletme dışı faktörlere değinilmiştir.

3.2.1. Vergi Uygulamaları

Vergi kanun ve uygulamaları her ne kadar ülkeden ülkeye veya zamandan zamana fark etmekteyse de, genel olarak *vergi mükellefiyeti* ile *vergi sorumluluğu* kavramları farklılaşmamaktadır. Örneğin Türkiye’ de Gelir Vergisi veya Kurumlar Vergisi gibi vergilerin kazananlar tarafından doğrudan ödenebilmesi bakımından yaşanan durum mükellefiyet, bir başkası adına verginin tahakkuk ettirilmesi ve ödenmesi yönünden yaşanan durum da vergi sorumluluğudur (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 96).

Bununla birlikte, mükellefiyet ve sorumlulukların işletmelerin çalışma sermayesi politikaları üzerinden bir etkileri bulunmaktadır. Örneğin, Türkiye’ de işletmeler çalışanları üzerinden kesilen Gelir Vergisi stopajları ile Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)’na çalışanlar adına ödenen primleri ilgili kurum ve kuruluşlara yatırmakla sorumludurlar. Kuşkusuz bu ödemeler işletmelerin nakit mevcutlarını ve nakit bulundurma politikalarını etkilemektedir. Ayrıca, işletmeler istihdam ettikleri personellerinin, herhangi bir nedenle işten ayrılmalari durumunda onlara ödenecek kıdem tazminatı karşılıklarını da her yıl ayırmakla yükümlüdürler. Ancak işten ayrılma gerçekleşene kadar söz konusu nakit karşılıklar işletme bünyesinde tutulmakta ve işletme tarafından kullanılabilir. Dolayısıyla yapılan kesintilerin ilgili kuruma ödenmesine kadar geçen bu sürede işletmeler bu kaynakları herhangi bir maliyete katlanmadan kullanabilmektedirler.

Öte yandan, işletmeler tarafından ödenecek vergiler şahıs ve sermaye işletmeleri açısından da farklılık gösterip çalışma sermayesi seviyesini etkilemektedirler. Zira sermaye işletmeleri doğrudan verginin mükellefi olduklarından verginin tahakkuk ettirilmesi ile kısa vadeli yükümlülükleri artmaktadır. Bu nedenle, ödeme zamanı geldiğinde nakde ihtiyaçları da artmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 97). Ayrıca, vergiler için yapılan ödemeler işletmelerin elde ettikleri kârı da azaltmaktadır ki, bu nakit kaybı da işletmenin çalışma sermayesi için finansman açığı olarak yansımakta, dolayısıyla da işletmeler bu açığı kapatmak için yeni kaynak bulmak zorunda kalmaktadırlar. Nitekim bu sebeplerden dolayı vergi uygulamalarının işletmelerin kârlılıkları ile çalışma sermayesi politikaları üzerinde bir etkisi olduğunu söylemek yanlış bir tespit olmamaktadır.

3.2.2. Enflasyon, Konjonktür Değişimleri ve Dönemsel Dalgalanmalar

Enflasyon fiyatlar genel seviyesinin sürekli ve ani olarak değişimidir. Enflasyonun yüksek seyrettiği dönemlerde işletmelerin faaliyetlerini sürdürdüğü ekonomilerde satışlarda dalgalanmalar yaşanabilmektedir. Bu enflasyonist dönemlerde faaliyet devri yüksek olan başka bir deyişle; stok ve alacak devir hızları yüksek olan ve nakit dönüşüm döngüsü kısa olan işletmeler enflasyonun olumsuz etkilerinden daha az zarar görmektedirler. Zira söz konusu dönemlerde devamlı olarak yükselen fiyatlar, işletmelerin sermayelerini erittiğinden işletmelerin yeni kaynak gereksinimleri tahmin edilenden daha çok olmaktadır.

Öte yandan, konjonktürde yaşanan değişimlerin de işletmeler üzerinde etkileri bulunmaktadır. Konjonktür, ekonomik hayatın yükselme ve alçalma yönünde gösterdiği iniş çıkışlı, dalgalı hareketlerin tümüne verilen ad olup, sözü edilen iniş ve çıkışlar; canlanma, yükselme, kriz ve durgunluk aşamalarından meydana gelmektedir. Bununla beraber, işletmeler piyasanın canlı olduğu, yükselme dönemlerinde canlılıktan yararlanabilmek amacıyla daha fazla stok bulundurarak, iskontolardan daha fazla yararlanmayı benimseyebilirler (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 102). Çünkü canlanma dönemlerinde işletmelerin mal veya hizmetlerine olan talep artmaktadır. Başka bir deyişle işletmelerin iş hacminde fark edilir bir artış yaşanmaktadır. Bu nedenle yöneticiler tarafından verilen bu karar işletmelerin çalışma sermayesine olan ihtiyaçlarını da artırmaktadır.

Diğer yandan, iş hacminde yaşanan daralmalara bağlı olarak, özellikle hem yüksek kaliteli ve yüksek fiyatlı hem de üretim süreci uzun olan işletmeler konjonktüre bağlı alçalmaların yaşandığı dönemlerde olumsuzluklara maruz kalmaktadırlar. Dolayısıyla bu dönemlerde faaliyetlerini yukarıda bahsedildiği gibi yürüten işletmelerin çalışma sermayesine olan gereksinimlerinde de kaçınılmaz olarak artışlar olacaktır.

3.2.3. Teknolojik Değişimler

İşletmeler faaliyet gösterdikleri alana veya sahip oldukları sermayeye bağlı olarak ya emek yoğun ya da sermaye yoğun teknoloji ile faaliyetlerini yürütmektedirler. Ancak, gelişen teknoloji ile birlikte emek yoğun teknoloji ile faaliyetlerini sürdüren işletmeler, diğer işletmelere kıyasla rekabet edebilirliklerini kaybetmektedirler. Dolayısıyla yapılan işin niteliği gereği olmadığı sürece işletmeler emek yoğun yürütülen faaliyetleri bırakarak, teknolojik gelişmelerin getirdiği yeni üretim araçları ile makineleri tercih etmekte ve sermaye yoğun teknolojiyi kullanmaya yönelmektedirler. Zira yeni teknolojilerin kullanılması hem maliyetlerin düşmesini, kârlılıkların artmasını ve kalitesi yüksek malların üretilmesini sağlamakta hem de daha az çalışma sermayesi ile faaliyetlerin yürütülmesini olanaklı kılmaktadır.

Fakat teknolojik gelişmelerin getirdiği yeni araç ve makinelerin elde edilebilmelerinin de bir maliyeti bulunmaktadır. Literatürde sabit varlık yatırımları olarak ifade edilen bu yatırımlar için de işletmelerin büyük miktarda sermaye bulmaları gerekmektedir. Zira bu yatırımlar yüksek maliyetli olduğundan satışlarda karşılaşılabilecek dalgalanmalar işletmelerin likidite seviyelerini olumsuz etkileyeceğinden, işletmeler finansal sıkıntıya düşebilmektedirler. Dolayısıyla işletmeler teknoloji yatırımlarının maliyetleri ile elde edilen teknolojiyi kullanmanın yaratacağı tasarrufları kıyaslayarak sabit varlık yatırım kararlarını almalıdırlar. Çünkü yapılacak sabit varlık yatırımları çalışma sermayesi maliyetlerinde mutlaka tasarruf sağlamalıdır. Aksi takdirde, gelişmiş teknolojinin maliyetleri düşürücü etkisiyle artan kârlılık çalışma sermayesini finanse edemez ve çalışma sermayesi üzerinde olumlu bir katkı yaratılamaz.

3.2.4. Finansal Piyasaların ve Kurumların Gelişmişlik Düzeyi

Finansal piyasalar tasarruf sahipleri ile fon talep edenleri bir araya getiren piyasalardır. Uzun vadeli fon arz edenler ile talep edenlerin bir araya geldiği piyasalara *sermaye piyasaları*, kısa vadeli fon arz edenler ile talep edenleri bir araya getiren piyasalara ise *para piyasaları* denilmektedir.

Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ekonomilerde, işletmeler talep ettikleri fonlara hem kısa sürede hem de düşük maliyetle kolayca ulaşabilmektedir. Ancak, gelişmekte olan veya ekonomik gelişimini tamamlayamamış ülkelerde özellikle sermaye piyasaları da yeterince gelişmemiş olduğundan genellikle işletmeler gereksinim duydukları fonları para piyasalarında faaliyet sürdüren kurum ve kuruluşlardan temin etmektedirler. Fakat bu piyasalardan tedarik edilen fonlara hem kolay ulaşılamamakta hem de yüksek maliyetlere katlanmak mecburiyetinde kalınmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasaların gelişmediği ekonomilerde faaliyet gösteren işletmeler, satış hacimleri ile faaliyetlerde oluşabilecek dalgalanma ve belirsizliklere karşı hazırlıklı olmak zorunluluğu ile ihtiyaten daha çok nakit bulundurma gereksinimi duyarlar. Bu nedenle de bu işletmeler faaliyetleri daha yüksek tutarda çalışma sermayesi ile gerçekleştirmek zorunda kalırlar.

Hâlbuki gelişmiş bir finansal sistemin bulunmasıyla işletmeler öz kaynaklarının ötesinde ve çok üzerinde sermayeyi fazla masrafa girmeden ve kolaylıkla bulabileceklerdir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 103). Dolayısıyla finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi ile işletmelerin çalışma sermayesi yönetim kararları arasında bir ilişki bulunmaktadır.

3.3. Finansal Oran Analizi İle Çalışma Sermayesi Unsurları Arasındaki İlişki

Bir işletmenin finansal performansını değerlendirerek, gelecekteki değeri hakkında net bir sonuca ulaşabilmek; işletmenin büyüklüğü, sahip olduğu teknoloji seviyesi ve faaliyette bulunduğu ekonomi veya ülke gibi birçok faktör ile ilintili olduğundan oldukça güçtür. Ancak işletmelerin finansal tablolarında yer alan bilgilerin incelenmesi ile kullanılacak mutlak rakamlar arasındaki ilişkilerin çeşitli hesaplama ve oranlamalar yardımıyla analiz edilmesi ve gerçeğe yakın bir tahmin yapılması mümkündür. Çünkü bu oranlar ile hem işletmelerin zaman içerisinde

sergiledikleri gelişimi hem de rakipleri karşısında gösterdikleri performansı kıyaslama imkânı bulunmaktadır.

Diğer yandan, söz konusu finansal oranları hesaplayarak, elde edilen sonuçları doğru bir şekilde analiz etmek de oldukça önemlidir. Kuşkusuz bu analizlerin yapılmasında, analizi yapanların bilgi ve deneyimlerinin önemli bir payı vardır. Ancak finansal oranlar ile yapılması planlanan analizlerde, kullanılacak oranların seçimi, analiz kapsamında araştırılan noktaların belirlenmesi ile mümkündür. Bu oranlar belirlenirken, tüm işletmeleri etkileyebilecek ortak odak noktaları üzerinde durulduğu için bugüne kadar yapılmış analizler belli kategoriler altında sınıflandırılarak bir standart oluşturulmuştur. Dolayısıyla bu bölümde işletmelerin finansal durumları ile gelecekteki performanslarına ilişkin beklentilerin ölçümünde yer alan genel kabul görmüş finansal oranlara yer verilmiş ve söz konusu oranlara ilişkin bilgiler sunulmuştur.

3.3.1. Kârlılık Oranları

Her profesyonel yöneticinin temel kaygısı, tüm işletmeler için ulaşılması gereken hedeflerin başında yer alan kârlılık ile ilintilidir. Ancak kârlılık kavramının kapsamının çok geniş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, hesaplamalarda kullanılacak ölçek faktörün belirlenmesi büyük önem taşır (Preve ve Sarria Allende, 2010: 43). Başka bir deyişle yapılması planlanan analiz ile temel olarak hangi kârlılık hedefinin ne kadar gerçekleştirildiğini ölçümleyebileceğimiz doğru oranın seçilmesine özen gösterilmelidir.

Aslında kârlılık, çalışma sermayesinin açık bir bileşeni olmasa da, çalışma sermayesi bileşenlerinde yapılan herhangi bir değişiklik doğrudan kârı etkilemektedir. Dolayısıyla işletmelerin kârlarında gerçekleşen olumsuz değişimler veya rakiplere kıyasla daha düşük seviyelerde gerçekleşen kâr oranları işletmelerin finansal performansları, özellikle de çalışma sermayesi yönetimi performansı hakkında işaret (sinyal) verir. Tespit edilen bu işaretler ise yönetsel faaliyetlerin iyileştirilerek etkin bir çalışma sermayesi yönetimi gerçekleştirilmesinde önemli katkı sağlarlar.

Bununla birlikte, finansal alanda yapılan analizlerde en yaygın olarak kullanılan kârlılık oranlardan biri de genellikle net kâr ile öz sermaye yatırımı

arasındaki oran ile hesaplanan *öz sermaye kârlılık oranı* (Return on Equity, ROE)'dir. Bu oran, muhasebe birimlerince hazırlanan finansal tablolardaki verilerin kullanılması ile hesaplanır ve işletmeye yatırılan her bir para birimi için hem hissedarların ne kadar kazandıklarını hem de finansal kaldıracın net kâr üzerindeki etkilerini gösterir. Dolayısıyla farklı sermaye yapısı belirleyen işletmelerin öz sermaye kârlılıkları da farklılaşmaktadır.

Kârlılık ölçümünde yaygın bir şekilde kullanılan diğer bir oran ise net kârın toplam varlıklara bölünmesi ile hesaplanan aktif kârlılık oranı (Return on Assets, ROA)'dır. Bu oran, varlıkların işletmede ne ölçüde kârlı kullanıldığını göstermek için kullanılmaktadır (Akgüç, 2002: 431). Özellikle halka açık işletmelerin aktif kârlılıkları birbirlerinden çok farklı sonuçlar verebilmekte, dolayısıyla da bu oran kullananları yanıltabilmektedir. Bu nedenle, aktif kârlılık oranının aynı sektörde faaliyet gösteren benzer işletmelerin karşılaştırılmasına ilişkin analizlerde kullanılması daha sağlıklı sonuçlara ulaşılabilmesi açısından daha yararlı olabilmektedir.

Aslında hem aktif kârlılık oranı hem de özsermaye kârlılık oranı temel olarak, bir işletmenin kaynaklarını nasıl kullandığının ölçütleridir. İki oran arasındaki esas farklılık ise, özsermaye kârlılık oranının işletme borçlarını dikkate almadan sadece işletmenin öz kaynakları ile yarattığı getiri üzerinde odaklanmasından ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte aktif kârlılık oranı yatırımcılara, işletmelerin yatırımlara yönlendirdikleri sermayeyi ne derece etkin ve verimli kullanarak, net gelire dönüştürdükleri hakkında bir fikir verir. Hesaplamalar sonucu elde edilen oran ne kadar yüksekse, işletme minimum yatırım harcaması ile ulaşabileceği maksimum getiriyi sağlıyor demektir.

3.3.2. Likidite Oranları

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçmek, başka bir deyişle likidite riskini değerlendirmek, net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını saptamak için kullanılmaktadır (Akgüç, 2002: 380).

Likidite varlıkların nakde çevrilebilme kolaylığıdır ve çalışma sermayesi yönetiminin üç temel unsurundan biri olan nakit yönetimi ile önemli bir ilişkisi vardır. Diğer yandan işletmelerin likidite seviyelerinin belirlenmesindeki temel

amaç ise işletmelerin ticari politikalarının tespit edilerek, nakit erişimine ulaşmalarının test edilmesidir. Bununla birlikte, nakde erişim temel olarak *nakit pozisyonu* ifadesi ile de ilintilidir (Sagner, 2011: 8). Bu ifadenin kapsamı ise işletmelerin ellerinde ve bankalarda bulundurdıkları nakit mevcutları ile sınırlı değildir; zira bu ifade işletmelerin banka kredilerine ve kısa vadeli yatırımlara erişimlerini de içermektedir. Ayrıca, likidite ile kârlılık kavramlarının birbirleriyle de karıştırılmaması gerekir. Çünkü bir işletme finansal tablolarda yer alan muhasebe kayıtlarına ilişkin verilere bağlı olarak kâr elde edebilmektedir. Ancak her ne kadar bir işletme kâr elde etmiş olsa da, nakit mevcutlarının veya likiditesinin yetersiz olması durumunda işletmede çalışma sermayesi eksikliği baş göstermektedir. Bu durum da işletmeleri iflas riski ile yüzleşme mecburiyetinde bile bırakabilmektedir.

Bununla beraber, çalışma sermayesini etkileyen en önemli faktörlerden biri likiditedir. Likiditenin çalışma sermayesi üzerindeki etkilerinin analiz edildiği birçok araştırmada bazı oranlar yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu oranlar içerisinde ilk akla gelen ise *cari orandır* ve bu oran cari varlıkların cari borçlara bölünmesi ile hesaplanır. Bununla birlikte net çalışma sermayesi cari varlıklar ile cari borçlar arasındaki olumlu farktır. Başka bir deyişle, işletmenin bütün cari borçlarını cari varlıkları ile ödemesi durumunda kalacak cari varlıklardır. Ancak cari oran, işletmelerin borç ödeme kapasitelerini, net çalışma sermayesi tutarına kıyasla daha iyi gösteren bir ölçü olarak kabul edilmektedir (Akgüç, 2002: 381). Çünkü net çalışma sermayesi bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü göstermekte yetersiz kalmakta, dolayısıyla cari oranın bu amacı gerçekleştirmede daha iyi bir ölçü olduğu genel olarak kabul edilmektedir.

Likiditenin ölçümünde kullanılan diğer bir oran ise ***likidite (asit-test)*** oranıdır. Cari varlıklardan stokların çıkarılması ile elde edilen değerın kısa vadeli borçlara bölünmesi ile hesaplanan bu oran, işletmelerin stoklarına ne ölçüde bağımlı olduklarını, başka bir ifadeyle stoklar haricindeki varlıkların cari borçları karşılayabilme gücünü göstermektedir. Başka bir ifadeyle, stoklar genellikle işletmelerin en az likit olan varlıklarıdır ve satışlar yavaşladığında beklendiği gibi kısa sürede nakde çevrilemediklerinden, nakde çevrilme aşamasında en çok kaybın yaşandığı varlıklarıdır (Brigham ve Houston, 2014: 101). Dolayısıyla, işletmelerin

cari borçlarını stokların satışlarından bağımsız olarak ödeyebilme gücünü gösteren bu oran, işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi politikalarının belirlenmesinde de önemli bir etkidir. Zira bu oran, başta nakde çevrilmesi oldukça zaman alabilen akreditifler ve sipariş avansları olmak üzere tüm stok kalemlerini kapsadığından, cari orana kıyasla likiditeyi ölçmede daha duyarlı bir ölçü olarak kabul görmektedir.

3.3.3. Verimlilik Oranları

Verimlilik oranları, bir işletmenin varlıklarını ne derece etkin ve verimli kullandığını ölçen oranlardır. Bununla birlikte, bu oranlar yöneticiler ve yatırımcılara, işletmenin yeterli düzeyde varlığa sahip olup olmadığı ve bu varlıkların satışların gerçekleştirilmesi sürecinde ne kadar katkı sağladıklarını gösterir.

Diğer yandan bu oranların, başka oranlarda olduğu gibi mutlak bir gösterge rakama ulaşmaları da beklenmemektedir. Çünkü finansal tablolarda raporlanan değerlerden yararlanılarak yapılan hesaplamalar sonucunda ulaşılan oranlar şüphesiz işletmeden işletmeye, sektörden sektöre ve hatta dönemden döneme farklılıklar gösterebilmektedir. Ancak ilgilenilen işletmeler için hesaplanan oranların zaman içinde gösterdiği değişimler işletmelerin temel faaliyetlerinin nasıl yönetildiği ve stratejik kararlarının kalitesi hakkında analiz yapanlara önemli bilgiler sağlar.

Bununla birlikte, işletmelerin finansal performanslarının ölçülmesi sürecinde yaygın olarak kullanılan oranlar; *alacak devir hızı* (tamamlayıcısı ortalama tahsil süresi), *stok devir hızı* (tamamlayıcısı satışların kalış süresi) ve toplam *aktif devir hızı* oranlarıdır.

Bu oranlardan ilki olan *alacak devir hızı oranı*; bir hesap dönemi içerisinde bir işletmenin gerçekleştirmiş olduğu net kredili satış tutarının yine aynı hesap dönemi içerisinde gerçekleşen senetli ve senetsiz ticari alacaklar toplamına bölünmesi ise hesaplanmaktadır.

Ticari alacaklar işletmeye nakit satışları haricinde nakit girişi sağlayan en önemli kaynaklardan biridir. Dolayısıyla bu oran likidite ve risk ile de yakından ilintilidir. Çünkü bilindiği üzere yüksek likidite seviyesine sahip işletmelerin

olumsuz finansal koşulların ortaya çıkması durumunda iflas riski ile yüzleşme olasılıkları likidite seviyeleri yetersiz veya zayıf olan diğer işletmelere kıyasla daha düşüktür. Bu bağlamda, alacakların nakde dönüşüm çabukluğunu ölçerek, işletmelerin tahsilat politikaları ve yetenekleri hakkında bilgi sağlayan bu oran likidite seviyesinin değerlendirilmesi açısından da önemli bir ölçüdür.

Öte yandan, yüksek alacak devir hızı oranına sahip işletmelerin; tahsilat servislerinin iyi çalıştıkları, iyi bir tahsilat politikalarının bulunduğu ve borçlarını zamanında ödeyen nitelikli bir müşteri portföyüne sahip olduklarını söylemek mümkündür. Başka bir deyişle, alacak devir hızı yüksek olan işletmelerin oldukça muhafazakâr bir kredi politikası benimsemektedirler. Buna karşın, bu oranın düşük olması da, işletmede bir takım yönetim zaaflarının olduğunun işareti olabilmektedir. Zira genel olarak düşük alacak devir hızı olan işletmelerde; tahsilat servisinin verimli ve etkin çalışmaması, faaliyet gösterilen sektörde aşırı rekabet olmasından dolayı müşterilere çok esnek vadeler verildiğini, bu sebeple de işletmenin rekabet gücünün zayıfladığını göstermektedir ki, bu da yönetsel hataların olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Varlıkların ne kadar etkin kullandıklarının ölçümünde yaygın olarak kullanılan diğer bir oran ise *stok devir hızı* oranıdır. Satışların maliyetinin ortalama stoklara veya net satışların ortalama stoklara bölünmesi gibi iki değişik hesaplama ile bulunabilen bu oran, işletme tarafından yaratılan mal veya mamul stoklarının cari dönemde kaç kez nakde çevrilebildiğini göstermektedir. Ayrıca başta fiyatlandırma olmak üzere üretim, pazarlama, satın-alım ve stok bulundurma gibi politikaların oluşturma süreçleri olmak üzere birçok aşamada işletmelerin isabetli karar vermelerine bu oranın hesaplanması önemli katkılar sağlayarak, yardımcı olmaktadır.

Bununla beraber, stok devir hızı likidite hakkında da fikir vermektedir. Zira devir hızının düşük olması stok yatırımlarının fazla olduğunu ve bu stoklarla faaliyetin gerçekleştiğini belirtir. Bu durum da çalışma sermayesi tutarında stokların payının yüksek olduğunu dolayısıyla da çalışma sermayesine olan gereksinimin artacağını göstermektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 74). Ayrıca stok devir hızının düşük olduğu işletmelerde; depolama, muhafaza ve sigorta giderleri artmakta, stoktaki mal veya mamullerin fiyatlardaki oynaklıklara bağlı olarak

değerlerinde yaşanan değişimler işletmeleri büyük zararlar ile karşı karşıya getirebilmektedir. Bununla birlikte, bu oranın düşük olması mamul kalitesinde veya pazarlama politikasında bir problem olduğunun işareti de olabilmektedir.

Diğer yandan, stok devir hızının yüksek olması nispeten daha az kaynağın stoklara yatırıldığını gösterir ve bu işletme kârlılığı üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Çünkü diğer koşullar aynı kalmak üzere, stok devir hızı yüksek olan bir işletme, daha fazla rekabet etme olanağına sahip olacağından; böyle bir işletme daha düşük fiyatla mal satarak satış hacmini genişletebilir ve kâr marjı düşük olsa bile daha yüksek düzeyde kazanç sağlayabilir (Akgüç, 2002: 407).

Varlık verimliliğinin ölçülmesinde kullanılan bir diğer oran ise *aktif devir hızı* oranıdır. Net satışların toplam varlıklara bölünmesi ile hesaplanan bu oran, bir işletmede sermaye yoğunluğunun bir göstergesi veya varlık kullanımında etkinliğin bir ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Aktif devir hızı, büyük ölçüde, bir işletmenin varlık yapısı içinde sabit varlıkların göreceli önemini yansıtır. Bununla birlikte eğer bir endüstride veya işletmede varlık toplamı içerisinde sabit varlıklar büyük yer tutuyorsa, söz konusu işletmede aktif devir hızı yavaştır (Akgüç, 2002: 423).

Yüksek aktif devir hızı olan işletmelerin, kârlılık oranları da yüksektir. Ancak bunun aksine düşük aktif devir hızı olan işletmelerde genel olarak toplam varlıklar içerisinde sabit varlık kalemlerinin payı daha yüksek olduğundan kârlılıkları talep karşısında oldukça duyarlıdır. Dolayısıyla, bu işletmeler riskliliği yüksek işletmelerdir.

Özetle, çalışma sermayesi unsurlarından devir hızlarının; likidite, risk ve kârlılıkla olan ilişkisi göz önünde bulundurulmalı, her endüstri kendi özel şartları içerisinde değerlendirilmelidir. Çünkü devir hızları faaliyet gösterilen alana bağlıdır (Aksoy ve Yalçın, 2013: 75).

3.3.4. Finansal Yapı Oranları

Finansal yönetim minimum maliyet ile maksimum getiriyi sağlayacak kararların alınması sürecini içermektedir. Bu süreçte hem sabit varlık yatırımlarının hem de çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmasını sağlayacak sermaye yapısı bileşenlerini seçmek gerekmektedir. Ancak borç ve öz sermaye bileşiminden

meydana gelen bu yapıda, her iki kaynağın da işletme için bir maliyeti bulunmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu finansman kaynaklarından biri olan borçlanma ile finansmanın, işletme kârlılığı üzerinde vergi faktörüne bağlı olumlu bir etkisi bulunmaktadır. Çünkü kullandıkları borç miktarına karşılık katlandıkları maliyetin üzerinde kazanç sağlayabilen işletmeler finansal kaldıraçtan yararlanabilmektedirler. Ancak finansal kaldıraçtan yararlanabilmenin bir sınırı bulunmaktadır. Zira borçlanma arttıkça, finansal risk ile iflas riski de artmaktadır. Bunun sonucunda da işletmeye borç verenler, ilave kullanılacak kredilerin maliyetini artırmaktadırlar. Dolayısıyla da finansal kaldıraç etkisi sona ermektedir.

Finansal yapı analizinde kullanılan oranlar, işletmelerin hem çalışma sermayesi hem de sabit varlık yatırımlarını hangi kaynaklarla finanse ettiğini ölçmede kullanılan oranlardır. Bu oranlardan en yaygın olarak kullanılanı toplam borçların toplam varlıklara bölünmesi ile bulunan *kaldıraç oranıdır*. Oranın yüksek olması işletme varlıklarının çoğunlukla yabancı kaynaklarla finanse edildiğinin bir işaretidir. Bu ise işletmeler açısından risklidir. Zira işletmenin satışlarında ortaya çıkabilecek dalgalanmalar yükümlülüklerin yerine getirilememesi ile sonuçlanabilir ki, bu durumda işletme iflas riski ile karşı karşıya kalabilmektedir. Ancak bilindiği üzere risk ile getiri arasında bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla yüksek borç ile finansman her ne kadar işletmenin riskini artırsa da, hissedarlar daha az sermaye ile daha geniş bir kaynağa hâkim olacaklarından, faaliyetlerden elde edilen kârın da sermaye maliyetinden yüksek olması koşuluyla finansal kaldıraç olumlu etkisinden yararlanarak, öz sermaye kârlılıklarını artırmaktadır.

Finansal yapı analizlerinde yaygın olarak kullanılan diğer bir oran, toplam borçların öz sermayeye bölünmesi ile hesaplanan *toplam borç / öz sermaye* oranıdır ve bu oran işletmenin borçlanma yoluyla sağladığı kaynaklar ile öz sermayesi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bilindiği üzere işletmelerin sermaye yapıları borç ile öz sermaye bileşiminden oluşmaktadır. Ancak işletme varlıklarının finansmanında kullanılan bu iki kaynağın miktar ve oranları önemlidir. Çünkü bu oranın 1' den büyük olması hissedarlar tarafından işletmeye getirilen sermayeye kıyasla işletmeye fon sağlayan kuruluşların işletmeye daha fazla yatırım yaptıklarının göstergesidir. Bu durum ise işletmenin faiz yüküne bağlı bir baskı

altında olduğunun da işaretidir. Bununla birlikte, ekonomik durgunluk ve üretilen mal veya hizmetlerin fiyatlarında dalgalanma veya ani düşüşlerin yaşandığı dönemlerde toplam borç / öz sermaye oranı 1' den büyük olan işletmeler öz sermayelerinin tamamını kaybederek iflas riski ile karşı karşıya kalabilmektedirler.



4. BİST METAL ANA ENDEKSİNDE YER ALAN İŞLETMELERİN ÖZSERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİ EDEN ÇALIŞMA SERMAYESİ FAKTÖRLERİNİN TESPİT EDİLMESİ

Metal ana sanayi sektörü başta inşaat, kimya, enerji ve otomotiv olmak üzere pek çok sektörde kullanım alanı olan ve Türkiye'nin kalkınmasına da katkı sağlayan en önemli sektörlerden biridir. Bununla beraber, metal ana sanayi sektörü Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)'in sınıflandırmasına göre demir-çelik ana sanayi ve demir-çelik dışındaki ana metal sanayi alt sektörlerinden oluşmaktadır. Demir-çelik dışındaki ana metal sanayi ise değerli metal, alüminyum, kurşun, çinko, kalay, bakır ve demir dışındaki diğer metallerin üretimini içermektedir (A&T Bank, 2017). Bununla birlikte, demir ve demir dışı metaller sektörü; Türkiye'nin en büyük 1000 sanayi kuruluşu listesindeki 74 kuruluş, Türkiye'nin en büyük 500 işletme listesindeki 29 işletme, Türkiye'nin en hızlı büyüyen 100 işletmesi listesindeki 2 işletme tarafından temsil edilmektedir.

Diğer yandan, sektöre ilişkin kapasite kullanım oranı, üretim ve ciro endeksi gibi öncü göstergeler 2017 yılında pozitif bir gelişim göstermiştir. Dış ticaret açısından değerlendirildiğinde ise; 2017 yılı Ocak-Temmuz döneminde metal ana sanayi sektörü ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %7,4 artışla 11,9 milyar Amerikan Doları (USD) olurken, aynı dönemde demir-çelik dışındaki ana metal sanayi ihracatı %10,5 azalmıştır. Ayrıca, demir-çelik ana sanayi ihracatındaki %39'luk artış dikkat çekmiştir. Ana metal sanayi sektörü ihracatının ülkelere göre sıralamasına bakıldığında ise 2016 yılında İngiltere, Birleşik Arap Emirliği (BAE) ve İsviçre ilk üç içerisinde yer alırken, 2017 yılının ilk yedi ayında sıralamanın BAE, ABD ve Irak olarak değiştiği görülmektedir. 2017 yılı Ocak-Temmuz döneminde ise ana metal sanayi sektörü ithalatı %78,4 gibi yüksek bir artışla 21,3 milyar USD olurken, ithalattaki artışın büyük ölçüde demir-çelik dışındaki ana metal sanayi sektöründeki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Ana metal sanayii sektörü dış ticaret açısından rekabet gücü sıralamasına göre diğer 34 ana sektör içinde 9'uncu sıradadır (A&T Bank, 2017).

Ayrıca, endüstri metalleri olarak nitelendirilen; bakır, alüminyum, nikel, çelik ve çinko gibi metallerin fiyatları da 2017 yılında belirgin yükseliş sergilemiştir.

Bunun yükselişi ise; arzın azaltılması, doların değer kaybetmesi, Çin'in talep artırması ve ABD'de beklentilerden güçlü bir büyüme yaşanması ile açıklamak mümkündür. Dolayısıyla metal ana sanayi ekonominin genel durumuna paralel hareket eden, özellikle inşaat, otomotiv sektörü ve alt yapı yatırımlarına önemli girdi sağlayan bir sektördür.

Sonuç olarak, hem metal ana sektörünün diğer sektörler için hem de Türkiye için önemli bir sektör olması nedeniyle bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir. Finans yazınında sektörle ilgili çalışmanın bulunmaması, sermaye piyasasının en önemli kuruluşları olan borsaların bir parçası olan endeksler ve endekslerde işlem gören işletmelere yatırım yapmış veya yapmayı planlayan mevcut ve potansiyel yatırımcılara bilgi akışı sağlamak da bu çalışmanın diğer amaçları arasında yer almaktadır. Dolayısıyla bu bölümde, çalışmanın konusunu oluşturan BİST Metal Ana Endeksinde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıklarına etki eden değişkenlerin analiz sürecine yer verilerek, sözü edilen değişkenlerin işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde nasıl bir etkileri olduğunu tespit etmek üzere yapılan analiz ve testlerin sonuçlarına yer verilmiştir.

4.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Muhasebenin temel kavramları arasında yer alan “süreklilik ilkesi” ne göre; işletmelerin ömrü sahip veya yöneticilerin ömrü ile sınırlı olmayıp, sınırsız olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin yanlış tercih ve politikalar ile ekonomik ömür sürelerinin sona ermeme veya başka bir ifadeyle işletmelerin iflas riski ile karşı karşıya kalmamaları için yatırımların finansmanında kullanılacak sermayenin, minimum maliyet ve maksimum verimi sağlayacak şekilde yönlendirilmesi gerekmektedir. Ancak sadece büyüme, modernizasyon vb. yatırım faaliyetlerinin doğru bir şekilde finanse edilmesi ve yönetilmesi yeterli değildir. Çünkü başta yatırımlardan beklenen getirilerin sağlanması olmak üzere; hem yapılan harcamalar ile gerçekleşen maliyetlerin geri dönüş sürelerinin kısalması hem de işletmenin piyasa değerinin arttırılması ve sürekliliğinin sağlanabilmesi gibi beklentilerin de karşılanabilmesi gerekmektedir. Bu hedeflere ulaşılabilmek için ise hem cari faaliyetler tutarlı bir yönetim stratejisi ile desteklenmeli hem de etkin bir çalışma sermayesi yönetimi planı oluşturularak uygulamaya konulmalıdır.

Diğer yandan, çalışma sermayesi yönetiminin başarısı her ne kadar tüm işletmeler için önem arz etmekte ise de hem ekonomi içindeki göreceli önemleri hem de diğer sektörler ile olan etkileşimleri nedeniyle bazı sektörlerde çalışma sermayesi yönetiminin başarısı için daha fazla özen gösterilmesi gerektirmektedir. Metal ana sanayi sektörünü söz konusu sektörler için örnek olarak vermek mümkündür. Çünkü özellikle inşaat, kimya, enerji ve otomotiv olmak üzere pek çok sektörde kullanım alanı bulan ve tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'nin kalkınmasına da katkı sağlayan en önemli sektörlerden biri metal ana sanayi sektörüdür. Dolayısıyla, ülkelerin kalkınma politikalarında önemli bir yeri olan ve birçok sektöre destek veren metal ana sanayi sektörü işletmelerinin performansları herkes için büyük öneme sahiptir. Zira bu sektörde faaliyet gösteren işletmelerin çıktıları; kalkınmanın, büyümenin ve katma değer yaratımının merkezini oluşturan diğer sektörler için göz ardı edilemeyecek ölçüde değere sahip olan hammadde ve ara mamul kaynaklarıdır. Bu nedenle metal ana sanayi sektöründe faaliyetlerini sürdüren işletmelerin performansları ekonomi ve finans sistemi içindeki tüm paydaşları yakından ilgilendirmektedir. Bu noktadan hareketle hem finansal piyasalarda bu sektörde faaliyet gösteren işletmelere yatırım yapmayı planlayan potansiyel tasarruf sahiplerine yol göstermek hem de başta sektördeki hissedar ve yöneticiler olmak üzere tüm ilgililere bilgi akışı sağlamak amacıyla bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir.

Bilindiği üzere sermaye piyasalarının özünü oluşturan menkul kıymet piyasaları her ne kadar gelişimini tamamlamış ekonomiler için önemini korusa da, gelişmekte olan ülke ekonomileri için sermaye temin edebilme noktasında daha büyük bir önem arz eden, kritik bir basamaktır.

Bununla birlikte, Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomide, sermaye piyasasını temsil ederek, hem yatırımcılara ve işletmelere orta ve uzun vadeli yatırım imkânı sunan hem de finansman sağlama görevini yerine getiren yegâne kurum Borsa İstanbul (BİST)'dur. Geleceğin sermaye piyasaları arasında yer alarak çeşitli finansal varlıkların el değiştirmesinde aracılık üstlenerek küresel entegre bir pazar yeri olma vizyonu ile faaliyetlerini sürdüren BİST' de, tüm yatırımcılar için güvenilir, şeffaf, etkin, adil, yenilikçi, rekabetçi ve sürdürülebilir bir işlem platformu sağlama misyonunun yerine getirilebilmesi ise bilgi üretimi ve akışı ile

mümkün olacaktır. Bu nedenle finans yazınına bir katkı sağlayarak bu sektöre ilişkin bilgi boşluklarının giderilebilmesi amacıyla da bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir. Ancak bu çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul (BİST)’da işlem gören Metal Ana Endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin tespit edilmesidir. Ayrıca sektöre yatırım yapmayı planlayan tasarruf sahiplerine, tasarruflarını yönlendirebilecekleri yatırım alanlarını belirleme sürecinde gereksinim duyacakları bilgilerin sunulması da bu çalışmanın hedefleri arasındadır.

Çalışmada Türkiye ekonomisine yön veren önemli metal ana sanayi sektörü işletmeleri seçilerek, bu işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde hangi faktörlerin etkin birer unsur oldukları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunu gerçekleştirebilmek için işletmelerin çalışma veya işletme sermayesi yönetimi politikalarının oluşturulması veya belirlenmesi üzerine yapılmış çalışmalar kapsamlı bir yazın taraması ile belirlenmiştir. Yazın taraması sırasında işletmelerin kârlılıkları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmalarda yaygın olarak test edilen çalışma sermayesi değişkenleri belirlenerek bir veri seti oluşturulmuştur. Son olarak ise, BİST’ e kayıtlı metal ana endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıklarını etkilediği tahmin edilen çalışma sermayesi değişkenleri, kurulan bir model ile panel regresyon analizi yöntemi ile test edilmiştir.

4.2. Araştırmanın Veri Seti

Metal ana endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıkları üzerinde hangi faktörlerin nasıl bir etkiye sahip olduklarının araştırıldığı çalışmada ilk olarak, 14 metal ana endeksi işletmesine ilişkin veriler, işletmelerin finansal tablolarından yararlanılarak elde edilmiştir. 2008-2018 yıllarına ilişkin verilerin kullanıldığı çalışmada yer alan bilgiler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’nun resmi internet sitesinden temin edilmiş ve söz konusu veriler panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Oluşturulan panel veri seti ve kurulan modelin istatistiki olarak test edilmesinde ise E-Views 9 paket programından yararlanılmıştır. Kurulan modelde; öz sermaye kârlılık oranı bağımlı değişken olarak seçilmiş ve hem bağımlı değişken hem de bağımlı değişken üzerinde etkileri araştırılan bağımsız değişkenlere ait açıklama ve sembollere Tablo 4.1’ de yer verilmiştir.

Tablo 4.1: Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Değişkenler	Açıklama	Sembol
Özsermaye Kârlılık Oranı	Net Kâr /Özsermaye Toplamı	ÖSK
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	CO
Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	ATO
Alacak Devir Hızı	Ticari Alacaklar / Net Satışlar	ADH
Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Varlık Toplamı	AKDH
Stok Devir Hızı	Satılan Mamuller Maliyeti / Ortalama Mamul Stokları	SDH
Büyüme	Net Satışlardaki % Değişim	SBY
Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar / Varlıklar Toplamı	KLD
Borç / Özsermaye Oranı	Toplam Borçlar / Özsermaye Toplamı	TBS
Finansman Giderleri / Özsermaye Oranı	Finansman Giderleri / Özsermaye Toplamı	FGS
Faiz Karşılama Oranı	FVOK / Finansman Giderleri	FKO

Çalışmada yer alan işletmelerin isimlerini ve BİST kodlarını gösteren bilgilere ise aşağıdaki Tablo 4.2’de yer verilmiştir. Bununla birlikte, Tablo 4.2’ de yer almasına karşın çalışma dönemine ilişkin süreklilik kısıdını sağlayamayan işletmeler ise tabloda kalın ve italik olarak gösterilerek çalışma kapsamından çıkarılmıştır.

Tablo 4.2: Metal Ana Sanayi Sektörü İşletmeleri ve BİST Kodları

İşletme İsimleri	BİST Kodları
Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve T.A.Ş.	BRSAN
Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş.	BURCE
Burçelik Vana Sanayii ve Ticaret A.Ş.	BURVA
Çelik Halat ve Tel Sanayi A.Ş.	CELHA
Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	CEMAS
Çelik Makine Sanayi ve T.A.Ş.	CEMTS
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	CUSAN
Demisaş Döküm Emaye Mamulleri Sanayi A.Ş.	DMSAS
Döktaş Dökümcülük Ticaret ve A.Ş.	DOKTA
Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş.	ERBOS
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	EREGL
İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.	ISDMR
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	IZDMC
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KRDMA
Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.	OZBAL
Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.	SARKY
Tuççelik Alüminyum ve Metal Mamulleri Sanayi ve T.A.Ş.	TUCLK

4.3. Model ve Analiz Yöntemi

Modelde bağımlı değişken olan öz sermaye kârlılık oranı ile öz sermaye kârlılık oranına etki eden çalışma sermayesi faktörleri aşağıdaki denklem (4.1)’deki gibi kurulmuştur:

$$\begin{aligned} \text{ÖSK}_{i,t} = c + \alpha_1(\text{ADH})_{i,t} + \alpha_2(\text{AKDH})_{i,t} + \alpha_3(\text{CO})_{i,t} + \alpha_4(\text{SBY})_{i,t} + \alpha_5(\text{SDH})_{i,t} + \\ \alpha_6(\text{KLD})_{i,t} + \alpha_7(\text{TBS})_{i,t} + \alpha_8(\text{FGS})_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4.1)$$

4.3.1. Durağanlık Testi ve Sonuçları

Zaman serilerinin kullanıldığı çalışmalarda kullanılan değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olabilecek ilişkilerin olması analiz sürecini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle çalışmalarda kullanılan zaman serilerinin durağan olması gerekmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada, analizlere başlanmadan önce ortak birim kök süreçleri Levin, Lin ve Chu (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003) ve ADF-Fisher Ki-Kare (1979) yöntemleri kullanılarak test edilmiştir.

Tablo 4.3: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Yöntem	ÖSK				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-8.05738	0.0000	-12.2796	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-4.86254	0.0000	-4.57149	0.0000	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	73.4973	0.0000	70.5809	0.0000	14	134
Yöntem	ADH				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-5.32890	0.0000	-8.38400	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-3.09839	0.0010	-2.83780	0.0023	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	51.5324	0.0043	57.8324	0.0008	14	134
Yöntem	AKDH				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-11.9249	0.0000	-10.5517	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-7.09924	0.0000	-3.10917	0.0009	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	95.6167	0.0000	75.0428	0.0000	14	134
Yöntem	FGS				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-11.8793	0.0000	-7.85060	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-5.87002	0.0000	-2.60641	0.0046	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	64.0448	0.0001	65.3273	0.0001	14	134
Yöntem	SBY				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-10.5174	0.0000	-10.8825	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-6.70337	0.0000	-2.76208	0.0029	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	95.8033	0.0000	67.4056	0.0000	14	134

Tablo 4.3: Panel Birim Kök Testi Sonuçları (devam)

Yöntem	KLD				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-1.17301	0.1204	-8.10204	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	0.41991	0.6627	-2.27384	0.0115	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	28.0512	0.4617	53.8528	0.0023	14	134
Yöntem	TBS				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-6.62220	0.0000	-10.6648	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-4.44072	0.0000	-3.64274	0.0001	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	69.2844	0.0000	73.0755	0.0000	14	134
Yöntem	CO				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-0.49294	0.3110	-6.51157	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	0.13551	0.5539	-2.56214	0.0052	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	27.3561	0.4989	57.1855	0.0009	14	134
Yöntem	ATO				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-2.26615	0.0117	-3.87045	0.0001	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	0.09828	0.5391	-0.69994	0.2420	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	30.2442	0.3516	35.6356	0.1521	14	134
	FKO				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-16.9962	0.0000	-11.0539	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-6.23987	0.0000	-3.56491	0.0002	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	75.7409	0.0000	61.5311	0.0003	14	134
Yöntem	SDH				Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	Sabit		Sabit & Trend Trend			
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-4.53180	0.0000	-7.26227	0.0000	14	134
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-1.94897	0.0256	-1.42665	0.0768	14	134
ADF – Fisher Ki-Kare	46.2942	0.0162	43.9111	0.0284	14	134

Panel birim kök testinin gerçekleştirilmesi sürecinde hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H_0 : Seride bir birim kök vardır.

H_1 : Seride bir birim kök yoktur.

Analizde kullanılan tüm testlerde, H_0 hipotezlerinin reddedilmesi veya başka bir ifadeyle serilerde ortak birim kök süreci ve her birim için (işletme) birim kök süreci bulunmadığının söylenebilmesi için değişkenler için hesaplanan p (probability) değerlerinin 0,05 kritik değerinden daha küçük olması gerekmektedir.

Tablo 4.3'den de görülebileceği üzere analizde kullanılan tüm değişkenler için elde edilen sonuçların tümünde, p değerleri 0,05 değerinden küçük çıkmıştır. Dolayısıyla bu çalışmada kullanılan zaman serilerinin durağan olduğu tespit edilmiş ve analiz sürecine diğer testlerle devam edilmiştir.

4.3.2. Panel Veri Yöntemi Seçimi

Serilerin durağan olduğunun tespitini izleyen aşamada, analize hangi yöntem ile devam edilmesi gerektiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bununla beraber, panel veri modelinin tahmininde havuzlanmış (pooled) regresyon, sabit etkiler (fixed effects) ve tesadüfi etkiler (random effects) olmak üzere üç yaklaşım bulunmaktadır. Ancak, analizlere devam edilebilmesi için havuzlanmış (pooled) ve sabit etkiler (fixed effects) regresyon modellerinden hangisinin geçerli olduğunun ve analize hangi yöntemle devam edileceğinin belirlenebilmesi için öncelikli olarak F-testi yapılmıştır. Bu testin yapılmasındaki temel amaç ise verilerin havuzlanıp (pooled) havuzlanamayacağının sınanmasıdır. Yapılan F-testine ilişkin elde edilen sonuçlara ise aşağıdaki Tablo 4.4'de yer verilmiştir.

Tablo 4.4: F-Testi Sonuçları

Test Özeti	İstatistik	Serbestlik Derecesi	Olasılık Değerleri
F-Grup Sabit Etkiler	1.352619	(13,122)	0.1925
F-Zaman Sabit Etkiler	2.536125	(10,122)	0.0082
F-İki Yönlü Sabit Etkiler	1.857400	(23,122)	0.0168

Tablo 4.4' deki F-testi sonuçlarına göre, veri seti iki boyut için eşanlı olarak havuzlanabileceği hipotezi 0,05 hata payı ile reddedilmiştir. Elde edilen bu bulgular ile havuzlanmış (pooled) regresyon yönteminin kullanılamayacağı anlaşıldığından, çalışmaya hangi yöntem ile devam edilmesi gerektiğinin tespiti için Hausman testi ile analiz sürecine devam edilmiştir.

4.3.3. Hausman Testi

Çalışmada hangi yaklaşımın kullanılacağı, finans alanında yapılmış çalışmalarda yaygın olarak kullanılan ve Hausman (1981) tarafından geliştirilen test ile yapılmıştır. Hausman testinde hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

H_0 : Tesadüfi etkiler mevcuttur.

H_1 : Tesadüfi etkiler yoktur.

Tablo 4.5: Hausman Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık Değeri
Tesadüfi Kesit	4.785108	0.780278

Tablo 4.5’den görüldüğü üzere ulaşılan %5’in üstündeki olasılık değeri bu analiz için sabit etkiler modelinin uygun olmayacağını, tesadüfi etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla kurulan modelin tesadüfi etkiler modeli ile analiz edilmesine karar verilmiştir.

4.3.4. Otokorelasyon Testi

Hausman testi sonuçları doğrultusunda çift yönlü tesadüfi etkiler yönteminin kullanılmasına karar verildikten sonra, çalışmada kullanılan veri setinde otokorelasyon probleminin olup olmadığının test edilmesi aşamasına geçilmiştir. Zira panel veri analizlerinde otokorelasyon önemli bir sorundur ve otokorelasyon problemi regresyon analizlerinde hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması durumunda gözlemlenmektedir. Bununla birlikte, eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır (Brooks, 2008: 150). Dolayısıyla, çalışmaya konu olan veri setinde otokorelasyon probleminin olup olmadığı Baltagi ve Li (1995) tarafından geliştirilmiş otokorelasyon testi ile analiz edilmiş ve ulaşılan test sonuçları ise aşağıdaki Tablo 4.6’ da gösterilmiştir.

Tablo 4.6: Otokorelasyon Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık Değeri
LMp-istatistiği	1.063895	0.302329

Baltagi ve Li (1995) otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde “Otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan boş hipotez (p değeri > 0.302329) kabul edilmiştir. Yani, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi bulunmamaktadır.

4.3.5. Değişen Varyanslılık (Heteroskedasite) Testi

Çalışmadaki modelde değişen varyans problemi olup olmadığı da Breusch-Pagan LM (1979) yöntemi ile test edilmiş ve ulaşılan sonuçlara Tablo 4.7’de yer verilmiştir.

Tablo 4.7: Heteroskedasite Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık Değeri
LMh-Tesadüfi Etkiler	229.4709	0.0000

Tablo 4.7’ den de görüldüğü üzere olasılık varyansın değeri 0,05’den küçüktür. Dolayısıyla bu durum, modelde değişen varyans probleminin bulunmadığı üzerine kurulan sıfır hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle, kurulan modele ilişkin veri setinde bir heteroskedasite problemi bulunmaktadır ve problemin uygun yöntemler yardımı ile bertaraf edilmesi gerekmektedir. Lineer regresyon modelinin varsayımları sağlandığında bu modelin parametreleri yansız ve doğru sonuçlar vermektedir. Gözlemler arasında hata terimlerinin varyansı farklılaştığında ise değişen varyans sorunu ile karşılaşılır. Eğer hata terimleri değişen varyansa sahip ise, EKK tahmincisi yansızlığını koruyor olsa bile, katsayıların doğruluğu şüpheye yol açmaktadır. Ayrıca, standart hataların tahmincisi de tutarsız olmaktadır. Yatay kesit analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de bu durum ortak bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinde değişen varyans problemi gözlemlendiğinden bu modellerle tahminde bulunmak yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır (Yıldız, 2009: 83). Dolayısıyla, bu sorunun ortadan kaldırılabilmesi için değişen varyans sorunu altında parametre tahmini yapılmasına olanak sağlayan Beck ve Katz (1995)’ in Panel Düzeltilmiş Standart Hatalar yöntemi (Beck and Katz’s cross section SUR (PCSE) method) ile standart hatalar düzeltilmiş ve elde edilen sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.8’de gösterilmiştir:

4.8. Panel Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: ÖSK				
Dönem: 2008-2018				
Zaman: 11				
Yatay Kesit: 14				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık-değeri
ADH	-0.000926	0.006012	-0.154053	0.8778
AKDH	0.238542	0.063012	3.785634	0.0000
CO	-1.012492	0.076271	-13.27487	0.0000
SBY	-0.003008	0.000834	-3.608841	0.0004
SDH	-0.002042	0.012056	-0.169337	0.8658
KLD	-0.319241	0.254221	-1.255758	0.2112
TBS	0.049657	0.014780	3.359703	0.0010
FGS	-0.016326	0.020197	-0.808318	0.4202
C	0.145037	0.125056	1.159776	0.2480
R-kare	0.978040	Bağımlı Değ.Ort.		-0.079398
Düz. R-kare	0.976828	Bağımlı Değ.Std.Sap.		1.936856
F-istatistiği	807.2213	Durbin-Watson istatistiği		1.715534
Olasılık değeri	0.000000			

4.4. Analize İlişkin Bulgular

Tesadüfi etkiler regresyon modeline göre BİST Metal Ana Endeksinde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde en fazla cari oranın başka bir deyişle likiditenin etkili olduğu görülmüştür. Buna göre likidite mevcudunun artması öz sermaye kârlılığında negatif yönlü bir etki yaratmaktadır. Riski minimize etmek amacıyla oynaklığın yüksek olduğu küresel piyasalarda faaliyet gösteren işletmeler ihtiyatlı çalışma sermayesi stratejisi benimsediklerinden kârlılık bu durumdan olumsuz etkilenmektedir.

Aktif devir hızı (AKDH), öz sermaye kârlılığını açıklayan ikinci önemli değişken olurken istatistiki olarak anlamlılığı ($p = 0.0000$). AKDH ile öz sermaye arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. AKDH' ndaki 1 birimlik değişme öz sermaye kârlılığında (0.235842)'lük bir değişim yaratmaktadır. Aktif devir hızının öz sermaye kârlılığı üzerindeki pozitif etkisini ise hem çalışma sermayesi hem de sabit varlık faktörlerinden oluşan bileşimin verimli bir şekilde kullanıldığı ile açıklamak mümkündür. Bunun yanı sıra tablo 4.8'den anlaşılabacağı üzere, satışların büyüme oranı (SBY) ve toplam borçların sermayeye (TBS) oranlarının da çalışmaya konu olan metal ana endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılıkları üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır. Satışlardaki büyüme oranının (SBY)' nin öz sermaye kârlılığı ile ilişkisi negatif yönlü iken, toplam borçların öz sermayeye oranı (TBS) değişkeni ile öz sermaye ile kârlılık arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

SONUÇ

Bilindiği üzere, her işletme satışlarını artırarak, büyümek ve faaliyetlerini devam ettirebilmek için çeşitli varlıklara gereksinim duymakta ve dolayısıyla da bu varlıklara yatırım yapmaktadır. Ancak, söz konusu yatırımların gerçekleştirilmesinde bir takım zorluklar yaşanmaktadır. Zira işletmelerin bir kısmı yatırımlarını öz kaynakları ile finanse etmek arzusu ve zorunluluğunda iken; bazıları da yatırımlarını yabancı kaynak kullanımı ile finanse ederek, borcun vergi etkisini fırsat olarak görmekte, bu nedenle de birincil kaynak olarak borçlanma seçeneğini tercih etmektedirler.

Bununla birlikte, teknolojik gelişmelerin yol açtığı yenilikler, işletmelerin faaliyet alanlarını genişleterek, satışlarını uluslararası pazarlara taşımalarına olanak sağlamıştır. Bu değişim ise işletmeleri kâr odaklı yönetim anlayışını terk ederek, piyasa değeri veya hissedar serveti maksimizasyonu temeline dayalı bir yönetim anlayışına itmiştir. Dolayısıyla, gelişen bu teknolojik, ekonomik ve finansal koşullar işletmelerin yatırım, finansman ve temettü politikalarını tekrar gözden geçirmelerine de neden olmuştur. Fakat bu noktada cevaplanması gereken bir takım sorular ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri esas faaliyet gelirleri ürettikleri mal veya hizmetlerin satışlarına bağlı olan işletmelerin; rekabet edebilirliklerini sürdürerek, sınırlı kaynaklarını doğru ve verimli yatırımlara en uygun finansman koşullarıyla aktarıp, kârlılıklarını nasıl artıracakları ile yakın ilişkilidir. Zira işletmelerin büyüme, modernizasyon vb. faaliyetleri için gerekli sabit varlıkların öncelikli olarak satın alınması ve hızlı bir şekilde üretim sürecine geçilmesi gerekmektedir. Bu nedenle sadece sabit varlıkların elde edilmesi yeterli değildir. Aynı zamanda bu varlıkların gelir getirici faaliyetlerde de kullanılmaları gerekmektedir. Ancak söz konusu faaliyetlerin başlaması için yeniden sermaye ihtiyacı ortaya çıkmaktadır ki, bu sermaye türüne *çalışma sermayesi* denilmektedir.

Diğer yandan, net işletme sermayesi olarak da bilinen çalışma sermayesi temel olarak bir işletmenin nakit ve nakit benzerleri, alacakları ve stoklarından meydana gelen toplam dönen varlıkları ile cari yükümlülükleri arasındaki fark olup, işletmenin likiditesinin, operasyonel verimliliğinin ve kısa vadeli finansal sağlığının bir ölçüsü veya göstergesidir. Dolayısıyla, çalışma sermayesi yönetimi,

işletmenin finansal açıdan en verimli şekilde çalışmasını sağlamak için çalışma sermayesinin iki bileşeni olan cari varlıkları ve borçları izlemek ve kullanmak için tasarlanmış bir yönetim stratejisini içerir. Bu stratejinin özünü ise yeterli nakit akışının sürdürülmesi faaliyetleri oluşturur. Çünkü bir işletmenin yeterli çalışma sermayesi yoksa o işletme yatırım yapma ve büyüme potansiyelini kaybetmekte ve rekabet gücü de zayıflamaktadır. Ayrıca net çalışma sermayesinin negatif değerlere ulaşması gibi durumlarda işletmeler kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getiremeyerek, temerrüde düşebilmekte ve hatta iflas riski ile bile karşı karşıya kalabilmektedirler.

Bununla beraber, çalışma sermayesi yönetiminin başarısı her ne kadar tüm işletmeler için önem arz etmekte ise de hem ekonomi içindeki göreceli önemleri hem de diğer sektörler ile olan etkileşimleri nedeniyle bazı sektörlerde çalışma sermayesi yönetiminin başarısı için daha fazla özen gösterilmesi gerektirmektedir. Metal ana sanayi sektörünün ise bu sektörlerin başında geldiğini söylemek mümkündür. Zira özellikle inşaat, kimya, enerji ve otomotiv olmak üzere pek çok sektörde kullanım alanı bulan ve tüm dünyada olduğu gibi Türkiye' nin kalkınmasına da katkı sağlayan en önemli sektörlerden biri metal ana sanayi sektörüdür. Dolayısıyla, ülkelerin kalkınma politikalarında önemli bir yeri olan ve birçok sektöre destek veren metal ana sanayi sektörü işletmelerinin performansları herkes için büyük öneme sahiptir. Zira bu sektörde faaliyet gösteren işletmelerin çıktıları; kalkınmanın, büyümenin ve katma değer yaratımının merkezini oluşturan diğer sektörler için göz ardı edilemeyecek ölçüde değere sahip olan hammadde ve ara mamul kaynaklarıdır. Bu nedenle metal ana sanayi sektöründe faaliyetlerini sürdüren işletmelerin performansları ekonomi ve finans sistemi içindeki tüm paydaşları yakından ilgilendirmektedir. Bu noktadan hareketle hem finansal piyasalarda bu sektörde faaliyet gösteren işletmelere yatırım yapmayı planlayan potansiyel tasarruf sahiplerine yol göstermek hem de başta sektördeki hissedar ve yöneticiler olmak üzere tüm ilgililere bilgi akışı sağlamak amacıyla bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir.

Öte yandan, Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomide, sermaye piyasasını temsil ederek, hem yatırımcılara ve işletmelere orta ve uzun vadeli yatırım imkânı sunan hem de finansman sağlama görevini yerine getiren yegâne kurum Borsa

İstanbul (BİST)’dur. Geleceğin sermaye piyasaları arasında yer alarak çeşitli finansal varlıkların el değiştirmesinde aracılık üstlenerek küresel entegre bir pazar yeri olma vizyonu ile faaliyetlerini sürdüren BİST’ de, tüm yatırımcılar için güvenilir, şeffaf, etkin, adil, yenilikçi, rekabetçi ve sürdürülebilir bir işlem platformu sağlama misyonunun yerine getirilebilmesi ise bilgi üretimi ve akışı ile mümkün olacaktır. Bu nedenle finans yazınına bir katkı sağlayarak bu sektöre ilişkin bilgi boşluklarının giderilebilmesi amacıyla da bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir. Ancak bu çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul (BİST)’da işlem gören Metal Ana Sanayi Sektörü işletmelerinin kârlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörlerinin tespit edilmesidir. Ayrıca sektöre yatırım yapmayı planlayan tasarruf sahiplerine, tasarruflarını yönlendirebilecekleri yatırım alanlarını belirleme sürecinde gereksinim duyacakları bilgilerin sunulması da bu çalışmanın hedefleri arasındadır.

Bu nedenle çalışmada, hem gelişmekte olan piyasalar hem de G-20 ülkeleri arasında yer alan Türkiye açısından da bir değerlendirme yapmak amacıyla, Türkiye ekonomisinin metal ana sanayi sektöründe faaliyet gösteren öncü işletmeler seçilerek, bu işletmelerin kârlılıkları üzerinde hangi faktörlerin etkin oldukları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunu gerçekleştirebilmek için ise, BİST’ de kayıtlı metal ana sanayi işletmelerinin kârlılıklarına etki edeceği düşünülen en önemli faktörler yapılan yazın taraması sonucunda tespit edilmiş ve söz konusu değişkenlerin BİST metal ana sanayi işletmelerinin kârlılıkları üzerindeki etkileri uygun hipotezler yardımıyla test edilmiştir.

Çalışma kapsamındaki işletmelerin 2010-2018 yıllarına ilişkin finansal tablo verileri ise kısaca KAP olarak bilinen Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun resmi internet (<https://www.kap.org.tr>) adresinden elde edilmiştir. Bu veriler yardımı ile oluşturulan panel veri setine ilişkin istatistiki modelin test edilmesinde ise EVIEWS 9 paket programından yararlanılmıştır. Küresel finansal krizin ardından işletmelerin kârlılıkları üzerindeki değişimlerin gözlemlenebilmesi ve kârlılık üzerindeki faktörlerin belirlenebilmesi amacıyla çalışma dönemi 2010 yılından günümüze gelen zaman dilimi temel alınarak şekillendirilmiştir.

2010-2018 dönemi kapsamında, BİST Metal Ana Sanayi Endeksi’nde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıklarına etki eden faktörlerin araştırıldığı

modelin test sonuçları istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre, metal ana sanayi işletmelerinin öz sermaye kârlılıkları üzerinde başta aktif devir hızı faktörü olmak üzere kaldıraç, satışlardaki büyüme oranı ve toplam borçların öz sermayeye oranı değişkenlerinin etkileri vardır. Diğer değişkenler ile metal ana sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin kârlılıkları arasında ise anlamlı bir ilişkinin varlığına rastlanmamıştır.

Elde edilen bulgulara göre, BİST Metal Ana Sanayi Endeksi'nde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerindeki en önemli etkenlerden biri *aktif devir hızı* ($p=0.0000$) faktörüdür ve bu faktör ile öz sermaye kârlılık oranı arasında pozitif yönlü (0.238542) bir ilişki bulunmaktadır. Bilindiği üzere aktif devir hızı, bir işletmenin varlık yapısı içerisinde yer alan sabit varlıkların nispi önemini yansıttığından, bir endüstri kolunda veya işletmede varlık toplamı içerisindeki sabit varlıkların büyük bir orana sahip olmaları, o endüstride veya işletmede aktif devir hızının düşük olduğunun bir işaret olarak kabul edilmektedir. Buna karşın, varlık toplamı içerisinde sabit varlıkların nispeten düşük veya önemsiz seviyelerde olduğu endüstri kollarında ise aktif devir hızı yüksek seyretmektedir (Akgüç, 2002: 423). Bununla birlikte, Grafik 1.1'den de görülebileceği üzere nasıl Türkiye'de faaliyetlerini yürüten 500 Büyük Sanayi Kuruluşu'nun toplam varlıklar içindeki dönen varlıklarının oranları son 10 yıllık süreçte %52,2' nin altına düşmemiş ise, çalışma kapsamındaki işletmelerin dönen varlık oranları da benzer bir eğilim göstermiştir. Bu eğilimi işletmelerin 10 yıllık finansal tablolarından teyit etmek de mümkündür. Dolayısıyla toplam varlıklar içerisinde dönen varlıkların yüksek oranlara ulaşması işletmeler için çalışma sermayesi yönetiminin ne kadar önemli olduğunu doğrular niteliktedir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgulardan bir diğeri de, *satışlardaki büyüme oranı* ile öz sermaye kârlılığı arasındaki negatif yönlü (-0.003008) ve anlamlı ($p=0.0004$) ilişkinin varlığıdır. Bilindiği üzere işletmelerin kârlılıklarına tesir eden temel unsurların arasında satışlardaki dalgalanmalar da bulunmaktadır. Çünkü bu dalgalanmaların etkisiyle likidite düzeylerinde meydana gelen ani değişimler, kârlılıkları olumsuz bir şekilde etkileyerek, işletmeler üzerinde bir baskı yaratmaktadır. Başka bir deyişle temel olarak işletmelerin satış değişim oranları ile kârlılıkları arasında genel olarak pozitif yönlü bir hareket beklentisi vardır. Ancak,

bu çalışmada finans yazınında yer alan çalışmaların aksine, satışlardaki değişim oranı ile BİST Metal Ana Sanayi Endeksi'nde işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıkları arasında negatif yönlü **(-0.003008)** ve anlamlı **(p=0.0004)** bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonucu, sektörün gelişimini olumsuz etkileyen koşullara bağlamak mümkündür. Bu koşulların başında ise; kur riski ile fiyat artışlarına karşı korunma mekanizmasının olmaması gelmektedir. Zira her ne kadar sektör işletmelerinin satışları artış göstermekte ise de, yerli para birimi (TL) değer kaybederken, Amerikan doları (\$) cinsinden yapılan kredili ithalatlardan sektör işletmelerinin kârlılıkları olumsuz etkilenmektedir. Bunun altında yatan sebep ise hurda ve kütük fiyatlarındaki artışlara bağlı demir-çelik sektörüne özgü maliyetlerdir. Dolayısıyla sektör işletmelerinin kârlılıkları düşmektedir. Ayrıca sanayi çeliği, çelik çekme boru, dövme çelik ve karbon çelik ithalatına konulan vergiler ile sektör işletmelerinin hammaddeye yüksek oranda olan bağımlılıkları ve sektörde küresel ortaklı büyük kuruluşların bulunmaması gibi unsurların varlığı da metal ana sanayi sektörü işletmelerinin kârlılıkları üzerindeki diğer olumsuz etkenlerdir (A&T, 2017: 15).

Ulaşılan başka bir sonuç ise kârlılık oranı ile *toplam borçların öz sermayeye oranı* arasında pozitif yönlü **(0.049657)** ve anlamlı **(p=0.0010)** bir ilişkinin var olduğudur. Aslında toplam borç / öz sermaye oranı, işletmenin borçlanma yoluyla sağladığı fonlar ile hissedarlarca getirilen sermaye arasındaki ilişkiyi gösterir ve gelişmiş ülkelerde bir sanayi işletmesi için bu oranın asgari 1 olması beklenir. Oranın 1' den büyük olması, işletmeye fon sağlayanların hissedarlara kıyasla işletmeye daha fazla yatırımda bulunmuş olduklarının bir işaretidir. Ancak böyle bir durum işletmenin ağır bir faiz yükü altına girdiğinin de bir göstergesi olduğundan, satışlarda dalgalanma olduğu dönemlerde işletmeler iflas riski ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Bununla birlikte, borçlanmanın kaldıraç etkisinden yararlanan işletmeler kârlılıklarını artırma olanağı bulmaktadırlar. Çünkü bilindiği üzere risk ile getiri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Risk arttığında hem getiri hem de kâr da artmaktadır.

Bu sonucu, gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal piyasaların yetersizliği ile açıklamak mümkündür. Bilindiği üzere gelişmiş ekonomilerde özellikle sermaye piyasalarının genişliği ve derinliği, işletmelerin orta ve uzun vadeli fon

kaynaklarına erişimlerini kolaylaştırmaktadır. Ancak gelişmekte olan ekonomilerde, işletmelerin sabit yatırım ve net işletme sermayesi gereksinimleri, genellikle para piyasasının özünü oluşturan ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır. Çünkü sermaye piyasasının gelişmediği ekonomilerde, orta ve uzun vadeli fon arzını para piyasası kurumları olan ticari bankalar gerçekleştirmektedirler. Bu nedenle işletmeler banka kredileri ile faaliyetlerini finanse etmektedirler. Fakat borçlanma ile finansman vergi tasarrufu sağlayarak, kaldıraç etkisi yaratmakta ve bu durum da işletmelerin kârlılıkları üzerinde olumlu bir katkı yapmaktadır. Nitekim elde edilen bu bulgu metal ana sanayi sektöründe faaliyetler gösteren işletmelerin kaldıraç etkisinden faydalandıklarının da bir göstergesidir.

Çalışma sonucunda cari oran ile öz sermaye kârlılığı arasında da negatif yönlü **(-1.012492)** ve anlamlı **($p=0.0000$)** bir ilişkinin olduğu da tespit edilen diğer bulgulardandır. Kârlılık ile likidite arasında ise negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bunun nedeni ihtiyatlı çalışma sermayesi yönetimi benimseyen işletmelerde ihtiyat gerekçesiyle yüksek likidite ile faaliyetler sürdürülmektedir. Dolayısıyla işletmelerde atıl fonlar artmakta ve bu fonlar verimli bir şekilde kullanılmadığından kârlılık bu tercihlerden olumsuz bir şekilde etkilenmektedir.

Sonuç olarak, çalışmada elde edilen bulgular finans yazınında çalışma sermayesi faktörleri üzerine daha önce yapılmış çalışmalar ile genellikle paralellik arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- A&T Bank (2017); *Ana Metal Sanayi Sektörü Ekonomik Araştırmalar Departmanı*, https://www.atbank.com.tr/documents/ANA%20METAL%20SANAYI%20SEKTORU_EYLUL%202017.PDF, (Erişim Tarihi: 22.12.2018).
- Akgüç, Öztin (2002); *Mali Tablolar Analizi*, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, Arayış Basım ve Yayıncılık, İstanbul.
- Akgüç, Öztin (2010); *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Aksoy, Ahmet ve Kürşat Yalçınar (2013); *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Almazari, Ahmad A. (2013); "The Relationship Between Working Capital and Profitability: Evidence from Saudi Cement Companies," *British Journal of Economics, Management & Trade*, Cilt 4, Sayı 1, s. 146-157.
- Autukaite, Ruta and Eric Molay (2011); "Cash holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence from France," *International Conference of the French Finance Association (AFFI)*, May 11-13.
- Avan, Özge (2016); "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Aygün, Mehmet (2012); "Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama," *Ege Akademik Bakış*, Cilt 12, Sayı 2, s. 215-223.
- Baltagi, Badi H. ve Qi Li (1995); "Testing AR(1) against MA(1) Disturbances in an Error Component Model", *Journal of Econometrics*, Cilt 68, Sayı 1, 133-151.
- Beck, Nathaniel ve Jonathan N. Katz; (1995); "What to Do (and Not to Do) with Time Series Cross-Section Data," *The American Political Science Review*, Cilt 89, Sayı 3, s. 634-647.
- Bereznicka, Julia Koralun (2014); "Capital Structure as a Determinant of Working Capital Management: Empirical Evidence Across Size Groups of Firms in The EU Countries," *Journal of International Scientific Publications*, Cilt 8, s. 36-54.
- Berk, Niyazi (2010); *Finansal Yönetim*, Genişletilmiş ve Güncelleştirilmiş 10. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bolek, Monica (2013); "Working Capital Management, Profitability and Risk Analysis of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange," *Financial Internet Quarterly*, Cilt 9, Sayı 3, s. 1-10.

- Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston (2014); *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çeviri Editörü, N. Aypek), 7. Basımdan Çeviri, Nobel Yayınevi, Ankara.
- Brooks, Chris (2008); *Introductory Econometrics for Finance*, Second Edition, New York: Cambridge University Press.
- Ching, Hong Yuh, Ayrton Novazzi and Fábio Gerab (2011); “Relationship between Working Capital Management and Profitability in Brazilian Listed Companies,” *Journal of Global Business and Economics*, Cilt 3, Sayı 1, s.74-86.
- Coşkun, Ender ve Dindar Kök (2011); “Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması”, *Ege Akademik Bakış*, Cilt 11, Özel Sayı, 75-85.
- Deloof, Marc (2003); “Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Cilt 30, Sayı 3, s. 573-587.
- Dickey, David Alan ve Wayne Arthur Fuller (1979); “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with A Unit Root,” *Journal of the American Statistical Association*, Cilt 74, s. 427-431.
- Duman, Fulya (2017); “*Working Capital Management and the Impact of Fluctuating Exchange Rates*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çankaya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Elbadry, Ahmed (2018); “The Determinants of Working Capital Management in the Egyptian SMEs,” *Accounting and Finance Research*, Cilt 7, Sayı 2, s. 155-165.
- Eljelly, Abuzar M. A. (2004); “Liquidity-Profitability Trade-Off: An Empirical Investigation in an Emerging Market,” *International Journal of Commerce & Management*, Cilt 14, Sayı 2, s. 48-61.
- Enqvist, Julius, Michael Graham ve Jussi Nikkinen (2014); “The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland,” *Research in International Business and Finance*, Cilt 32, s. 36-49.
- Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2008); *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Erdoğan, Muammer (2011); *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Aktif Yayınevi, İstanbul.
- Gill, Amarjit (2011); “Factors that Influence Working Capital Requirements in Canada,” *Economics and Finance Review*, Cilt 1, Sayı 3, s. 30-40.
- Gupta, R. Kumar ve Himanshu Gupta (2015); *Working Capital Management*, 2nd Revised & Updated Edition, Chennai, India.

- Gülen, Ayhan (2016); “İşletme Sermayesi Yönetimi ve Karlılık İlişkisi,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu.
- Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran ve Yongcheol Shin (2003); “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels,” *Journal of Econometrics*, Cilt 115, Sayı 1, s. 53-74.
- ISO (2018), <http://www.iso500.org.tr/iso-500-dergileri/birinci-500-dergileri/>, (Erişim Tarihi: 25.03.2019).
- KAP (2019); *Kamuyu Aydınlatma Platformu Finansal Tablolar*, <https://www.kap.org.tr>, (Erişim Tarihi: 10.02.2019).
- Kasiran, Farrah Wahieda, Noredi Azhar Mohamad ve Chin Othman (2016); “Working Capital Management Efficiency: A Study on the Small Medium Enterprise in Malaysia,” *Procedia Economics and Finance*, Cilt 35, s. 297-303.
- Kırbaş, Hakan (2010); “Hastane İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi: Antalya İli Sağlık Bakanlığı’na Bağlı Kamu Hastanelerinin Çalışma Sermayesi Yönetimleri Etkinliklerinin İncelenmesi,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.
- Kusuma, Hadri and Ahmad Dhiyaulatief Bachtiar (2018); “Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Indonesia,” *Journal of Management and Business Administration*, Cilt 26, Sayı 2, s. 76-88.
- Kwenda, Farai. ve Merle Holden (2014); “Determinants of Working Capital Investment in South Africa: Evidence from Selected JSE Listed Firms,” *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Cilt 6, Sayı 7, s. 569-580.
- Lazaridis, Ioannis ve Tryfonidis Dimitrios (2006); “Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange,” *Journal of Financial Management and Analysis*, Cilt 19, Sayı 1, s. 1-12.
- Levin, Andrew, Chien-Fu Lin ve Chia-Shang James Chu (2002); “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties,” *Journal of Econometrics*, Cilt 108, Sayı 1, s. 1-24.
- Lyngstadaas, Hakim ve Terje Berg (2016); “Working Capital Management: Evidence from Norway,” *International Journal of Managerial Finance*, Cilt 12, Sayı 3, s. 295-313.
- Mansoori, Ebrahim ve Jorah Muhammad (2012); “The Effect of Working Capital Management on Firms’ Profitability: Evidence from Singapore,” *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Cilt 4, Sayı 5, s. 472-486.

- Mongrut, Samuel, Darcy Fuenzalida O'Shee, Claudio Cubillas Zavaleta ve Johan Cubillas Zavaleta (2014); "Determinants of Working Capital Management in Latin American Countries," *Revista Innovar Journal*, Cilt 24, Sayı 51, s. 5-17.
- Mun, Sung Gyun ve Jang SooCheong (2015); "Working Capital, Cash Holding, and Profitability of Restaurant Firms," *International Journal of Hospitality Management*, Cilt 48, s. 1-11.
- Napompech, Kulkanya (2012); "Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms," *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Cilt 3, Sayı 3, s. 227-232.
- Öz, Yaşar ve Bener Güngör (2007); "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi," *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 10, Sayı 2, s. 319-332.
- Pais, Maria Amélia ve Paulo Miguel Gama (2015); "Working Capital Management and SMEs Profitability: Portuguese Evidence," *International Journal of Managerial Finance*, Cilt 11, Sayı 3, s. 341-358.
- Preve, Lorenzo A. ve Virginia Sarria-Allende (2010); *Working Capital Management*, Financial Management Association Survey and Synthesis Series, Oxford University Press, New York, USA.
- PWC (2018), <https://www.pwc.com.tr/tr/Hizmetlerimiz/birlesme-ve-satin-alma-islemleri/isletme-sermayesi-raporu-2018-19.pdf>, (Erişim Tarihi: 27.03.2019).
- Qurashi, Mubashir ve Muhammad Zahoor (2017); "Working Capital Determinants for the UK Pharmaceutical Firms Listed in FTSE-350 Index," *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Cilt 7, Sayı 1, s. 11-17.
- Raheman, Abdul ve Mohamed Nasr (2007); "Working Capital Management and Profitability-Case of Pakistani Firms," *International Review of Business Research Papers*, Cilt 3, Sayı 1, s. 279-300.
- Riberio de Almeida, Juliano ve Eid Jr. William (2014); "Access to Finance, Working Capital Management and Firm Value: Evidences from Brazillian Companies Listed on BM&FBOVESPA," *Journal of Business Research*, Cilt 67, s. 924-934.
- Rimo, Alexandra ve Podjaman Panbunyen (2010); "The Effect of Company Characteristics on Working Capital Management: A Quantitative Study of Swedish Listed Companies," MSc Thesis, UMEA Univsersitet, Sweden.
- Sagner, James S. (2011); *Essentials of Working Capital Management*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, USA.

- Sağlam, Müge (2014); “Çalışma Sermayesi Unsurlarının Firma Karlılığına Etkisi: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Uygulama,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Sharma, Amit K. ve Satish Kumar (2010); “Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India,” *SAGE Journals*, Cilt 12, Sayı 1, s. 159-173.
- Silva, Marta Filipa Coelho (2017); “Working Capital Management, Performance and Financial Constraints: The Case of German Firms,” MSc Thesis, Universidade do Minho Escola de Economia e Gestão, Portugal.
- Singh, Simranjeet ve Kaur Harwinder Kaur (2017); “Working Capital Management and Profitability: Evidence from Selected Steel Manufacturing Companies in India,” *Indian Journal of Commerce & Management Studies*, Cilt 3, Sayı 2, s. 73-79.
- Soekhoe, Shaskia G. (2012); “The Effects of Working Capital Management on the Profitability of Dutch Listed Firms,” MSc Thesis, University of Twente, School of Management and Governance, Netherlands.
- Sökmen, Ahmet Gökhan (2013); “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Şahin, Osman (2011); “İMKB’ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri,” *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 6, Sayı 2, s. 123-141.
- Şamiloğlu, Famil ve Ali İhsan Akgün (2016); “The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Turkey,” *Business and Economics Research Journal*, Cilt 7, Sayı 2, s. 1-14.
- Şekeroğlu, Gamze (2013); “Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB’ de Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Terual, Pedro Juan Garcia ve Pedro Martinéz Solano (2007); “Effects of Working Capital Management on SME Profitability,” *International Journal of Managerial Finance*, Cilt 3, Sayı 2, s. 164-177.
- Topçuoğlu, Fatih (2018); “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: BİST Şirketleri Üzerine Bir Araştırma,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.
- Tsuruta, Daisuke (2017); “Working Capital Management during Financial Crisis: Evidence from Japan,” *The Research Institute of Economy, Trade and Industry*, RIETI Discussion Paper Series 17-E-045.

- Usta, Öcal (2011); *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Vural, Gamze, Ahmet Gökhan Sökmen ve Emin Hüseyin Çetenak (2012); “Affects of Working Capital Management on Firm’s Performance: Evidence from Turkey,” *International Journal of Economics and Financial Issues*, Cilt 2, Sayı 4, s. 488-495.
- Yıldız, Berk (2009); “*Hisse Senedi Getirilerine Etki Eden Yatırım Tercih Kriterleri ve FVFM’ nin İMKB’ de Panel Veri Yöntemi İle Test Edilmesi*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Yıldız, Enes (2019); “*Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletme Performansı Üzerindeki Etkisi: BİST Bilişim Sektörü Üzerine Bir Uygulama*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bingöl.
- Yılmaz, İlker (2015); “The Interaction of Working Capital Management and Profitability Measures,” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt 7, Sayı 13, s. 437-448.

ÖZGEÇMİŞ

Leyla YILDIZ 1991 yılında İstanbul’da doğdu. Liseyi Akşemsettin Anadolu Lisesi’nde tamamlayarak 2010 yılında Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Bölümü’nü kazandı. 2014 yılında mezun olarak 2014 yılında Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı’nda Yüksek Lisans eğitimine başladı. 2019 yılında yüksek lisans eğitimini tamamladı. Halen özel bir mali müşavirlik bürosunda SMMM stajını yapmaktadır.

