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

# İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN İŞLETME KÂRLILIĞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ BELİRLEMEYE YÖNELİK BİR UYGULAMA

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Abdikafi Hashi Sheikh FARAH**

**Danışman**: **Doç. Dr. Sibel FETTAHOĞLU**

**KOCAELİ, 2016**

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

# İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN İŞLETME KÂRLILIĞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ BELİRLEMEYE YÖNELİK BİR UYGULAMA

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Tezi Hazırlayan: Abdikafi Hashi Sheikh FARAH**
**Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Kârar ve No:** 19.01.2016 2016/02

**Jüri Başkanı :**Prof.Dr. Vasfi HAFTACI

**Jüri Üyesi :**Doç.Dr. Sibel FETTAHOĞLU (Danışman)

**Jüri Üyesi :**Doç.Dr. Ümit GÜMRAH

**KOCAELİ, 2016**

# İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN İŞLETME KÂRLILIĞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ BELİRLEMEYE YÖNELİK BİR UYGULAMA

**Abdikafi Hashi Sheikh FARAH**

**ÖZET**

İşletmenin başarısı ve daha uzun süre hayatta kalabilmesi kendi finans fonksiyonunu ne kadar iyi yönetmesine bağlıdır. Dolayısıyla, küreselleşme ve çalışma ortamıdaki artan rekabet işletmelerin hayatta kalabilmesi ve büyümeyi sürdürebilmesi için kendi stratejilerini ayarlamayı ve iyi finans politikalarını benimsemesini gerektirir. Bu arıştırmanın amacı, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerine etkili olup olmadığını incelemektir. Bu amaca ulaşmak için çalışmada, Borsa İstanbul (BIST)'de işlem gören, kağıt ve kağıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2005-2014 yılları arasındaki dönemde izledikleri finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerine etkisi analiz edilecektir. Bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranını (KVYK/TV) temsil eden finanslama stratejisi, bağımlı değişkenler olarak aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı kullanılmıştır. Buna ek olarak, işletmenin toplam varlıklarına ait doğal logaritma üzerinden hesaplanan işletme büyüklüğü, bir önceki yılın satışlarına dayanarak yıllık satış hacmindeki değişim ile ölçülen işletme satışlarındaki büyüme ve araştırma dönemi için her bir işletmeye ait borç-özsermaye oranı olarak alınan borçlanma derecesi; kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Araştırmanın analiz noktasında, ikincil veri kaynağına başvurulmuştur. Kullanılan veriler, Aralık 2014 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'a kote olmuş on yıl boyunca kesintisiz bir şekilde finansal raporları bulunan 11 işletmeye ait finansal tablolardan alınıp SPSS yazılımı kullanılarak Pearson Korelasyon ve Çoklu Regresyon Analizi üzerinde uygulanmıştır. Analiz sonucunda, finanslama stratejinin agresifliği ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

**Anahtar Kelimeler**: Finanslama Stratejisi, BİST, Aktif Kârlılığı, Özsermaye Kârlılığı

# AN APPLICATION TO IDENTIFY THE IMPACT OF WORKING CAPITAL FINANCING STRATEGIES ON FIRM'S PROFITABILITY

**Abdikafi Hashi Sheikh FARAH**

**ABSTRACT**

The success and long life of a business depends on how well to manage its finance function. Furthermore, the globolization and the competitive nature of the business environment require businesses to adjust their strategies and adopt good financial stratejies to survive and sustain growth. The aim of this study is to examine whether working capital financing strategy has an empact on the profitability or not. To acheive this goal, financing strategies of firms belonging to the paper & paper products printing & publishing sector; listed at Istanbul Stock Exchange for the period between 2005-2014 has been analyzed. Financing strategies representing the total current liabilities to total assets ratio was used as a independent variable; while return on assets and return on equity was used to denote dependent variable. In addion, the size of the firm as measured by the natural logarithm of total assets; the growth of firm measured by variation in annual sales volume with reference to previous year's sales and the indebtedness taken as the debt to equity ratio of each firm for the whole sample period were used as the control variables. The present study used secondary source of data for the analysis. The data used for the study was collected from the financial statements of 11 firms which consistently had been issuing their financial reports for the 10 year period. With the application of SPSS software correlation and multiple regression analysis was performed. According to the research findings, there is a significant negative correlation between the aggressiveness of financing strategy and profitability measured by return on assets and return on equity.

**Key words:** Financing Strategy, BIST, Return on Assets, Return on Equity

## ÖNSÖZ

Öncelikle tez çalışmam süresi boyunca bilimsel tecrübeleriyle beni yönlendiren ve yol gösteren, bana büyük emeği geçen, yoğun çalışmasına rağmen bana vakit ayırıp yardımlarını esirgemeyen çok değerli tez danışmanım Sayın Hocam Dr. Sibel FETAHOĞLU'a en derin saygı ve şükranlarımı sunarım.

Bunun yanı sıra, her zaman bilgilerinden yararlandığım hocalarım Prof. Dr. Abdurrahman FETAHOĞLU ve Doç. Dr. Hakan KAPUCU, ve jüri hocalarım Prof. Dr. Vasfi HAFTACI ve Doç. Dr. Ümit GÜMRAH'a teşekkürü bir borç bilirim.

Çalışmanın uygulama kısmında,verilerin SPSS programı ile değerlendirilmesindeverdiği destekten dolayı arkadaşım sayın Fuad Ahmed Mohamud'a çok teşekkür ederim.

Son olarak, eğitim hayatım boyunca bana maddi ve manevi destek veren babam Hashi Sheikh FARAH'a, annem Warsan CUJUB'a ve sevgili kârdeşlerime çok teşekkür ederim.

**Abdikafi Hashi Sheik Farah**

# İÇİNDEKİLER

**ÖZET** ..... i
**ABSTRACT** ..... ii
**ÖNSÖZ** ..... iii
**ŞEKİLLER LİSTESİ** ..... vii
**TABLOLAR LİSTESİ** ..... viii
**KISALTMALAR LİSTESİ** ..... x
**GİRİŞ** ..... 1
**I. BÖLÜM** ..... 3
**1. TEMEL KAVRAMLAR** ..... 3
**1.1. İşletme Sermayesi Kavramı ve Önemi** ..... 3
**1.2. İşletme Sermayesinin Unsurları** ..... 7
1.2.1. Nakit ve Benzeri ..... 7
1.2.2. Alacaklar ..... 9
1.2.3. Stoklar ..... 10
**1.3. İşletme Sermayesi Türleri** ..... 11
1.3.1. Brüt ve Net İşletme Sermayesi ..... 12
1.3.2. Sabit ve Değişken İşletme Sermayesi ..... 13
1.3.2.1. Mevsimsel İşletme Sermayesi ..... 14
1.3.2.2. Devresel İşletme Sermayesi ..... 15
1.3.2.3. Olağanüstü İşletme Sermayesi ..... 16
**1.4. İşletme Sermayesinin Özellikleri** ..... 18
**1.5. İşletme Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi** ..... 20
1.5.1. İşletme Sermayesi İhtiyacını Belirleyen Faktörler ..... 20
1.5.1.1. İşletme Büyüklüğü ve Faaliyet Alanı ..... 21
1.5.1.2. Teknoloji ve Üretim Süresinin Uzunluğu ..... 22
1.5.1.3. Mevsimsel ve Konjonktür Dalgalanmalar ..... 22
1.5.1.4. DönenVarlık Politikasi ve Dönen Varlık Devir Hızı ..... 23
1.5.1.5. Kredili Satış, kâr Dağıtım ve Amortisman Politikaları ..... 24
1.5.1.6. Kredi Bulma Olanakları ve Faaliyet Verimliliği ..... 25
1.5.2. İşletme Sermayesi İhtiyacının Hesaplanmasında KullanılanYöntemler ..... 26

1.5.2.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi ..... 27
1.5.2.2. Günlük Gider Tutarı Yöntemi ..... 29
1.5.2.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi ..... 31
1.5.2.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi ..... 32
1.5.2.5. Proforma Bilanço Yöntemi ..... 34
1.5.2.5.1.Satışların Yüzdesi Yöntemi ..... 34
1.5.2.5.2.Regresyon Analizi Yöntemi ..... 36
**II. BÖLÜM ..... 39**
**2. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANI VE FİNANSLAMA STRATEJİLERİ ..... 39**
**2.1. İşletme Sermayesi Finansmanı ..... 39**
2.1.1. İşletme Sermayesinin İç Kaynaklarla Finansmanı ..... 41
2.1.1.1. İşletme Sermayesinin Kârlarla Finanse edilmesi ..... 41
2.1.1.2. İşletme Sermayesinin Amortismanlarla Finanse Edilmesi ..... 42
2.1.1.3. Nakit Akışının Hızlandırılması Yoluyla Finanse Edilmesi ..... 42
2.1.2.İşletme Sermayesinin Dış Kaynaklarla Finansmanı **..... 42**
2.1.2.1. Kısa vadeli Finansal Kaynaklar ..... 43
2.1.2.2. Orta ve Uzun Vadeli Finansal Kaynaklar ..... 45
2.1.3. İşletme Sermayesi Finansmanında Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler ..... 46
**2.2. İşletme Sermayesinin Finanslama Stratejileri ..... 47**
2.2.1. Muhafazakâr Finanslama Stratejisi ..... 48
2.2.2. Agresif ( Atılgan) Finanslama Stratejisi ..... 51
2.2.3. Dengeli Finanslama Stratejisi ..... 54
**2.3. İşletme Sermayesi Finansmanında Likidite, Risk İle Kârlılık İlişkisi ..... 55**
**III. BÖLÜM ..... 57**
**3. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMAN STRATEJİLERİNİN İŞLETME KÂRLILIĞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ ..... 57**
**3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı ..... 57**
**3.2. Araştırma Probleminin Tanımı ..... 58**
**3.3. Araştırmaya İlişkin Literatür İncelemesi ..... 58**
3.3.1. Kuramsal Yapı ..... 58
3.3.2. Literatür Taraması ..... 59
**3.4. Araştırma Yöntemi ..... 67**

3.4.1. Araştırma Yaklaşımı ..... 67
3.4.2. Veri Kaynakları ve Anakütlenin Tanımı ..... 68
3.4.3. Veri Analizi Yöntemi ..... 69
3.4.4. Değişkenler ve Değişken Ölçümleri ..... 69
3.4.5. Araştırma Modelinin Kurulması ve Tahmin Süreci ..... 72
3.4.6. Araştırmanın Hipotezleri ..... 73
**3.5. Veri Analizi ve Sonuçların Değerlendirilmesi ..... 74**
3.5.1. Sektör Analizi ..... 76
3.5.1.1. Tanımlayıcı İstatistik ..... 76
3.5.1.2. Pearsonun Korelasyon Analizi ..... 78
3.5.1.3. Regresyon Analizi ..... 81
3.5.2. Gruba Dayalı Analiz ..... 86
3.5.2.1. Agresif Finansal Stratejisini İzleyen İşletmelerin İncelenmesi ..... 86
3.5.2.2. Muhafazakâr Finanslama Stratejisini İzleyen İşletmelerin İncelenmesi ..... 92
3.5.3. Hipotez Testi ..... 98
**SONUÇ ..... 102**
**KAYNAKÇA ..... 103**
**EK 1: Literatür Taraması Özet Bilgileri ..... 110**
**Ek2: Çalışma Analizinde Verileri Kullanılan İşletmeler ..... 112**

# ŞEKİLLER LİSTESİ

**Şekil 1:**İşletme Sermayesi Türleri ..... 11
**Şekil 2:**Zaman Açısından İşletme Sermayesi Çeşitleri ..... 17
**Şekil 3:**Muhafazkâr Finanslama Stratejisi ..... 49
**Şekil 4:**Muhafazkâr Finanslama Stratejisi ..... 50
**Şekil 5:** Agresif Finanslama Stratejisi ..... 52
**Şekil 6:** Agresif Finanslama Stratejisi ..... 53
**Şekil 7:** Dengeli Finanslama Stratejisi ..... 54

## TABLOLAR LİSTESİ

**Tablo 1:** Ortalama Günlük Maliyet Harcaması ..... 29
**Tablo 2:** İşletme Sermayesi Ortalama Tutarı ..... 30
**Tablo 3:** İşletme Sermayesi Ortalama Tutarından Düşülecek Amortisman ve Kâr Tutarları ..... 30
**Tablo 4:** İşletme Sermayesi Ortalama Tutarından Düşülecek Satıcı Kredisi Tutarı ..... 30
**Tablo 5:** Satışların Yüzdesi Yöntemi ile İşletme Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi ..... 35
**Tablo 6:** Regresyon Analizi Yöntemi ile İşletme Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi ..... 37
**Tablo7**: Ana Alt Sektörler İtibarıyla İşletmelerin Sayısı ..... 69
**Tablo8:**Analizde Kullanılan Değişkenlerin Özeti ve Ölçümleri ..... 72
**Tablo9:** Sektör Ortalamasının Bulunması ..... 75
**Tablo10:** Tanımlayıcı İstatistik ..... 76
**Tablo11:** Pearson Korelasyon Katsayısının Matrisi ..... 79
**Tablo12:** Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu ..... 82
**Tablo13:** Çoklu Regresyon Analizine ilişkin Katsayılar Tablosu ..... 83
**Tablo14:** Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu ..... 84
**Tablo15:** Çoklu Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu ..... 85
**Tablo16:** Tanımlayıcı İstatistik ..... 87
**Tablo17:** Pearson Korelasyon Katsayının Matrisi ..... 88
**Tablo18:** Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu ..... 89
**Tablo19:** Çoklu Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu ..... 90
**Tablo20:** Regresyon Analizi Model Özeti ..... 90
**Tablo21:** Çoklu Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu ..... 91
**Tablo22:** Tanımlayıcı İstatistik ..... 92
**Tablo23:** Pearson Korelasyon Katsayının Matrisi ..... 94
**Tablo24:** Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu ..... 95
**Tablo25:** Çoklu Regresyon Analizine ilişkin Katsayıları Tablosu ..... 96
**Tablo26:** Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu ..... 97
**Tablo27:** Çoklu Regresyon Analizine İlişkin Katsayılar Tablosu ..... 97
**Tablo28:** Aktif Kârlılığı ileHipotez 1'in Test sonuçları ..... 98
**Tablo29**: Özsermaye Kârlılığı ile Hipotez 1'in Test Sonuçları ..... 99
**Tablo30:** Aktif Kârlılığı ile Hipotez 2'nin Test Sonuçları ..... 99

**Tablo31**: Hipotez 2'inin Test Sonuçları ..... 100
**Tablo32:** Hipotez 3'ün Test Sonuçları ..... 100
**Tablo33:** Öz sermaye Kârlılığı ile Hipotez 3'ün Test Sonuçları ..... 101

## KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|---|---|
| BİST | :Borsa İstanbul |
| KVYK | : Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar |
| NDD | : Nakit Dönüşüm Döngüsü |
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| İSG | : İşletme Sermayesi Gereksinimleri |
| TV | : Toplam Varlıklar |
| AFS | : Agresif Finanslama Stratejisi |
| AK | : Aktif Kârlılığı |
| ÖK | : Özsermaye Kârlılığı |
| İBÜY | : İşletme Büyüklüğü |
| SBÜY | : Satışlardaki Büyüme |
| BORÇDER | : Borçlanma Derecesi |
| KDV | : Katma Değer Vergisi |
| CMA | : Capital Market Authority (Sermaye Pazarı Otoritesi) |

# GİRİŞ

İşletmenin başarısı ve daha uzun süre hayatta kalabilmesi kendi finans fonksiyonunu ne kadar iyi yönetmesine bağlıdır. Dolayısıyla, küreselleşme ve çalışma ortamındaki artan rekabet işletmelerin hayatta kalabilmesi ve büyümeyi sürdürebilmesi için kendi politikalarını ayarlaması ve iyi bir finanslama stratejisinibenimsemesini gerektirir.

Genel olarak işletmeler, işletme sermayesi finansmanındaüç tane finanslama stratejisi ilekarşı karşıya kalmaktadırlar. Bunlar; agresif finanslama stratejisi, muhafazakâr finanslama stratejisi ve dengeli finanslama stratejisi olarak ifade edilebilir. Bu stratejilerin arasındaki en temel fark, işletme sermayesinin finansmanında kullanılan yabancı kaynakların vade yapısıdır. Dolayısıyla, muhafazakâr finanslama stratejisinin uygulamasında, daha çok uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynaklar kullanılırken, agresif finanslama stratejisinde kısa vadeli yabancı kayanaklar ağırlıklı bir şekilde kullanılmaktadır. Dengeli finanslama stratejisi ise, bu iki finanslama stratejisi arasında yer alır. Dolayısıyla, dengeli finanslama stratejisinin uygulamasında, ne gereğinden fazla kısa vadeli yabancı kaynaklar ne de gereğinden fazla uzun vadeli yabancı kaynaklar kullanılmaktadır.

Buna ek olarak, işletmenin benimsediği finanslama stratejisi, işletmenin likiditesi; riskliliği ve nihayetinde de kârlılığı etkilemektedir. Buna göre, agresif finanslama stratejisi, riski ve kârlılığı artırırken, muhafazakâr finanslama stratejisinde risk ve kârlılık düşüktür. Dengeli finanslama stratejisinde ise risk ve kârlılık orta düzeydedir.

Buna göre, seçilen finanslama stratejisinin dolaysız bir şekilde işletme ortaklarının servetini etkilemesinden, finans yöneticisinin elinde bulanan seçenekleri çok iyi değerlendirip hangi finanslama stratejisinin ortakların servetini maksimum yapacağını uygulaması gerekmektedir.

Bu çalışmada, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin kârlılık üzerine etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaca ulaşılmak için Türk kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören 11 adet işletmenin 2005-2014 dönemi yıllık finansal tablolarından elde edilen veriler kullanılacaktır. Çalışmada, bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı (KVYK/TV),

bağımlı değişken olarak aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı kullanılmıştır. Çalışmanın analiz aşamasında, ikincil veri kaynağına başvurulmuştur.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Araştırmanın birinci bölümünde, işletme sermayesi kavramı ve önemi, işletme sermayesi türleri, işletme sermayesinin özellikleri ve işletme sermayesi ihtiyacının belirlenmesi üzerinde durulacaktır. Ayrıca, işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında kullanılan yöntemler konusu ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise, genel olarak işletme sermayesi finansmanı ve finanslama stratejileri hakkında bilgi verilmiştir. Özellikle bu bölümde, işletme sermayesinin iç kaynaklarla finansmanı, işletme sermayesinin dış kaynaklarla finansmanı, işletme sermayesi finansmanında kaynak seçimini etkileyen faktörler, işletme sermayesini finanslama stratejileri ve işletme sermayesi finansmanında likidite; risk ile kârlılık ilişkisi ele alınacaktır.

Son olarak üçüncü bölümde, Türk kağıt ve kağıt ürünleri üreten, basım ve yayın sektöründe faaliyet göstern ve 2005-2014 arasında sürekli bir şekilde Borsa İstanbul'da işlem gören 11 adet işletmenin yıllık finansal tablolarından elde edilen veriler analizi ile değerlendirilmiştir.

# I. BÖLÜM

## 1. TEMEL KAVRAMLAR

Temel kavramlar başlığı altında, genel olarak, işletme sermayesi yönetimi hakkında bilgi verilmeye çalışılmıştır. Dolayısıyla bu bölümde, işletme sermayesi yönetimi kavramı ve işletme için önemi, işletme sermayesi unsurları, türleri ve özellikleri konularına yer verilecektir. Ayrıca işletme sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörler ve işletme sermayesi yeterlilik durumu konuları üzerinde durulacaktır.

### 1.1. İşletme Sermayesi Kavramı ve Önemi

Bu başlık altında finans yöneticisinin aldığı kârarların büyük bir bölümünü oluşturan ve bu çalışmanın da temelini oluşturan işletme sermayesi kavramı açıklanacaktır.

Literatürde işletme sermayesi ve dönen sermaye gibi isimlerle de ifade edilen işletme sermayesinin farklı tanımları vardır. Bunlardan en belirgini, işletmenin vadesi gelmiş borçlarını karşılayabilme gücü yani kısa vadeli borçlarını ödeyebilme olanağı olarak yapılan tanımlamadır (M.Çakir ve Küçükkaplan, 2012, s.70).

Literatürde yer alan diğer tanımlardan başlıcaları ise şunlardır:

- İşletme sermayesi, işletme faaliyetlerinin kesintisiz sürdürülebilmesi amacıyla kullanılan ve normal çalışma içerisinde şekil değiştiren varlıkları ifade eder. Kısaca işletme sermayesi, bir işletmenin faaliyete başlayabilmesi ve faaliyetlerini sürdürebilmesi için kullanılan, kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklarıdır(Aydın vd, 2003, s.113).
- Diğer bir tanıma göre net işletme sermayesi, bilançonun aktifinde yer alan dönenvarlıklarla, pasifte yer alan kısa vadeli borçlar arasındaki farkı ifade eder. Öte yandan işletme sermayesi, cari aktiflerin yani dönen varlıkların tümüne verilen isimdir. Bu iki tanım arasındaki fark, kısa vadeli borçların diğer bir ifadeyle cari pasiflerin, cari aktiflerden düşülmesi veya düşülmemesinden ileri gelmektedir. Birinci tanımdan, kısa vadeli borçları aşan cari aktiflerin fazlalığı anlaşıldığı halde ikinci tanımdan, kısa vadeli borçlar söz konusu edilmeyip sadece cari aktiflerin toplamı işletme sermayesidir sonucu çıkmaktadır. Aslında ilk tanımın belirttiği işletme sermayesine "Net işletme Sermayesi"

diğer tanımın ifade ettiğine ise "Brüt işletme Sermayesi" veya kısaca "İşletme Sermayesi" denilmesi daha doğru olmaktadır (Erdoğan, 1978, s. 4).

- Bakır (1985, s.69)'ın da belirttiği üzere işletme sermayesi, genellikle üretim sürecinde işlem gören ve üretim dönemi sonunda tükenen veya şekil değiştiren kasa, banka, alacaklar, stoklar….vb. varlıklardır. Bu tanımlamaya göre işletme sermayesi, üretim sürecinde üretime girip, tükenmeye başlar, üretim dönemi sonunda ise, şekil değiştirerek ürün durumuna gelir ve en son aşamada ürünün satışıyla birlikte işletmeye nakit olarakgeri döner.
- Son olarak, diğer bir tanıma göre işletme sermayesi, bir işletmenin kısa sürede, normal olarak bir hesap dönem içerisinde paraya dönüşebilir ekonomik değerlere, kısaca dönen varlıklara yaptığı yatırımdır (Özdemir, 1997, s. 163).

İşletme sermayesi kavramı, önceleri tarıma dayalı sanayi işletmelerinin hasat mevsimi ile başlayan ve bir sonraki hasat mevsimine kadar süren para ihtiyaçlarını ifade etmek için kullanılan bir kavram olmuştur. Sanayinin tarıma dayalı olma özelliği zamanla değişip, tarım dışı sanayi kolları ortaya çıktığında da yine duran varlık yatırımı dışında işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmesi için, bir miktar paranın benzer kalemlere bağlanması gereği devam edince işletme sermayesi kavramı finans literatüründeki yerini almıştır (Gönenli, 1988, s. 401).

İşletme sermayesi kavramının kökeni eski Yankee (Amerika Birleşik Devletleri İnsanları ya da kısaca Amerikalı) satıcılara aittir. Yankee satıcılar, mallarını trenle ya da atla taşıyıp satış yapacağı pazara getirirdi. Yankeetarafından satılan mal, "işletme sermayesi" olarak adlandırılırdı. Ayrıca, Yankee'nin vagonu ve atları onun sabit varlıklarını oluşturuyordu. Ancak söz konusumalları satın almak için bankadan kredi olarak aldığı para da "işletme sermayesi" nin bir parçasıydı. Günümüzde, Yankee satıcıların üzerindenuzun zaman geçti, ancak işletme sermayesi kavramı önemini hala sürdürmektedir. Dönen varlıkların yönetimi ve kısa vadeli finansmanı finans yöneticisinin sorumlu olduğu iki temel unsurdur (Brigham, 1989, s. 728).

İşletme sermayesi yönetimi ise bir yıldan kısa sürede paraya dönüşebilen varlıkların yönetimine ilave olarak kısa vadeli borçların yönetimi ve bunlar arasındaki ilişkiyi incelediğinden işletmenin bütünüyle ilgili daha geniş bir kavramdır (Tukenmez vd, 1999, s.575). İşletme sermayesi yönetimi, bir işletmenin faaliyetlerini devam ettirmesi için ihtiyaç duyulan

varlıklar, varlık finansmanında kullanılan kaynaklar ve ikisi arasındaki ilişkiyi inceleme sürecinde kullanabilen teknikler, stratejiler ve politikaları kapsayan bir kavramdır.

Genel olarak işletme sermayesi kavramının kapsamında nakit, alacaklar, menkul kıymetler ve stoklardan oluşan dönen varlıklar ve kısa vadeli borçların tek tek kalemler halinde yönetimi ile bu ikisini birbirine ve diğer bilanço hesaplarına bağlayan kârşılıklı ilişkilerin yönetimi bulunmaktadır. Bu açıklamalardan da anlaşılacağı üzere işletme sermayesi kavramı bir yandan dönen nitelikteki üretim araçlarını, diğer yandan da bunların kârşılanmasında kullanılan kaynakları birlikte kapsamaktadır (Hatipoğlu, 1995, s.174).

İşletmeler mal ve hizmet üretmek için çeşitli kaynaklardan elde ettikleri fonları kullanarak çeşitli varlıklara yarım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, bir işletmenin faaliyetlerini yürütebilmesi için üretimi gerçekleştirecek binalar, makineler, tesisler, araçlar, gereçler ve büro malzemeler gibi fiziki unsurlar ve uzun süreli kullanabileceği sabit varlıklar gerekir. Ancak işletmenin üretimi kesintisiz bir şekilde gerçekleştirmesi için sadece sabit varlıkların olması yeterli değildir. Bununyanında hammadde, işçiliğe, kesintisiz bir satış için stoklara, elektrik, su, gaz, günlük giderleri kârşılayabilmek için nakit değerlere ve müşterileri finanse etmek için alacaklara kaynak ayırmasına ihtiyaç vardır. Bu tür kısa süreli yatırımlara işletme sermayesi ya da dönen varlık yatırımı denilmektedir (Aksöyek ve Yalçıner, 2011, s. 197).

İşletme sermayesinin elde edilip iyi bir şekilde yönetilmesi işletme açısından yaşamsal önem taşıdığı gibi, finans yöneticisinin özel dikkatini gerektirmekte ve iş hacminin büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Bununla beraber, işletme sermayesi, işletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini kârşılayamama riskini azaltması, kredi değerliliğini artırması, olağanüstü durumlarda finansal yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetlerin kârlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açılarından büyük önem taşımaktadır ( Akgüç, 2011, s. 201).

Bilindiği gibi bir işletme kısa sürede çalışmasını sağlıklı bir şekilde yürütemezse uzun sürede işletme değerini maksimize edemez. Başarısız işletmeler, genellikle işletme sermayesi ihtiyaçlarını kârşılamayan işletmelerdir. Bu nedenden dolayı işletmelerin hayatta kalabilmesinde ve faaliyetlerini sürdürmesinde işletme sermayesi son derece önemli rol oynamaktadır.

İşletme sermayesi yönetimi, küçük işletmeler yönünden çok daha önemlidir. Dolayısıylabirçok küçük işletmenin finansal faaliyetlerinin büyük bir bölümünü işletme sermayesi oluşmaktadır. Bu tür işletmelerin, sermaye pazarı hatta kredi kurumlarından uzun vadeli kaynak sağlama olanakları oldukça sınırlıdır. Ayrıca, küçük işletmelerin ihtiyaç duydukları fonları sağlamada ve hatta bu fon kaynaklarını arttırabilmede, büyük işletmelere göre fazla seçenekleri bulunmamaktadırlar. Bu nedenlerden dolayı, işletme sermayesi yönetimi, küçük işletmeler açısından büyük işletmelere göre daha fazla etkilenmektedir ( Özdemir, 1997, s. 191).

İşletme açısından işletme sermayesi yönetimine fazla önem verilmesini gerektiren hususlar şu şekilde ortaya konabilir (Akgüç, 2011, s. 204):

- İşletme sermayesi yönetimi zaman almaktadır: İşletme sermayesi yönetiminin önemi, finans yöneticisinin zamanının çok büyük bir bölümünü işletme sermayesi yönetimiyle ilgili işlemlerine harcamasından kaynaklanır.
- İşletme sermayesi yönetiminin önemine ilişkin göstergelerden biri de, dönen varlıklara yapılan yatırımın toplam yatırımlar içindeki payıdır. Önem derecesi faaliyet kollarına göre değişmekle beraber, dönen varlıklar, bir işletmenin aktif toplamı içerisinde büyük yer tutmaktadır. Dönen varlıklara yapılan yatırımın büyüklüğünün yanı sıra bu değerlerin, bir biçimden diğer bir biçime (para-mal-alacak-para) dönüşmesi, finans yöneticisinin dikkatini bu konu üzerinde yoğunlaştırmasına yol açmaktadır.
- İşletmenin satış hacminin büyümesi ile işletme sermayesi arasında çok yakın ve dolaysız bir ilişki mevcuttur. Satışlar arttıkça işletmeler stoklarını ve alacaklarını artırmaya çalışmaktadırlar. Dolayısıyla, artan satışlar alacak senetleri düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır. Ancak işletmenin belirli bir satış hacmine kadar işletme sermayesini artırması zorunludur. Çünkü satış hacmiyle işletme sermayesi arasındaki ilişki doğrusal olmayabilir.
- İşletme sermayesi ile işletmenin kârlılığı arasında sıkı bir ilişki bulmaktadır. İşletme sermayesi yönetiminde izlenecek stratejiler işletme kârlılığını farklı düzeylerde etkilemektedir. Bu nedenle, kâr ile risk faktörleri arasındaki ilişkiyi göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Genel olarak, işletme sermayesi yönetimi günümüzdeki ulusal ve uluslararası artan rekabetten, daha sık ortaya çıkan ve etkisi daha uzun olan küresel krizler nedeniyle bütün işletmeler için oldukça önem kazanmıştır. Üretim işletmelerinde toplam varlıklar içinde sabit varlıkların daha fazla olması nedeniyle sermaye bütçelemesi kârarları daha önemli olmakla birlikte, iyi bir yatırım kârarı alan ve bu doğrultuda yatırım yapan üretim işletmelerinde eğer işletme sermayesi yönetimine önem verilmez ise bu işletmeler iflas edebilmekte ve yapılan büyük yatırımlar hem ortaklar, hem de ülke ekonomisi için bir kayıp olmaktadır. Bu nedenle, işletmelerin faaliyet konusu ve ölçekleri ne olursa olsun, işletme sermayesi yönetimi oldukça önemlidir (Coşkun ve Kök, 2011, s. 75).

## 1.2. İşletme Sermayesinin Unsurları

İşletme sermayesi, işletmenin günlük işlemlerini yürütebilmesi için kullanıldığı varlıklardır İşletme sermayesi bir bütün olarak ele almak yerine inceleme amacıyla unsurlarını (nakit, stoklar ve alacaklar gibi) tekil bazda değerlendirmek önemlidir. Bu bölümde, dönen varlıkları oluşturan ana unsurlar tek tek incelenecektir.

### 1.2.1. Nakit ve Benzeri

Bir işletmenin dönen varlıklarına yaptığı yatırımlar incelenmek isteniyorsa ilk önce nakit ve nakit benzerlerini; başka bir ifadeyle likit fonlarını ne ölçüde etkin kullandığını kontrol etmek gerekmektedir. Burada nakit benzerleri terimi, işletmenin likidite amacıyla elinde bulundurduğu, gereksinme duyulduğu an kolaylıkla paraya çevrilebilme olanağına sahip ve işletmeye genellikle faiz, değer artış kazancı ya da kâr payı şeklinde getiri sağlayan menkul değerleri içermektedir. Nakit ve nakit benzerleri işletmenin varlık taplamı içerisinde önemli oran oluşturması likit fonlar yönetiminin önemini artırmaktadır. Dolayısıyla, son yıllarda nakit ve nakit benzeri varlıkların hem varlık toplamı arasında hem de işletme sermayesi kalemleri arasındaki oranının giderek artış göstermesinden dolayı bu konu işletmeler tarafından daha fazla önem kazanmıştır (Akgüç, 2011, s. 204).

Son yıllarda işletmeler, pazarlarda yoğun rekabet şartları altında faaliyet göstermektedirler. Bundan dolayı işletmelerin başarısızlıktan kaçınması ve hayatta kalabilmesi için ellerinde bulundurdukları varlıkları özellikle çalışma sermayesini en uygun veya optimum bir düzeyde kullanması önemli hale gelmiştir. Dolayısıyla işletmenin başarısı, işletme yönetimi içerisinde olan nakit yönetimini ne ölçüde etkin yönettiğine son derece bağlıdır. Çünkü nakit ve nakit benzeri varlıkları etkin ve amaca uygun bir şekilde yöneterek, işletme satışlarını artırma şansı sağlayabilir, ek fonlar yaratabilir ve faiz olarak gelir kazanmaktadır.

En basit tanımıyla nakit yönetimi, işletmenin nakit girişlerini hızlandırmak, nakit çıkışlarını yavaşlatmak ve nakit mevcudunu en iyi şekilde değerlendirmek olarak tanımlanabilir. Buradan anlaşılacağı gibi nakit yönetimi temel olarak, işlemlerin yürütülebilmesi için zorunlu olarak tutulması gereken nakit miktarını azaltmayı amaç edinmektedir. Çünkü fazla olarak tutulan nakit, hiç bir getiri sağlamadığı gibi, firsat maliyetine de neden olabilmektedir. Özetle belirtmek gerekirse, bir işletmenin olağan faaliyetlerini yürütmesi için ilk bulundurması zorunlu olan şey nakittir. Nakit olmadan işletmenin faaliyetlerini devam ettirmesi mümkün değildir (Özdemir, 1997, s. 198).

İşletmelerin nakit bulundurma nedenleri üç ana başlık altında toplanabilir (Akgüç, 2011, s. 232):

- İşlem nedeniyle: Nakit, işletmelerin faaliyetlerini yerini getirmesine katkı sağlamaktadır. İşletmenin günlük, normal faaliyetlerinin gerektirdiği ihtiyaçları(hammade ve melzeme, işçilik, gaz ve elektrik) kârşılayabilmesi, beklenen ödemeler (faiz ve ana para, vergi ve kâr payı gibi) zamanında yapabilmesi için nakit kullanmaktadır.
- İhtiyat nedeniyle: İşletmeler mevsim veya dönemsel dalgalanmalar, olağanüstü olaylara (su baskı, yangın, deprem ve grev gibi) kârşı hazırlıklı olmak ve beklemeyen nakit ödemelerini yapabilmek amacıyla nakit bulundurmaktadırlar.
- Spekülatif nedeniyle: İşletmelerde çeşitli varlıklara yatırım yapabilmek amacıyla da nakit tutulmaktadırlar. Ancak işletmelerin spekülatif amaçla bulunduracakları likit fonların göreli olarak öneminin gerçek kişilere kıyasla daha az olacağı kuşkusuzdur.

### 1.2.2. Alacaklar

İşletme sermayesi unsurlarından birisi olan alacaklar, likidite derecesine göre nakit ve nakdi kıymetlerden sonra işletme sermayesi içinde en yüksek likidite sahip kıymetlerdir. İşletmeler, müşterilere satış yaparken ya peşin ya da vadeli satış yaparlar. İşletme satışlarının tamamını peşin olarak yaparsa alacak oluşamaz. Diğer taraftan işletme vadeli satış yaparsa alacaklar meydana gelir. Ancak genel olarak, işletmeler satışlarını tamamını peşin yapamaz, başka bir ifadeyle vadeli satış, işletmeler açısından bir zorunluluktur. Çünkü satışı yapılan mal ve hizmetleri peşin satın alacak müşterilerle vadeli satın alacak müşteri sayısı farklıdır. Peşin satın alacak finansal güce sahip olamayan müşteriler vadeli satışı tercih etmektedir. Vadeli satış yapılması işletmenin müşteri sayısının ve satışlarının artmasına neden olmaktadır(Aksöyek ve Yalçıner, 2011, ss. 212-213). Bu açıklamalardan anlaşılacağı üzere vadeli mal satışı, satışlarını arttırıp pazar paylarını büyütmeye çalışan işletmelerin başvurduğu önemli bir satış politikasıdır.

Akgüç (2011, s. 259)'e göre, ticari alacaklar, bir işletmenin asıl faaliyeti olan mal ve hizmet satışları için müşterilerine açtığı kredi tutarını gösterir. Bazı sanayi dallarında alacaklar işletmenin varlık toplamı içerisinde büyük yer tutmaktadır. Son yıllarda alacakların satışlara oranının giderek yükselme eğilimi gösterdiği, alacaklara yapılan yatırımların önemli tutarlara ulaştığı, hatta çok sayıda işletmede alacak tutarının stoklara yapılan yatırımından daha fazla olduğu görülmektedir. Yukârıda bahsedilen bütün alacak eğilimleri, dikkatleri daha başarılı ve etkili bir alacak yönetimi uygulanması gerektiğini gösteren göstergelerdir. Alacak yönetiminin işletmenin para girişi, kârlılığı ve finansman gereksinimi üzerinde önemli ölçüde etkilemektedir. Çünkü alacak yönetiminde etkinlik sağlamakla işletmeye para girişleri hızlanabileceği gibi kârlılığı da artabilir ve aynı iş hacminde müşterilerine daha az kaynak bağlayabilir.

Alacak yönetiminin işletmeler açısından büyük önem taşımasına rağmen uygulamaya bakıldığında büyük işletmelerde bile, alacakların optimum miktarlarının ne olması gerektiği konusunda objektif kriterler ve standartların daha bulunmadığı görülmektedir. Alacakların yönetiminde etkinlik tutmak amacı ile işletmeler tarafından alınabilecek başlıca adımlar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Özdemir, 1997, ss. 233-253):

- Kredili satış şartlarının işletme açısından daha elverişli hale getirilmesi,
- Alacakların tahsilinde etkinlik sağlanması,

- Kredili satış yapılacak müşterilerde aranılacak nitelikler konusunda daha gevşetici davranılmaması, kredi standartlarının yükek tutulması,
- Alacakların tahsilatını hızlandıracak, müşterileri erken ödemeye özendirecek politikalar uygulanması,
- Satış elamanlarının tahsilat süresine katılmalarının sağlanması,
- Müşteri açık cari hesaplarının ticari senetlere dönüştürülmesi,
- Tahsi edilememesi olağan alacakların riskine kârşı kuruyucu olarak sigortalanması,
- Çürük alacak haline gelme ihtimali olan alacakların gerektiğinde faktör işletmelerine satılması.

### 1.2.3. Stoklar

İşletmeler farklı stok türlerine sahiptir. Doğadan elde edildiği şekliyle üretimin gerçekleştirilmesinde kullanılan hammadeler bir stoktur. Üretim sürecinde belirli işlemlere tabi tutulmuş ancak üretim süreci tamamlanmamış mamuller veya üretimi tamamlanmış satışa hazır duruma gelmiş ticari mallar da stoktur. Bununla beraber, işletmenin faaliyet konusuna bağlı olarak bulundurduğu stok çeşidi değişmektedir. Üretim işletmeleri hammadde, yarı mamul ve mamul stokları sahip olurken, perakende sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin üretimle ilgisi olmadığı için yalnızca satışını yaptığı mamul stoklarına sahiptirler (Aksöyek ve Yalçıner, 2011, s. 227).

Stoklar şu iki özelliği sahiptir: Bu özelliklerinden birincisi, stokların likiditesi diğer dönen varlıklara kıyasla daha düşüktür. Bu yüzden stok yönetiminde yapılan hataların düzeltilmesi zaman alabilir. İkincisi ise stok düzeyindeki dalgalanmaların önemli ekonomik ekileri vardır. Bazı iktisatçılara göre işletmelerin stok düzeyindeki dalgalanmalar ekonomik hayatta istikrarsızlık yaratan en önemli etmenlerden biri olmaktadır (Akgüç, 2011, s. 289).

Doğru stok yönetimi, işletmedeki satış; satın alma; üretim ve finans departmanları arasında yakın koordinasyon gerektirir. Genellikle, ilk olarak talep değişiklikleri satış/ pazarlama departmanı tarafından tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, bu tahmine göre işletmenin satın alma ve üretim işlemleri yapılmaktadır. Daha sonra, ihtiyaç duyulan stokların elde edilmesi için gerekli olan her türlü finansman ihtiyacı işletmenin finans yöneticisi tarafından

düzenlenmektedir. Buradan anlaşılacağı gibi işletmenin departmanları arasında koordinasyon bulunmaması ve kötü satış tahmini işletmede başarısızlığa yol açabilir (Brigham, 1989, s. 831).

Özdemir (1997, s. 255)'inde belirtildiği gibi, stoklara yapılan yatırım, sektörden sektöre değişmektedir. Dolayısıyla, stoklar tüm işletmeler için önemli olmakla birlikte özellikle üretim işletmeleri açısından daha da önemli bir unsur olmaktadır. Çünkü üretim işletmeleri, yalnızca satış sebebiyle stok bulundurmazlar. Bunun yanında hammadde ve malzeme stokları ile yarı mamul stokları da bulundurmak zorundadırlar. Ayrıca, üretim işletmeleri açısından duran varlık yatırımlarının artmasına paralel olarak elde bulundurulması gerekli stok miktarının da arttığı görülmektedir.

### 1.3. İşletme Sermayesi Türleri

Faaliyetlerini sürdürmek amacıyla işletmelerin harcamalarda bulunmaları gerekmektedir. Her işletmede gerekli fon miktarı değiştiği gibi, değişik zamanlarda aynı işletmenin fon ihtiyaçlarında da farklılıklar olabilmektedir. Bunun yanında, işletmeler faaliyetlerinin aksamaması amacıyla sürekli işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar ( Bektöre, 1970, s.4).

Birbirinden farklı özellikler taşıyan işletme sermayesini açıklamak üzere, işletme sermayesi türlerinin belirtilmesi gerekmektedir. Genel olarak işletme sermayesi, kavramının temelinde ya da zaman faktörü esas alınarak aşağıdaki gibi çeşitlendirmek mümkündür:




**Şekil 1: İşletme Sermayesi Türleri**

Kaynak: http://www.reitix.com , 2013, Erişim tarihi: 19 Mayıs 2015).

### 1.3.1. Brüt ve Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesinin tanımlanmasında iki kavram vardır. Brüt ve net işletme sermayesi en yaygın kullanılan işletme sermayesi kavramlarıdır. Dar anlamda işletme sermayesi, net işletme sermayesine eşittir. Dolayısıyla, net işletme sermayesi dönen varlıklarla kısa vadeli borçlar arasındaki olumlu farktır. Genellikle, dönen varlıklar kısa vadeli borçlardan fazladır. Başka bir ifade ile net işletme sermayesi, dönen varlıkların kısa süreli borçlarla finanse edilmemiş kısmını ifade eder. Net işletme sermayesi, bir işletmenin borç ödeme kabiliyetini gösteren bir ölçüttür. Bu nedenle, işletmelere kısa vadeli kredi açan kurumlar, borç anlaşmalarında net işletme sermayesinin belli bir seviyede tutulmasını istemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012, s. 288).

Genel olarak, bir işletmenin sahip olduğu işletme sermayesinin kısa vadeli yükümlülüklerini aşması halinde, işletmenin borç ödeme gücünün yüksek olduğunu görülür. Aslında bu ilişki, dönen varlıkların şekil değiştirerek ve en son kısa vadeli borçları ödemek için kullanılan nakit kaynağı sağlamasından kaynaklanır. Kısa vadeli yükümlülükler için nakit harcamaları göreli olarak tahmin edilebilir. Ancak zor olan nakit girişlerini tahmin etmektir. Çünkü işletmenin daha öngörülebilir nakit girişleri daha az net işletme sermayesi ihtiyacı vardır (Gıtman, 1991, s.670).

Cari varlık ve kısa süreli borçların yukârıda açıklanan niteliklerine göre net işletme sermayesi aşağıdaki bölümlere ayrılmaktadır (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s.14):

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

Geçici net işletme sermayesi, cari varlık ve kısa vadeli borçların işletme için uygun ve gerekli olmayan seviyeleri ile uzun vadeli aktif ve pasif unsurların bir yıl içinde işlem görecek varlıklara dönüşen kısımlarından oluşmaktadır.

Brüt işletme sermayesi ise, bir işletmede bir faaliyet dönemi içerisinde nakde çevrilebilecek olan fonlar yani işletmenin dönen varlık yatırımlarının toplamı olarak ifade edilir.

Bu varlıklar, nakit, vadesiz ve kısa vadeli mevduat, menkul değerler, kredili satışlardan doğan alacaklar ve stoklardır. Brüt işletme sermayesi, işletme sermayesi yönetimine ilişkin konuların, dolayısıyla sorumlulukların sınırlarını çizdiği için önem taşımaktadır. Bunlar likit değerler olarak, likidite derecelerine göre bilançonun aktifinde yer almaktadırlar. Böylece işletme sermayesi yönetimi, cari aktiflerin yönetimi anlamını taşımaktadır (Usta, 1996, s. 130).

Brüt işletme sermayesi, işletmenin dönen varlıklara yaptığı yatırım ve finansmanı gösterirken, net işletme sermayesi bir işletmenin likidite durumunu gösterir. Diğer bir ifadeyle, net işletme sermayesi işletmenin finansman ihtiyacını gösterir. Son olarak, hem brüt işletme sermayesi hem de net işletme sermayesinin işletmeler açısından çok önemli olduğu söylenebilir, ancak uygunluk bakımından brüt işletme sermayesi ayrı mülkiyet veya yönetimine sahip işletmeler için uygunken net işletme sermayesi tek kişi işletmeler veya ortaklık şeklinde işletmeler için uygundur (http://managementation.com, Erişim Tarihi: 27 Nisan 2015).

### 1.3.2. Sabit ve Değişken İşletme Sermayesi

Zaman faktörü esas alınarak, işletme sermayesini sabit (sürekli) ve değişken olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Normalde, bütün işletmelerin faaliyetlerini sürdürmesi için ihtiyaç duydukları fonlar bir dönemden diğerine değişir. Bununla beraber, her işletmenin işlevlerini yürütebilmesi için belli bir miktarda işletme sermayesi şeklinde olan varlıklara ihtiyacı vardır. Bu şartlar işletme sermayesinin sürekli ve değişken şeklinde sınıflandırmasını gerektirmektedir.

Duran varlıkların yönetmesi dönen varlıkların yönetmesinden tamamen farklıdır. Duran varlıkların finansmanı için önemli olan sadece duran varlığın maliyetidir. Ancak aynı şey dönen varlıklar için geçerli değildir. Çünkü dönen varlıkların değeri sürekli değişir, bunun sonucunda herhangi bir zaman ya da noktada bu değeri tahmin etmek çok zordur. Bunu basitleştirmek için, geçmişteki deneyimlere dayanarak işletmenin ihtiyaç duyduğu dönen varlıkların en düşük seviyesi saptanabilir. Bu seviyenin altında olan dönen varlıklar sürekli işletme sermeysi olarak adlandırılır (http://www.efinancemanagement.com, Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2015).

Sabit, normal, devamlı, sürekli veya esas işletme sermayesi olarak da adlandırılan sürekli işletme sermayesi, isletmelerin normal ve devamlı olarak kullandıkları işletme sermayesini ifade eder( Erdoğan, 1990, s. 71). Başka bir ifadeyle, sürekli işletme sermayesi, işletme faaliyetlerinin en üst düzeyde bulunması halinde, faaliyetlerin aksamadan yürütülmesine olanak tanıyan

minimum cari varlıklar toplamıdır. Bu nedenle, işletmeler için minimum tutarı ifade eden sürekli işletme sermayesi ihtiyacı her zaman söz konusudur. Başka bir anlatımla, işletmenin faaliyetini sona erdirmesine kadar sürekli işletme sermayesi gereksinimi devam eder. Bunun yanında, işletmenin faaliyet hacmi genişledikçe, sürekli işletme sermayesi gereksinimi de artar, faaliyet hacmi daraldıkça, sürekli işletme sermayesi ihtiyacı azalır (Ceylan ve Korkmaz, 2012, s. 289).

Türko (2002, s.227)'nunda belirttiği üzere, işletmenin bulunduracağı sürekli işletme sermayesi, bir minimumu ifade ettiğinden sabit niteliktedir. Ancak bir yıldan daha uzun bir süre şekillerini koruma niteliğini gösteren (nakde dönüşmeyen) sabit varlıkların aksine, sürekli işletme sermayesi kalemleri arasında bir cari aktiften diğerine sürekli bir değişme sürecinin olduğu unutulmamalıdır.

Değişken işletme sermayesi ise, işletmelerin satışlarındaki artışlar ve ekonomik koşullar sebebiyle değişen talepleri kârşılamak için sabit işletme sermayesi seviyesinin üstünde bulundurması gereken ek işletme sermayesi miktarıdır (Alagöz, 1993, s. 16). İşletme sermayesi ihtiyacını etkileyen çeşitli faktörlerdeki değişmeler nedeniyle işletme sermayesi düzeyi değişmekte, hatta işletme sermayesini oluşturan varlıkların kompozisyonu farklılaşmaktadır. Belirtilen nedenler dışında işletme sermayesi ihtiyacı özellikle yılın belli dönemlerinde diğer zamanlara oranla daha az veya daha çok olabilmektedir. İşletme sermayesine bağlanan para, işletmelerin pazar payı veri olarak alınacak olursa, büyüyen pazar kârşısında satışlardaki artışa bağlı olarak zaman içerisinde artacaktır. İşletme sermayesine bağlanan paranın artmasında parasal büyümelerin de büyük etkisi olacaktır (Gönenli, 1988, s. 402). Değişken işletme sermeyesi içine alt başlıklar olarak, mevsimsel, devresel ve olağanüstü olmak üzere üç başlık altında incelenebilir:

1.3.2.1. Mevsimsel İşletme Sermayesi

Alagöz (1993, s. 16) tarafından gerçekleştiren bir çalışmada, mevsimlik işletme sermayesi, iş hacminin yoğun olduğu mevsimlerde, mevsimlik talepleri kârşılamak için işletmenin ihtiyaç duyduğu ek işletme sermayesi olarak tanımlanmıştır. Başka bir deyişle, belirli mevsimlerde, iş hacminin veya faaliyetlerin, artması veya azalmasına göre ihtiyaç duyulan işletme sermayesidir. İşletmeler, bu gibi ölü mevsim olarak isimlendirilen dönemlerde işletme sermayesi sıkıntısı çekmemektedirler. Çünkü satışların yavaşladığı ve iyice azaldığı dönemlerde

stok bulundurma ihtiyacı azalacak, tahsilâtlar da hemen hemen tamamlanmıs olacağından alacak unsuru azalacak, bunların sonucunda da nakit mevcudu artış gösterecektir. Nakit fazlalıklar ile kısa vadeli borç ödemeleri yapma olanağı olduğundan gereksiz faiz ödemelerinden de kaçınılacaktır.

Normalde, iş hacmi ve faaliyetleri belirli mevsimlerde azalan veya artan işletmelerde, mevsimlik işletme sermayesi ihtiyacı belirgin bir şekilde gözlenir. Mevsimlik işletme sermayesi, satışlarının arttığı mevsimlerde, bulunan talebi kârşılamak için ihtiyaç duyulan işletme sermayesi toplamıdır. Eğer işletme faaliyetlerinde mevsimlik dalgalanmalar söz konusu değilse, kuramsal açıdan mevsimlik işletme sermayesine de gereksinim duyulmayacaktır(Ceylan ve korkmaz, 2012, ss 289-290). Başka bir anlatımla, faaliyetlerinde mevsimlik veya periyodik bir dalgalanma öngörülmeyen işletmeler teorik olarak mevsimlik işletme sermayesi ihtiyaçları olmayacaktır. Faaliyetlerin mevsimsel veya periyodik olarak yoğunlaşması ek işletme sermayesi ihtiyacı doğurabilmektedir.

1.3.2.2. Devresel İşletme Sermayesi

Değişken işletme sermayesinin bir bölümü devresel değişiklikler nedeniyle oluşmaktadır. İşletmeler devresel dalgalanmaların etkisinde kalarak işletme sermayelerini artırma ihtiyacı duyabilecekleri gibi, başarılı bir dönem sonunda iş hacimlerini genişletmek isteyeceklerinden sabit işletme sermayesine ek bir işletme sermayesi teminine de gidebileceklerdir( Erdoğan, 1990, s. 72). Devresel olarak ortaya çıkacak işletme sermayesinin tutarı tam olarak tahmin edilemeyeceğine göre bu nitelikteki işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek için işletmelerin başvurabileceği kaynakların önceden hazır edilmeleri gerekmektedir. Aniden ortaya çıkan işletme sermayesi ihtiyacını kârşılamak amacıyla finansörlerle anlaşma yapılması ve her an fon kullanımının hazır edilmesi için finans kurumlarıyla ilişkilerin yoğunlaştırılması pek çok işletme tarafından uygulanan bir yöntemdir (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 16).

Devresel işletme sermayesi gereksinimi, geçici bir özellik taşıdığından, kısa vadeli finansal kaynaklarla finanse edilmelidir. Oysa sürekli işletme sermayesi devamlılık özelliğinden dolayı uzun vadeli finansal kaynaklarla finanse edilmesinde yarar bulunmaktadır (Aydın, 2004, s. 114).

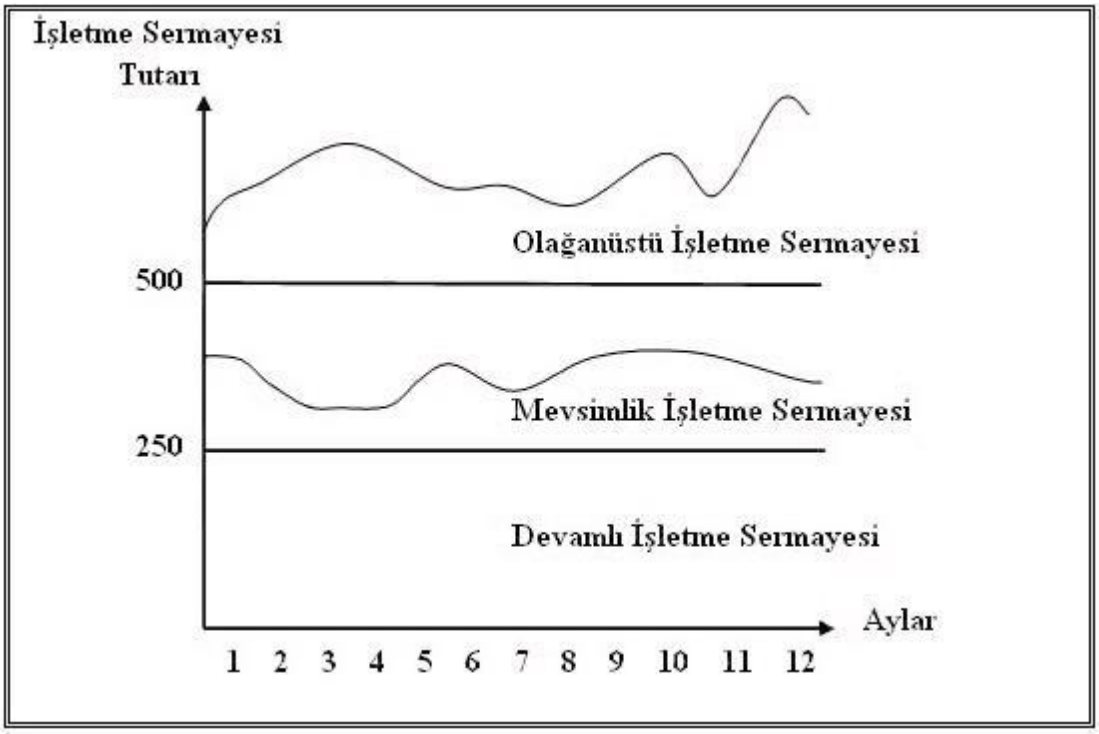
Genel olarak işletmeler, işletme sermayesinin sürekli ve değişken olmak üzere ikiye ayırması, finansman açısından son derece önemlidir. Çünkü her ikisinin finansmanında izlenen finanslama stratejisi ve kullanılan fon kaynakları farklıdır. Değişken işletme sermayesi gereksinimi, geçici bir özelliği olduğu için, kısa vadeli kaynaklarla finans edilmesi gerekmektedir. Buna kârşılık, sürekli işletme sermayesinin uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesinde yarar vardır. Çünkü sürekli işletme sermayesi ihtiyacı devamlılık gösterir (Ceylan ve Korkmaz, 2012, s. 290).

1.3.2.3. Olağanüstü İşletme Sermayesi

Olağanüstü işletme sermayesi, işletmelerin grevler, yangınlar, sel baskınları, deprem gibi hiç beklemeyen olağanüstü durumlarda kârşılaştıkları güçlükleri en aza indirebilmek için bulundurdukları işletme sermayesidir. Ayrıca üretimde değişiklik yapılması, yeni dağıtım yöntemlerinin uygulanması, iş hacmini aniden geliştirecek siparişlerin alınması gibi durumlarda da işletme sermayesi ihtiyacı doğabilmektedir. Böyle durumlarda satışların yavaşlaması veya durması nedeniyle işletme sermayesi döngüsü ve para akışı normal seyrini kaybederek aksama göstermektedir. Olağanüstü işletme sermayesi, beklenmeyen durumlarda işletmelerin faaliyetlerinin aksaması kârşısında başvuracakları bir işletme sermayesi türü olarak ortaya çıkmaktadır (Aytekin, 2006, s.18).

Berk (2012, s. 166)'e göre, olağanüstü işletme sermayesi, belirsizliklerdeki artış nedeniyle işletme sermayesi varlıklarına fazladan yapılan yatırımlardır. Olağanüstü durumlarda işletmelerin kârşılaştıkları güçlükleri kısmen gidermek için, mevcut işletme sermayesi olağanüstü özellik gösterir. Tipik pazar şartlarını tahmin etme güçlüğünden dolayı işletme, ihtiyat nedeniyle nispeten yüksek bir sermaye ile çalışlmak zorunda kalabilir. Olumsuz etkilenen faaliyetler etkinliği azalttığından, olağanüstü işletme sermayesi ile ifade edilir. Böyle durumlarda faaliyetlerin azaltılması ya da küçülme de öngörülebilir. Bununla birlikte kullanılmayan varlıklar satılarak işletme sermayesi likit hale getirilebilir. Çeşitli ülkelerde farklı uygulamalar olmakla birlikte işletmeler genellikle dönem kârlılığının fazla olduğu dönemlerde bir kısım alıkoyarak sermaye yapılarını güçlendirirler. Bu durum, artan sermaye maliyeti nedeniyle işletme kârlılığnı olumsuz etkiler. Bankacılığın güçlü, kredi kapasitesinin yüksek ve alternatif borçlanma olanaklarının kolay olması halinde ise kârların işletmede alıkonulması ihtiyacı azalır.

Öte yandan, olağanüstü durumlar genellikle faaliyetleri aksatmakta, etkinliği azaltmakta olduğundan olağanüstü işletme sermayesini gerektirmektedir. Bazen de olağanüstü durumlar faaliyetlerin daralmasına neden olarak, kullanılmayan varlıkları ortaya çıkârmakta ve atıl işletme sermayesi yaratabilmektedir (Aydın, 2004, ss. 114-115).




**Şekil 2:Zaman Açısından İşletme Sermayesi Çeşitleri**

**Kaynak**: (http://www.reitix.com , 2013, Erişim tarihi: 10 Hazıran 2015)

Şekil 2'de, zaman açısından işletme sermayesinin buraya kadar açıklanılan türleri topluca görülmektedir.

## 1.4. İşletme Sermayesinin Özellikleri

İşletme sermayesi bir işletmenin faaliyet süreci içerisinde şekil değiştiren dönen varlıkları anlamına gelir. Söz konusu işletme sermayesi unsurları diğer varlıklardan farklı olarak temel özelliklere sahiptir. Bu özelliklerden en belirgini, işletme sermayesi unsurlarının kısa vadeli olması, işletme sermayesi unsurlarının değişmeleri aynı zamanda olmayan ve birlikte meydana gelmeyen faaliyetlere bağlı olması ve işletme sermayesi unsurlarının birbirleriyle sürekli etkileşim ve dönüşüm halinde olmasıdır (Taşlıca, 1994, s. 7). İşletme sermayesi unsurlarını sabit varlıklardan ayıran önemli farklılıklar aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir:

- İşletme sermayesi unsurlarının vadesi bir yıldan daha kısadır: İşletme sermayesini oluşturan unsurlar bir yıl içinde paraya dönüşebilir. Dolayısıyla, dönüşüm nakit ile başlayıp ve tekrar nakit ile bitmektedir. Hatta bu dönüşüm yılda bir kez olabileceği gibi birden fazla da tekrar edebilmektedir. Bir işletmenin toplam varlıkları içinde dönen varlıkların payı nispeten yüksekse, bu varlıkların likit olma özelliğinden dolayı işletme finansal riskini aşırı derecede artırmadan, finansman kaynağı olarak görece olarak daha fazla dış kaynak kullanabilir (Berk, 2012, s. 165).

İşletme sermayesinin vadesi, üretim sürecinin uzunluğuna bağlıdır. Diğer bir ifadeyle, ürünün satış ile nakit girişi arsındaki geçen zamanıdır. Aksoy ve Yalçıner, (2005, s. 11)'e göre, faaliyet konusu itibariyle farklılık gösteren, faaliyetlerinin devri bir yıldan daha uzun süreyi kapsayan işletmelerde, stoklar, alacaklar gibi işletme sermayesi unsurları, bir yıldan daha uzun bir sürede nakde dönüştürdüğü halde, işletme sermayesi olarak kabul edilmektedirler.

- İşletme sermayesi unsurları likittir: İşletme sermayesi sabit varlıklara göre daha likittir. Dolayısıyla, işletme sermayesi kısa bir süre içinde ve değerinde fazla kayıp olmadan nakite dönüşme özelliği vardır. Nakit ihtiyacı olan bir işletme, alacaklarını hızlı tahsil ederek ve satışlarını hızlandırarak işletme sermayesini dönüştürme aracılığıyla nakit ihtiyacını kârşılayabilir. Bu özelliği nedeniyle, işletme sermayesini büyük oranda bulunduran işletmeler kendisini daha güvenli hissetmektedir (http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).
- İşletme sermayesini oluşturan dönen varlık kalemleri hareketli olup aralarında yakın bir ilişki vardır: İşletme sermayesini oluşturan unsurlar bir faaliyet yılı içinde başka bir varlığa dönüşebilir. İşletme bilançosunda yer alan nakit, stoklar, ve alacaklar gibi işletme

sermayesi unsurları, nakitten nakde olan akış içinde sürekli değişim halindedirler. Bir unsur hemen bir başka unsura dönüşmektedir. Örnek olarak, işletmenin sahip olduğu nakitler stoklara dönüştüğünde nakit azalmakta, vadeli satış yapıldığında ise stoklar azalmakta, tahsil edilmesiyle nakit tekrar artıp alacaklar azalmaktadır. Bu dönüştürme işlemi dairesel bir şekilde hareket ederek sürekli devam eder. Bunun için işletme sermayesine bazen dönen sermaye denilmektedir. İşletme sermayesi unsurları, normal süreç içindeki hareket kabiliyetlerinin ve değişim özelliklerinin yanı sıra istenildiğinde kıymetlerinden fedakârlık yapılarak nakit haline dönüştürülme özelliğine de sahiptirler (Taşlıca, 1994, s. 8).

İşletme sermayesinin artmasına ve azalmasına neden olan bazı olaylar işletme sermayesi dışında kalan varlıklarla ilişkilerden kaynaklanmaktadır. Bu ilişkiler dış ilişkiler olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, peşin olarak stok alınması halinde nakit azalıp stoklar artmaktadır, buna kalitatif bir ilişki denilmektedir. Çünkü işletme sermayesinin tutarında herhangi bir değişme olmamakla beraber sadece bir iç ilişki söz konusudur. Ancak, özsermayenin azalması gibi bir işlem net işletme sermayesinin seviyesini azaltabilmektedir. Buradaki azalış işletme sermayesini doğrudan ilgilendirmeyen bir işlemden doğmuş olabilmektedir. İşletmenin zarar etmesi nedeniyle özsermaye erimiş olacağından net işletme sermayesi azalışı, işletme sermayesi ile diğer unsurlar arasındaki dıştan ve kantitatif bir ilişkiyi göstermektedir (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 12).

- İşletme sermayesi kârarları kısa sürede revize edilebilir: İşletme sermayesi ile ilgili kârarlar birkaç aylık bir dönem içinde revize edilebilme ve düzeltilebilme özelliğine sahiptir. Buna kârşılık duran varlık yatırımlarında bu esneklik yoktur (Berk 2012, s. 165).
- İşletme sermayesi, hem dalgalı hem de süreklilik özelliğine sahiptir: İşletme sermayesi, kısa vadeli olmasına rağmen her zaman ve sonsuza kadar gereklidir. İşletmenin faaliyetlerini sorunsuz ve kesintisiz bir şekilde devam ettirebilmesi için işletme sermayesi gerekir. Dolayısıyla, üretimi devam ettikçe işletme sürekli işletme sermayesi ihtiyacında kalacaktır. Öte yandan, işletme sermayesi gereksinimi süreklilik göstermesine rağmen ona olan ihtiyaç duran varlıklara göre daha çok dalgalanır. Çünkü işletme sermayesi gereksinimi üretim düzeyi ile doğrudan değişir. Üretim ile değişen kısmına değişken işletme sermayesi denir (http://www.scribd.com,Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

- İşletme sermayesi yatırımlarının işletmenin risk derecesine etkisi nispeten sınırlıdır: Bir kısa vadeli yatırım olarak işletme sermayesi yatırımı daha az risklidir. İşletme sermayesi daha az ölçüde finansal ve ekonomik açıdan risklidir. Çünkü ürün fiyatındaki dalgalanmalar daha az şiddetlidir. Aynı zamanda nakde dönüştürme işlemi sürekli bir şekilde devam ettiğinden dolayı teknolojik değişikliklerden etkilenmez. Duran varlık yatırımları ise, işletmenin risk derecesini önemli ölçüde değiştirir. Özellikle kaldıraç derecesi olarak bilinen borç/toplam varlık oranının aşırı yükselmesi, durgunluk ya da kriz dönemlerinde işletme iflasına da yol açabilir (Berk, 2012, s. 165).

## 1.5. İşletme Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

Bir işletme günlük faaliyetlerine başlayabilmesi ve çalışmasını sürdürebilmesi için, belirli bir işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadır. Faaliyet alanı ne olursa olsun, işletme sermayesi gerektirmeyen bir işletme bulunamaz. Her işletme satışlarını genişletmek için işletme sermayesini yeterli düzeyde koruması gerekmektedir. Bunun için işletmelerde finans yöneticilerinin en önemli görevlerinden biri de işletme sermayesi ihtiyacının doğru bir şekilde belirlenmesidir. Yöneticiler, işletmenin kâr ve verimliliğini en yüksek düzeye ulaştıracak tutarda işletme sermayesi sağlamalıdırlar. İşletmeler faaliyetlerinin gerektirdiği kadar işletme sermayesine sahip olmadıklarında varlık kullanımı sınırlı olacak ve işletmenin kârlılığı düşebilecektir. İşletme sermayesi, işletmenin faaliyetlerini ani bir gereksinmede bile sıkıntıya düşmeden kârşılayabilecek miktarda olmalıdır. Bu miktar dengesini kurmak finans yöneticisinin görevidir (Aytekin, 2006, s.18).

### 1.5.1. İşletme Sermayesi İhtiyacını Belirleyen Faktörler

Bir işletmenin, işletme sermayesi ihtiyaçlarının belirlenmesinde uygulanabilen hiçbir formül veya kural yoktur. Çünkü bir işletmenin işletme sermayesi ihtiyacı bir dizi faktöre bağlıdır. İşletme sermayesinin yönetiminde yönlendirici unsurlar olması nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen faktörlerin ortaya konması gerekir. İşletme sermayesi için uygun miktarı belirlerken ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığı araştırılırken bu faktörlerin her biri dikkatli bir şekilde ele alınmalıdır. Ancak bu faktörlerden farklı birimler farklı şekilde etkilenmekte ve bu faktörler yıldan yıla değişebileceği gibi aylık hatta günlük olarak bile değişebilmektedir. İşletmelerde ihtiyaç duyulan işletme sermayesi, ortam ve şartlara göre değişir. Genel olarak, her işletmenin tipine, işletme faaliyetlerinin niteliğine, ölçeğine, uyguladığı

tekniklere ve kullanılan finansal tekniklere göre değişmekle birlikte tüm işletmeler için ortak olan işletme sermayesi belirleyicileri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Patel, 2010, s. 7):

#### 1.5.1.1. İşletme Büyüklüğü ve Faaliyet Alanı

Her işletmenin işletme sermayesi ihtiyacı, işletmenin tipine ve içinde bulunduğu şartlara dayalı olarak değişir. Çünkü ihtiyaç duyulan işletme sermayesi, işletmenin ne tür iş yapacağından son derece etkilenmektedir. Buna bağlı olarak, faaliyet alanı ticaret ve finans olan işletmelerin büyük miktarda işletme sermayesi bulundurması gerekir. Dolayısıyla, bu işletmeler yüksek oranda stoklara ve alacaklara nakit bağlamak durumundadırlar. Buna kârşılık, imalat işletmeleri duran varlıklar büyük oranda yatırım yaparken işletme sermayesi ihtiyacı daha az orandadır. Çünkü üretim işletmesinde, işletme sermayesi gereksinimi işletmenin üretiği ürüne, uyguladığı teknolojiye ve pazarlama politikaları gibi çeşitli faktörlere bağlıdır(http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

Hangi işletmelerin ne kadar işletme sermayesine sahip olması gerektiği her endüstri dalına göre değisiklik göstermektedir. İşletme sermayesinin aktif toplamı içindeki oranı, dönen varlıkların toplam aktiflere bölünmesi ile ölçülmektedir. Örneğin; üretim isletmeleri için dönen varlık / toplam aktifler rasyosu ortalama olarak %44,9 olarak belirlenmistir. Ancak, uçak üretimi ile uğraşan işletmelerde bu oran %69,7 iken kimyasal madde üretimi yapan işletmelerde ise %37,3 ortalama bir değer olarak kabul edilmistir. Uçak üretiminde rasyonun yüksek çıkmasının nedeni, kârmaşık yapıya sahip uçakların oluşturulmasında gerekli olan uzun üretim süreci olarak açıklanabilmektedir. Bu süreçte, işletmede daha fazla stok bulundurulması, işletme sermayesinin de artmasına neden olmaktadır (Aksoy, 1990, s. 59).

İşletme sermayesi unsurlarının her birine yapılacak yatırımları belirleyen unsurların başında isletmenin faaliyet hacmi görülmektedir. Satış miktarı ve tutarı faaliyet hacminin temel göstergesidir. Bu nedenle işletme sermayesinin planlanması ile ilgili çalışmalar ve özellikle işletme sermayesi ihtiyacının belirlenmesinde temel gösterge olan satış tutarıdır. Ayrıca, işletmelerin faaliyet alanları ve işletme sermayeleri seviyesi arasında sıkı bir ilişki vardır. Sanayi işletmeleri ve ticaret işletmelerinin işletme sermayesi ihtiyacı aynı olmayacağı gibi, kamu hizmeti gören işletmelerinde ikisinden farklı olacaktır( Alagöz, 1993, s. 28).

İşletme sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörlerin arasında belki de en önemlisi işletmenin büyüklüğüdür. Küçük ölçekli işletmeler ile büyük ölçekli işletmeler arasında, faaliyetlerin etkinliği açısından işletme sermayesi ihtiyaçları farklılığı vardır. Küçük işletmeler teknolojik gerilik, satın almalarda tanınan vadelerden yoksun olma, küçük miktarlardaki satın almalar nedeniyle iskontodan yararlanamama, rekabete kârşı koyamama gibi nedenlerle daha çok emniyet marjına sahip olma gereği duymaktadırlar. Bu nedenle de küçük işletmelerde daha çok işletme sermayesine sahip olma zorunluluğu görülmektedir. Dolayısıyla, küçük işletmelerin cari aktiflerinin toplam varlıklar içindeki payının, büyük işletmelerin cari aktiflerinin toplam varlıkları içindeki payına göre daha fazla olması beklenmektedir (Aksoy, 1990, s 59).

#### 1.5.1.2. Teknoloji ve Üretim Süresinin Uzunluğu

Üretim artışını, maliyetlerin düşmesini ve kalitenin artmasını sağlayan teknolojik gelişmelerin etkisi sonucunda bir yandan maliyetler azalırken diğer yandan da kârlılık artmakta ve sonuç olarak işletme sermayesi ihtiyacı azalmaktadır ( Bakır, 1985, s. 76).

İşletmenin üretim süresinin uzunluğu da işletme sermayesi ihtiyacında etkilidir. Üretim süresi, işletmenin üretimi için gerekli olan girdilerin pazardan alınması ve bu girdilerin tükenerek yeni mamul üretimini içermektedir. Dolayısıyla, üretim süresi uzadıkça, işletmenin işletme sermayesi gereksinimi daha fazla olacaktır. Başka bir ifadeyle, işletmenin üretim süresinin uzunluğu işletme sermayesi ihtiyacını artırır. Çünkü işletmeye nakit girişleri üretim süresinin uzunluğuna bağlıdır. Yine uzaltılmış üretim süresi, fonların büyük bir bölümünün stoklara bağlanacağı anlamına gelir. Bu durum işletmenin likiditesini bozacağından vadesi gelen borçların, ücretlerin ve faaliyet giderlerinin kârşılanması için ek işletme sermayesi ihtiyacı gerektirir. Dolayısıyla, bir ürünün üretmesi için uygulanabilen çeşitli teknoloji seçenekleri arasında en kısa üretim süresi olan teknoloji seçilmelidir (http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

#### 1.5.1.3. Mevsimsel ve Konjonktür Dalgalanmalar

Ekonomideki mevsimsel ve konjonktürel dalgalanmalar işletmenin işletme sermayesi seviyesini etkilemektedir. Özellikle, konjonktürel ve mevsimsel değişikliklerin etkisi, daha çok geçici işletme sermayesi üzerinde görülmektedir. Çoğu işletmeler kendi ürün ve hizmetlerine olan talebin mevsimsel ve konjonktürel hareketlerinden daha çok etkilenirler. Çünkü satış

hacmitalep koşullarına bağlıdır. Konjonktürün gelişme dönemlerinde, satış hacmı artmakta ve artan faaliyet hacminin gerektirdiği seviyede işletmenin stoklara ve alacaklara yaptığı yatırım da fazlaşmaktadır. Bu da işletme sermayesine olan ihtiyacı artırır. Öte yandan, düşük konjonktürde ise, işletmenin faaliyet hacmi daralacağından stoklar ve alacakların düzeyi de düşecek ve sonuçta işletme daha az işletme sermayesine ihtiyaç duyacaktır (http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

Düşük konjonktürde, yüksek fiyatlı ve kaliteli ürün üreten işletmeler ve üretim süreci uzun olan işletmelerde, ürünleri normal satış fiyatları ile pazara zor süreceklerinden konjonktürün olumsuz etkisiyle işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır (Bakır, 1985, s. 77).

Bazı işletmeler, satışlarının düzensiz olmasından dolayı, işletme sermayesini büyük oranda bulundurması gerekir. Buna benzer bir şekilde, başka işletmeler belirli mevsimlerde mallarını üretip satmaktadırlar. Bu tür işletmelerin, işletme sermayesi ihtiyaçları belirli mevsimlerde diğerlerinden daha yüksek olacaktır.

Aytekin (2006, s. 24)'e göre, satısların mevsimlik dalgalanmalar göstermesi veya tüm yıla düzenli bir şekilde dağılması işletme sermayesi seviyesini etkilemektedir. Satışların aylara göre düzenli dağılması ile mevsimlik olarak dalgalanma göstermesine göre işletme sermayesi ihtiyacı değişmektedir. Satışları daha istikrarlı olan işletmeler, daha düşük seviyede işletme sermayesine ihtiyaç duymakta, diğer taraftan satışları büyük dalgalanmalar gösteren işletmeler ise özellikle nakit ve stok olmak üzere, daha fazla cari aktif bulundurmak zorunda olmaktadırlar.

#### 1.5.1.4. DönenVarlık Politikasi ve Dönen Varlık Devir Hızı

Bir işletmenin işletme sermayesi ihtiyaçları, önemli ölçüde izlediği dönen varlık politikaları tarafından belirlenir. Muhafazakâr varlık politikası izleyen bir işletme, işletme sermayesi nispeten yüksek seviyede faaliyet göstermektedir. Buna kârşılık, agresif ya da atak dönen varlık politikası kullanılan bir işletme, daha az işletme sermayesi ile çalışmakadır (Patel, 2010, s. 8)

Dönen varlık devir hızı, işletmenin yıllık net satışlarının ortalama dönen varlıklara bölünmesiyle bulunmaktadır. İşletmenin satışları ile dönen varlıkları arasında doğrusal bir ilişki vardır. Satışlar arttıkça bunu kârşılayacak dönen varlığa daha çok ihtiyaç duyulmaktadır. İşletme

likiditesinin gereğinden fazla yüksek olması ve stoklara aşırı yatırım yapılması dönen varlıklar devir hızının düşük kalmasına yol açmaktadır. Ayrıca yatırımları devam eden ve satışları da beklenen artışları gerçekleştiremeyen işletmelerin, söz konusu devir hızları da düşük olacaktır. İşte dönen varlık devir hızı ne kadar yükselirse, işletmenin işletme sermayesi ihtiyacı o kadar az olacak ve işletme sermayesinin temel kaynaklarından sayılan kâr da artmış olacaktır (Berk, 1990, s. 48).

Ayrıca, bir işletmenin izleyeceği stok bulundurma politikası ve stokların yıl içerisindeki devir hızları işletme sermayesi ihtiyacını önemli ölçüde etkiler. Müşterilerin tatmini ve pazar payını muhafaza etmek gibi amaçlarla fazla stok bulunduran bir işletmenin, işletme sermayesi ihtiyacının fazla olacağı açık olduğu gibi, stoklarını kısa sürede tüketen ve yerine yenisini alan yani stok devir hızı yüksek olan bir işletmenin, işletme sermayesi ihtiyacı daha düşük olacaktır. Stok politikası olarak yüksek ve çok çeşit bulunduran bir işletmenin işletme sermayesi ihtiyacı, düşük düzeyde stok bulunduran işletmeye göre daha fazla olacaktır (Kiracı, 2000, s. 25).

#### 1.5.1.5. Kredili Satış, Kâr Dağıtım ve Amortisman Politikaları

Satışların kârlılığı yüksek oranda olan bir işletme, kârlılık oranı düşük olan işletmeye göre işletme sermayesi ihtiyacının daha az olacağını beklenmektedir. Çünkü işletme sermayesi gereksinimlerini işletmelerin iç bünyesinden daha kolay kârşılama olanağı söz konusudur. Buna benzer bir şekilde, kârlarının tamamını veya büyük bir bölümünü ortaklara dağıtan işletmelerin, işletme sermayesi ihtiyacı artacak, tersi durumda, kâr dağıtılmayıp işletmede bırakıldığında işletme sermayesi ihtiyacı azalacaktır (Bakır, 1985, s. 75).

Bugünkü koşullarda, işletmeler satışlarının hemen hemen büyük bir bölümünü kredili satış şeklinde yapmak zorunda kalmaktadırlar. İhtıyaç duyulan işletme sermayesi miktarı saptanırken, kredili satış politikasının niteliği çok önemli bir husustur. Dolayısıyla, kredili satış hacmi büyüdükçe, işletme sermayesi gereksinimi de artar. Ayrıca, işletme müşterilerine tanınacak kredi limitleri veya alacakların tahsil süresinin uzaması, daha fazla işletme sermayesi gereksinimi doğurmaktadır. Başka bir ifadeyle, liberal kredi politikası izleyen işletmelerin, daha fazla işletme sermayesi tutması gerekmektedir. Ancak genel olarak, bir işletmenin kredi politikası, işletmenin ait olduğu sektörün normlarına bağlıdır (http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

Amortisman politikası, işletmenin amaçları doğrultusunda kullanılarak yıpranmış veya modası geçmiş aktiflerin yenilenmesinde amortismankârşılığı olarak ayrılan miktarı belirleyen finansal politikalara denir. Fon çıkışı gerektirmediği için olağan kâra eklenmesi gereken amortisman giderleri; maddi duran varlıklara ilişkin amortisman giderleri ile maddi olmayan duran varlıkların itfa payları ve özel tükenmeye tabi varlıklara ilişkin tükenme paylarından oluşmaktadır (Ergun, 2000, s. 123).Amortismanlar da aynen kârlar gibi bir otofinansman kaynağı teşkil ettiklerinden daha yüksek amortisman oranları daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı demektir. Ayrılan amortismanlarının tümünün sabit değer yenilenmesinde kullanılmaması, bir bölümünün de işletme sermayesi ihtiyacını kârşılamada kullanılmasına olanak sağlayacaktır (Bakır, 1985, s. 75).

#### 1.5.1.6. Kredi Bulma Olanakları ve Faaliyet Verimliliği

Bankadan ya da finans kurumlarından kredi bulma olanakları, işletmenin işletme sermayesi ihtiyacını etkilir. Dolayısıyla, bir işletmenin krediyi elde edilebilirliği, işletmenin para pazarındaki kredi değerliliğine bağlıdır. Eğer işletmenin pazarda kredi temin etme olanağı varsa, kolayca ve uygun şartlarla pazardan kredi alabilir ve böylece daha az işletme sermayesi ihtiyacı olacaktır. Ancak böyle bir olanağı olmayan işletmeler kasada daha fazla nakit bulundurmaları gerekeceğinden işletme sermayesi ihtiyaçları artacaktır (http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

Bununla beraber, bankalarda açık cari hesabı olan işletmeler nakit ihtiyaçlarını gerektiğinde bu hesaptan kârşılayabileceklerinden daha düşük bir kasa seviyesi ile çalışabilirler. Aynı şekilde, tedarikçilerden kredi kullanılabilirliği işletmenin işletme sermayesi gereksinimini etkilemektedir. İşletme üretim için gerekli hammaddesini istediği zaman tedarikçisinden bulabiliyorsa, bu olanağa sahip olmayan bir işletmeye göre daha düşük bir kasa seviyesi ile üretimini sıkıntısız sürdürebilir. Bunun için, tedarikçisinden liberal kredi fırsatı bulamayan bir işletme çok fazla işletme sermayesi tutmak zorundadır (Bakır, 1985, s. 73).

Öte yandan, faaliyet verimliliği işletme kaynaklarının optimum ve en düşük maliyetle kullanılması ile ilgilidir. Dolayısıyla, bu faktör işletme sermayesi pozisyonu üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Çünkü faaliyet verimliliğinin seviyesi, ihtiyaç duyulan işletme sermayesi miktarını etkileyecektir. İşletme kendi maliyetlerini, başka bir ifadeyle, hammadde ve

malzemeleri veya işgücü için ödediği fiyatları kontrol ederek ve dönen varlıklarını verimli bir biçimde kullanarak işletme sermayesi ihtiyacını daha düşük bir düzeyde indirebilmektedir (http://www.scribd.com, Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2015).

Yukârıda tartışıldığı işletme sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörlerine ek olarak, işletme tarafından gercekleştirilecek büyüme ve genişleme planları, işletmenin satış hacmi, fiyat seviyesindeki değişimleri, işletme likidite durumu ve işletme vergi uygulamaları gibi pek çok faktörler, işletme sermayesi düzeyini etkileyen faktörler dahildir. Ayrıca, işletmenin üretim ve dağıtım arasındaki etkin bir koordinazyonun kurması, işletme sermayesi ihtiyaçlarını azaltabilir.

### 1.5.2. İşletme Sermayesi İhtiyacının Hesaplanmasında KullanılanYöntemler

İşletmelerin gelecek dönemdeki işletme sermayesi ihtiyaçlarının hesaplanması, temel olarak finans yöneticisinin yapacağı bir iş olmakla birlikte, sağlıklı bir tahminin yapılabilmesi, işletmedeki satın alma, üretim, satış gibi diğer bölüm yöneticileri ile işbirliği içinde çlaışmasını gerektirmektedir. Ayrıca, hesaplama yapılırken işletme sermayesi ihtiyacının dönen varlık kalemleri arasındaki dağılımının ayrıntılı ve planlı bir şekilde yapılması, bu ihtiyaçların finansmanını da kolaylaştıracaktır (Türko, 1999, s. 213).

İşletme sermayesi tahmini, gelecek işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanması anlamına gelir. Bu bağlamda, işletme tarafından gerektirilecek işletme sermayesinin doğru bir şekilde belirlenmesi, işletme başarısı için çok önemli rol oynayan kısa vadeli planlamalardan biridir. Dolayısıyla, tahminin gelecek işletme sermayesi ihtiyacının üstünde ya da altında olmaması, hesaplanma mümkün olduğunca doğru olmalıdır (http://accountlearning.blogspot.com.tr, Erişim Tarihi: 2 Hazıran 2015).

İşletmelerin, işletme sermayesi ihtiyaçlarının belirlenmesi için bir takım veriler gerekmektedir. Bu veriler, işletme sermayesinin bağlandığı dönen varlık kalemleri ve işletme sermayesinin finans kaynakları ile ilgilidir. İşletme sermayesi, stoklara, alacaklara ve genel giderlere harcanmaktadır. Satışlar, satışlar üzerinden sağlanan brüt kâr ve stokları elde etmede satıcıların tanıdığı kredi süresi ile kaynak yaratılmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu gerekli olan verileri, ortalama stok tutarı, yıllık satış tutarı, yıllık genel gider tutarı, satış tutarı üzerinden brüt kâr, satıcıların tanıdığı kredi süresi ve müşterilere tanınan kredi süresidir (Büker ve Aşıkoğlu, 1994, s. 202).

Finans yöneticisinin gelecekteki işletme sermayesi ihtiyacını belirlemesinde kullanabileceği birtakım yöntemler geliştirilmiştir. Burada bu yöntemlerden fazlaca kullanılan ve pratik yararı olan beş tanesi elde alınıp incelecektir. Bunlar aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Bakır, 1985, s. 78):

#### 1.5.2.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi

Bu yöntemde gelecek dönemdeki işletme sermayesi ihtiyacının hasaplanabilmesi için satış hacmine bağlı olarak bulunan işletme giderlerinin faaliyet devri katsayısına bölünmesiyle bulunmaktadır. Faaliyet devir katsayısı ise yıllık toplam gün sayısının işletmenin faaliyetlerinin tamamlanılması için gereken süresine oranlanmasıyla elde edilmektedir. İşletmelerinin faaliyet devri süresi faaliyet devri katsayısı üzerine etkilir. Dolayısıyla, uzun devir süresi olan işletmelerinin faaliyet devir hızının kısa zamanda tamamlayan işletmelere göre daha düşük olduğu görülür (Poyraz, 2008, s. 272).

Faalliyet devri katsayısı yöntemini bir örnek yardımıyla beraber formüle ediliş şekli aşağıdaki gibidir (Aksöyek ve Yalçıner, 2014):

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

$$\text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Yıllık Gider Toplamı}}{\text{Faaliyet Devir Katsayısı}}$$

Örnek: XYZ işletmesinin yılık satışları toplamı 1.700.000 TL'dir. Satılan malların maliyeti tutarı ise 1.400.000 TL'dir. Buna ek olak, işletmeye ait bazı faaliyet devri bilgileri aşağıdaki gibidir:

Hammadde ve malzemelerin stokta bekleme süresi ……20 gün

İmalatta geçen süre ……. 5 gün

Mamullerin stokta kalma süresi ……..... 20 gün

Müşterilere tanınan vade ……..... 30 gün

Kasa ve bankadaki nakitlerin ortalama günlük ödemeleri kârşılayacağı gün sayısı…...5 gün

Faaliyet Devri Süresi ……= 20 + 5 + 20 + 30 +5 = 80 gün

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{365}{\text{Faaliyet Devri Süresi}} = \frac{365}{80} = 4,5625$$

$$\text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Satılan Malların Maliyeti}}{\text{Faaliyet Devri Katsayısı}} = \frac{1.400.000}{4,5625} = 306.849$$

Muhtemelen bu yöntem, finans yöneticisinin gelecekteki işletme sermayesi ihtiyacını belirlemesinde kullanabileceği yöntemlerden en iyisidir. Çünkü bu yöntem işletme sermayesi tahmini yapılırken, işletmenin gerçek faaliyeti ve bulunduğu endüstri durumunu göz önüne koyar. Bu yöntem, genel bir kural olarak şöyle ifade edilebilir: İşletme sermayesi döngüsü uzadıkça, işletmenin işletme sermayesi gereksinimi daha yüksek olacaktır. Öte yandan, işletme sermayesi döngüsü kısaldıkça, işletme sermayesi ihtiyacı daha düşük olacaktır (http://www.efinancemanagement.com, Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2015).

Bakır (1985, s. 78)'da belirtildiği üzere, bu yöntemle belirtilen işletme sermayesi ihtiyacı yaklaşık bir tutar olup, tam ve net olarak hesaplanamadığı yönünde eleştirilmektedir. Çünkü satılan malların maliyeti içinde olan ve nakit çıkışı gerektirmeyen dolayısıyla da işletme sermayesi ihtiyacı gerektirmeyecek yıllık amortisman tutarları yıllık satılan malın maliyetinden düşülerek işletme sermayesi ihtiyacı bulunmamaktadır. Ayrıca, işletme işleyen bir teşebbüs olarak bir taraftan da kâr elde etmektedir ve bu kârı işletme sermayesi ihtıyacının finansmanında kullanılabilir. Bu bulgu da dikkate alınmamıştır. Bunların yansıra alışların peşin yapıldığını varsayılmaktadır. Halbuki alışlarda satıcılara belli bir ödeme süresi tanıyorlarsa bu da işletme sermayesi ihtıyacını azaltacaktır. Ayrıca diğer kısa süreli finansman kaynaklarını da dikkate almamaktadır. Bütün bu hatalar düzeltilse bile yine de yöntem tam ve net bir sonuç veremeyecektir. Çünkü işletme faaliyet devri süresini kesin olarak ele almakta ve en önemlisi giderlerin ürüne dönüşüm zamanının yavaş olduğunu dikkate almayıp, giderlerin tümünün birden bire yüklendiğini varsaymaktadır.

#### 1.5.2.2. Günlük Gider Tutarı Yöntemi

Günlük gider tutarı, faaliyet devri katsayısı esas alınarak yapılan hesaplamaların eksiliğini önemli ölçüde ortadan kârdıran bir yöntemdir. Burada işletme sermayesi miktarı, maliyet unsurlarının üretim süresi boyunca maliyete katılma derecesine esas alınarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, bu yöntemde her bir gider kaleminin günlük tutarı üzerinden ve her bir işletme devresi ayrı ayrı göz önüne alınarak yapılır. Ayrıca faaliyetlerden sağlanan ve işletme sermayesi finansman ihtiyacı yaratmayan kâr ve amortismanlar ile tedarikçinin işletmeye tanıdığı vadeli alışların doğuracağı krediler dikkate alınmaktadır (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 82).

Günlük gider tutarı yönteminde işletme sermayesi gereksinimi belirlenirken, dönen varlık kalemlerinin her birine, faaliyet devrinde gerektirdiği süreye göre ortalama olarak ne kadar fon bağlanacağı hesaplanır ve bunlar toplanarak gelecek dönemde dönen değerlere toplam ne kadar fon bağlanacağı bulunur. Daha sonra bu tutardan fazla yüklenen amortisman, kâr ve satın alma borçları düşülerek gerçek işletme sermayesi ihtiyacına ulaşılır (Bakır, 1985, s. 81).

**Örnek**: Toplam maliyeti 1.440.000 TL olan ABC işletmesinin yıllık satışların tutarı 2.160.000 TL'dir. İşletmenin maliyet unsurları ise aşağıdaki gibidir (Aksöyek ve Yalçıner, 2014, s.232):

**Tablo 1:** Ortalama Günlük Maliyet Harcaması

| Maliyet Unsurları | Tutarı/Gün | Ortalama Günlük Maliyet Harcaması |
|---|---|---|
| Hammadde | 360.000/360 | 1.000 |
| İşçilik | 180.000/360 | 500 |
| Genel üretim giderleri | 270.000/360 | 750 |
| Amortisman | 90.000/360 | 250 |
| Finansman giderleri | 180.000/360 | 500 |
| **Üretim Maliyeti** | **1.080.000** | **300** |
| Genel Yönetim ve Giderleri | 360.000/360 | 1.000 |
| **Toplam Maliyeti** | **1.440.000** | **4.000** |
| Kâr | 720.000/360 | 2.000 |
| **Satış Tutarı** | **2.160.000** | **6.000** |

**Tablo 2**: İşletme Sermayesi Ortalama Tutarı

| **İşletme Sermayesi Unsurları** | **Günlük Harcama TL** | **Faaliyet Devir Süresi** | **Unsurlarının Ort. Tutarı** |
|---|---|---|---|
| Hammadde ve malzeme | 1.000 | 20 | 20.000 |
| Yarı mamuller | 2.250 | 15 | 33.750 |
| Mamuller | 3.000 | 25 | 75.000 |
| Alacaklar | 6.000 | 45 | 270.000 |
| Kasa ve banka | 6.000 | 15 | 90.000 |
| İşletme sermayesi ortama tutarı | | | **488.850** |

Bu aşamada, işletme sermayesi ortalama tutarı içerisinde yer alan ancak fon ihtiyacı gerektirmeyen kâr, amortismanlar ve satacı kredileri bu tutardan çıkârılmaktadır.

**Tablo 3:** İşletme Sermayesi Ortalama Tutarından Düşülecek Amortisman ve Kâr Tutarları

| | Günlük Amortisman | Günlük Kâr | Toplam | Faaliyet Devri | Düşülecek Tutarı |
|---|---|---|---|---|---|
| Yarı mamuler | 125 | ---------- | 125 | 15 | 1.875 |
| Mamuler | 250 | ---------- | 250 | 25 | 6.250 |
| Alacaklar | 250 | 2.000 | 2.250 | 45 | 101.250 |
| Kasa ve banka | 250 | 2.000 | 2.250 | 15 | 33.750 |
| İşletme sermayesi toplamından düşülecek amortisman ve kâr tutarı | | | | | 143.125 |

Bürüt işletme sermayesi = 488.750 – 143.125 = 345.625 TL.

**Tablo 4**:İşletme Sermayesi Ortalama Tutarından Düşülecek Satıcı Kredisi Tutarı

| | Günlük Tutarı | Satıcıların tanıdığı vade | Satıcı kredisi |
|---|---|---|---|
| Hammadde ve malzeme | 1.000 | 45 | 45.000 |

Net işletme sermayesi = 345.625 – 45.000 = 300.626

### 1.5.2.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi

Günümüzdeki çağdaş işletmeler için işletme sermayesi finansmanını klasik yöntemlerle yönetme artık zorlaşmıştır. Buna bağlı olarak, Alman işletme iktisatçısı Schmallenbach, işletme sermayesi gereksinimini saptayabilmek amacıyla, sadece genel giderleri bulunan ticaret işletmeleri için kullanılabilecek nitelikte olan formülü geliştirmiştir. Schmallenbach formülü analitik bir yaklaşımla net işletme sermayesi ihtiyacının saptanmasında işletme için daha güvenilir bir tutar vermektedir. Ancak, bu formülün üretim işletmelerinde kullanılabilmesi için birtakım düzeltmeler yapılması lazımdır. (Aşıkoğlu vd., 2011, s. 229). Tarihsel olarak eski olmakla birlikte, geliştirenin adına veren ve tanınan Schmallenbach formülü, işletme sermayesi ihtiyacının stok tutarı, alacakların tahsil süresi, satıcıların işletmeye tanıdığı vade ve faaliyet giderlerine bağlı olduğunu göstermektedir (Akgüç, 2011, s. 227). Buna göre formül aşağıdaki gibidir:

$$S_i = S + \left(1 - \frac{K_k}{100}\right) \times \left(C \times \frac{V_2}{12} - \frac{V_1}{12}\right) + \left(GG \times \frac{V_2}{12}\right)$$

Formüldeki sembollerin anlamı aşağıdaki gibidir:

$S_i$: İşletme sermayesi tutarı

S: Ortalama stok tutarı

C: Yıllık satış tutarı

$k_k/100$, Brüt satış kârlılığı yüzdesi (satış tutarı üzerinden)

GG: Genel giderlerin yıllık tutarı (üretim maliyetine girmeyen giderler)

$V_1$: Tedarikçiler tarafından tanınan kredi süresi (gün olarak)

$V_2$: İşletmenin müşterilerine tanıdığı kredi süresi (gün olarak)

**Örnek:**

Schmallenbach formülü sayısal bir örnek yardımıyla aşağıda açıklanmaktadır. Buna göre XYZ ticaret işletmesine ilişkin verileri aşağıdaki gibidir(Poyraz, 2008, s. 276):

- Genel giderlerin yıllık tutarı 20.000 TL
- İşletmenin planlandığı yıllık satış tutarı 50.000 TL
- Işletmenin satış üzerinden sağlanacağı brüt kâr marji, 60%
- Tedarikçiler işletmeye tanıdıkları vade 6 aydır.
- Işletmenin müşterilerine tanıdığı kredi vadesi 8 aydır. Ve
- Son olarak, bulundurması gereken ortalama stok tutarı 5.000 TL"dir.

$$S_i = S + (1 - \frac{k_k}{100} \text{ x } (C \text{ x} \frac{V_2}{12} - \frac{V_1}{12}) + (GG \text{ x } \frac{V_2}{12})$$

$$S_i = 5.000 + (1 - \frac{60}{100} \text{ x } (50.000 \text{ x} \frac{8}{12} - \frac{6}{12}) + (20.000 \text{ x } \frac{8}{12})$$

$S_i$ = 21.666 TL.

Buna göre XYZ işletmesi tarafından ihtiyaç duyulan işletme sermayesi, 21.666 TL'dir.

Schmallenbach formülü'nün bazı sektörlerde uygulanması daha etkin sonuç, gerçekçi analiz ve sağlıklı tahmin sağlayacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin büyümelerini devam ettirebilmeleri ve çalışmalarını aralıksız bir şekilde sürdürebilmeleri için çok önem taşıyan net işletme sermayesi ihtiyacının doğru hesaplanması ve işletme faaliyetlerine bağlı olarak işletme sermayesi dalgalanma derecesinin belirtilmesi açısından Schmallenbach formülü etkinlik kazanmıştır. Ayrıca, işletmelerin likidite amaclarını sağlayabilmesi ve ellindeki işletme sermayesi yeterliliğini kontrol etmesinde kullanılabilen en etkili ve amaca uygun yönemi Schmallenbach formülü olduğunu görülmektedir ( Alataş ve Güçlü, 2013, s. 147).

#### 1.5.2.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi

Mellerowicz formülü yöntemi yardımıyla işletmenin işletme sermayesi gereksiniminin hesaplanması için ilk önce, hammadde ve malzemelerin günlük tutarının, bu maddelerin satın alma vadesi ile ambarda bekleme süreleri arasındaki gün farkı ile çarpılmaktadır. Daha sonra bulunacak tutarı; imalat süresi, mamullerin ambarda bekleme süresi ve kredili satışlarda müşterilere tanınan vadesinin toplam günüyle, hammadde dışındaki günlük masraf tutarının çarpılmasından elde edilen sonucu eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Mellerowıcz formülü bir örnek yardımıyla aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 90):

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

Si = İşletme Sermayesi İhtiyacı,

$M_G$ = Günlük Maliyet Tutarı,

$H_G$ = Günlük hammadde ve Malzeme Giderleri Tutarı,

$t_1$ = Üretim Süresi,

$t_2$ = Tamamlanmış Mamullerin Stokta Bekleme Süresi,

$t_3$ = Hammadde ve Malzemelerin Ambarda bekleme süresi,

$t_4$ = Müşterilere Tanınan Vade,

$t_5$ = Satıcıların Tanıdıkları Vadeyi ifade eder.

**Örnek:** XYZ işletmesine ilişkin verileri aşağıdaki gibidir. Bu verilere dayanarak işletmenin işletme sermayesi ihtiyacı aşağıdaki gibi hesaplanır (Alagöz, 1993, s. 75):

- Işletmenin günlük maliyet tutarı, 2.465,72 TL
- Hammadde ve malzeme için günlük harcamaların tutarı, 410,95 TL
- İmalatta geçen süre, 30 gün
- Tamamlanmış ürünlerin stokta kalma süresi, 20 gün
- Hammadde ve malzemelerin depoda bekleme süresi, 20 gün
- İşletmenin müşterilerine tanıdığı vade, 50 gün ve
- Son olarak, satıcıların işletmeye tanıdıkları vade 35 gündür.

Buna göre işletmenin ihtiyaç duyduğu işletme sermayesi şöyle hesaplanır:

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

Si = 2.465,72 × (20 - 35) + 410, 95 × (30+ 20 + 50) = 252.736,25

Dolayısıyla, işletmenin işletme sermayesi ihtiyacı = 252.736,25 TL'dir.

Mellerowicz formülü yardımıyla ihtiyaç duyulan işletme sermayesi hesaplanmasında, Schmallenbach formülüyle hesaplanmasındaki gibi üretim işletmelerinde kullanılabilmesi için formülde ayrı bir birtakım düzeltmeler yapılmasına gerek duyulmamaktadır. Ancak günlük masraf tutarı yöntemindeki gibi, maliyetlerin üretim süresince maliyete aşamalı olarak katılması kuralı ve işletmelerin ihtiyat gereği nakit bulundurmaları göz önüne alınmamaktadır. Ayrıca, işletme faaliyetlerinin doğuracağı mevsimsel ve devresel dalgalanmalar da dikkate alınmamıştır (Aksoy, 1993, s. 110).

#### 1.5.2.5. Proforma Bilanço Yöntemi

Bu yöntem belli bir zaman dilimi için bilanço kalemlerinde meydana gelebilecek değişmeleri tahmin ederek ve kasa tutarını dengeleştirici kalem olarak kullanarak fon açığı ya da fon fazlasını hesaplamaya dayanır. Burada işletme sermayesi ihtıyacı belirlenmek istendiğine göre zaman diliminin bir yıl ya da daha az bir dönemi kapsaması gerekmektedir. Gelecek dönemle ilgili satış tahmini ve buna bağlı olarak üretim hacminin tahmini, üretimdeki, satın almadaki ve satış koşullarındaki değişmeler ile dış kaynaklı finansman olanakları, öz sermayedeki değişmeler ve yatırım kârarları gibi konularda olası değişmelerin ışığında bilanço kalemleri tek tek belirlenir. Sonuçta aktif toplamı pasif toplamını aşarsa finansman açığı ortaya çıkâr ve bu işletme sermayesi ihtiyacını gösterir. Ayrıca, bu tutara kasada bulunması gereken minimum fon tutarı da eklenmelidir. Pasif toplamı aktif toplamını aşarsa tam tersi olarak fon fazlası var demektit (Bakır, 1985, ss. 83-84).

Proforma bilançonun hazırlanmasında en sık kullanılan yöntemlerin arasında satışların yüzdesi ve regresyon analizi yöntemi bulunmaktadır.

##### 1.5.2.5.1. Satışların Yüzdesi Yöntemi

Satışların yüzdesi yöntemi, bir işletmenin işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında kullanabilecek yöntemlerden en kolay uygulanabilecek yöntemdir. Bu yöntem“tarih tekerrürden bir ibarettir” ilkesine dayanir. Poyraz (2008, s. 192)’e göre, satışların yüzdesi yöntemi, doğrudan doğruya satışlara bağlı olarak gelişme gösteren kalemlerle, doğrudan bağlı olarak gelişme göstermeyen kalemlerin belirlenmesi esasına dayanır. Yöntemde, işletme sermayesi unsurlarının her birisi satışların yüzdesi olarak belirlenir. Bilançonun pasif tarafındaki kısa vadeli satıcı kredilerinin, ödenecek gelirler ve tahakkuk etmiş vergi, resim ve sigorta prim borçlarının

satışlara paralel bir gelişme göstereceği beklenir. Buna kârşılık satışlarla uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında doğrudan bir ilişki kurulması zordur. Satış hacmiyle kârlılık, dolayısıyla dağıtılmamış kârların da artması doğaldır. Ancak bu kalemlerdeki artış yüzdesiyle satışlardaki artış arasındaki ilişki sabit değildir. Yedek akçelerdeki değişme, işletmenin izlediği kâr dağıtma politikasına bağlıdır. Öte yandan, satış hacmi ile kasa, alacaklar ve stoklar arasında doğrudan bir ilişki rahatlıkla kurulurken, peşin ödenmiş giderlerle sabit varlıklar arasında aynı ilişkiyi kurmak oldukça zordur.

Bu bağlamda, satışların yüzdesi yönteminin kolayca anlaşılması ve hesaplaması çok basit olmasına rağmen birçok işletme için gerçek olmayacak kadar zor olan varsayımlar içerir. Dolayısıyla, gelir ve işletme sermayesi arasında doğrusal bir ilişki yoktur, bu yöntem kullanılamaz. Ayrıca hiçbir geçmiş verisi olmayan yeni kurulmuş işletmelerde de bu yöntem uygulanamaz (http://www.efinancemanagement.com, Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2015).

Satışların yüzdesi yöntemi, aşağıdaki örnek yardımıyla ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır (Büker vd. 2010, ss. 137-138):

**Örnek:** XYZ işletmesinin 2014 yıl yaptığı satışları 900.000 TL'dir. Ancak, işletme 2015 yılında toplam satışlarını 1.450.000 TL'ye ulaştırmayı istemiştir. XYZ işletmesinin 2014 yılına ilişkin diger bilgiler, 2014 dönem sonu bilançosundan yararlanarak, aşağıdaki Tabloda 5'te gösterilmektedir. Buna göre, XYZ işletmesinin gelecek dönemdeki brut işletme sermayesi ve net işletme sermayesi ihtiyacını aşağıdaki gibi hesaplanır:

**Tablo 5:** Satışların Yüzdesi Yöntemi ile İşletme Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

| Bilanço Kalemleri | 2014Dönem Sonu Bilançosu | 2014Bilanço Kalemlerinin Satışlara Oranı |
|---|---|---|
| Kasa | 70.000 TL | % 7,77 |
| Bankalar | 30.000 | % 3,33 |
| Hisse Sen. Ve Tahviller | 80.000 | % 8,88 |
| Alacaklar | 75.000 | % 8,33 |
| Alacak Senetleri | 160.000 | % 17,77 |
| Stoklar | 100.000 | % 11,11 |
| **Toplam Dönen Varlıklar** | **515.000** | **% 57,19** |

| | | |
|---|---|---|
| Borçlar | 25.000 | % 2,77 |
| Borç Senetleri | 175.000 | % 19,44 |
| Banka Kredileri | 150.000 | % 16,66 |
| Ödenecek Vergiler | 30.000 | % 3,33 |
| Alınan Avanslar | 10.000 | % 1,11 |
| **Toplam K.V. Y. K.** | **390.000** | **% 43,31** |
| **Net işletme sermayesinin satış toplamına oranı = (% 57,19 - % 43,31) = % 13,88** | | |

Buna göre, XYZ işletmesinin 2015 yılı brüt ve net işletme sermayesi ihtiyacı toplamları aşağıdaki gibi olacaktır:

Brüt İşletme Sermayesi = (1.450.000 TL x 0, 5719) = 829.255 TL

Net İşletme Sermayesi ise, brüt işletme sermayesi – kısa vadeli yabancı kaynaklar

Net İşletme Sermayesi = (1.450.000 TL x 0, 5719) – (1.450.000 TL x 0, 4331) = 201.260 TL

1.5.2.5.2. Regresyon Analizi Yöntemi

Regresyon analiz yöntemi ise, çeşitli tahminler için kullanılan bir istatistiksel kestirim aracıdır. Dolayısyla regresyon analizi, işletmelerin gelecek dönemdeki işletme sermayesi ihtiyacının belirlenmesi çalışmalarında oldukça sık kullanılan yöntemlerden biridir.Bu yöntem, bir denklem şeklinde satışlar ile işletme sermayesi unsurları arasında eğilim ilişkisi kurmaya çalışıp istatistiki yöntemler ile hesaplanmaktadır. Bu bağlamda, satışlarla doğrudan bağlantılı olan işletme sermayesi unsurları satışların bir fonksiyonu olarak ele alınıp, her bir unsur bağımlı değişken, satış tutarı ise bağımsız tek değişken olarak kabul edilmekte ve böylece regresyon analizi yapılmaktadır. Analiz sonucunda işletme sermayesi unsurları ile satışlar arasındaki geçmiş dönemlere ait ilişkiye uygun fonksiyon tespit edilir ve değişkenler arasındaki ilişkinin eğlimi gösterilip y= ax + b temel doğru denkleminde yerine konmaktadır (Aksoy ve Yalçıner, 2005, ss 111-112).

$\Sigma y = a\Sigma x + bn$

$\Sigma xy = a\Sigma x^2 + b\,\Sigma x$ formülüyle hesaplanır.

Formülde,

y: Geçmiş dönemlerde işletme sermayesi toplamı,

x: Her dönemdeki satışların tutarı,

n: Dönem sayısı,

a : Satışların bir birim değişmesi durumunda işletme sermayesinin değişme derecesini,

b: x'in sıfır olması halinde y'nin alacağı değeri göstermektedir.

y = ax + b denkleminde a ve b'nin değerleri doğrudan aşağıdaki formüllerle de hesaplanılmaktadır.

$$a = \frac{N\Sigma xy - \Sigma x . \Sigma y}{N\Sigma x^2 - (\Sigma x^2)}$$

$$b = \frac{\Sigma y - a\,\Sigma x}{n}$$

Regresyon analizi yöntemi, bir örnek yarmıyla aşağıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 112).

**Örnek**. XYZ işletmesinin 2015 yılında işletme sermayesi ihtiyacını hesplanması amacıyla geçmiş beş yıldaki işletmenin satışları ile alacaklarının ortalama tutarları aşağıda sunulmaktadır.

**Tablo 6**: Regresyon Analizi Yöntemi ile İşletme Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

| Yıllar | Satışlar(x) | Alacaklar (y) | $x^2$ | $y^2$(000) | Xy(000.000) |
|---|---|---|---|---|---|
| 2010 | 400.000 | 30.000 | 160.000 | 900.000 | 12.000 |
| 2011 | 500.000 | 35.000 | 250.000 | 1.225.000 | 17.500 |
| 2012 | 600.000 | 40.000 | 360.000 | 1.600.000 | 24.000 |
| 2013 | 700.000 | 45.000 | 490.000 | 2.025.000 | 31.500 |
| 2014 | 800.000 | 50.000 | 640.000 | 2.500.000 | 40.000 |
| n = 5 | Σx =3.000.000 | Σy = 200.000 | $\Sigma x^2$=1.900.000 | $\Sigma y^2$=8.250.000 | Σxy = 125.000 |

$$a = \frac{(5X\ 125.000.000.000) - (3.000.000X200.000)}{(5X1900.000.000.000) - (3.000.000)^2} = 0.05$$

$$b = \frac{(1.900.000.000.000)\ X\ (200.000) - (3.000.000)X(125.000.000.000)}{(5X1900.000.000.000) - (3.000.000)^2} = 10.000.000\ TL$$

Dolayısıyla, işletmenin satışları 1 Milyar TL'ye değişmesinde işletmenin alacaklara bağlanacağı tutar, y= 0, 05 X 1.000.000.000 +10.000.000 = 60.000.000 TL.

# II. BÖLÜM

## 2. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANI VE FİNANSLAMA STRATEJİLERİ

### 2.1. İşletme Sermayesi Finansmanı

Bir işletmenin yatırımları sabit sermaye ve işletme sermayesinden oluşmaktadır. Bu sermaye işletmenin üretim kapasitesini ve bu kapasitenin kullanımı oluşturur. Buna bağlı olarak işletme sermayesi finansmanı, finas yönetiminin alanı içerisinde özellikle küçük ve orta büyükteki işletmeler için çok önemli bir hal gelmiştir (Watson and Wilson, 2002, s.56). Dolayısıyla, günümüzdeki küreselleşme ve artan rekabet nedeniyle değişen ekonomik koşullar göz önüne alındığında, işletme sermayesi alanı işletmenin likiditesi ve kârlılığını etkilediği için çok önem kazanmıştır (Deloof, 2003, ss. 573-589).

İşletmelerde parasal akımlar farklı zamanlarda gerçekleşmektedir. Bir işletmede parasal giriş ve çıkış tutarları arasında tam bir zaman uyumu gerçekleştirilebilse, gelecek döneme ait nakit giriş ve çıkışları doğru bir şekilde tahmin edilebilse, mal tedariki; üretim; satış ve alacak tahsilatı arasında söz konu olan zaman aralıkları birleştirilebilse, kuşkusuz o işletme ek işletme sermayesi ihtiyacı içinde olmayacaktı. Ancak gerçek yaşamda işletmelerin ödemeleri ile alacak tahsilatlarının farklı zamanlarda gerçekleşmesi, özellikle faaliyetlerin mevsimlik hareketlerden dalgalanma göstermesi, izlenen stok ve satış politikaları nedeniyle ilave işletme sermayesi ihtiyacının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı işletmeler hiçbir zaman sifir işletme sermayesi çalışamazlar (Türko, 2002, s.236).

Genel olarak, işletme sermayesi finansmanı ile ilgili kararlar, finansal dengeye yönelik olarak alınır. Dolayısıyla işletmeler, işletme sermayesi finansman politikalarını ortaya koyarken, gereksinime duyduğu fonların temin edilmesi yanında, temin edilen bu fonların maliyeti ve işletme değerinin en üst düzeyi çıkarılması arasında bir denge kurmayı amaçlamaktadır. İşletmelerin finansman politikasının başarısı bu dengenin kurulmasına bağlıdır. Bu nedenle işletme sermayesinin finansmanı işletmelerin finansman politikalarının en önemli parçalarından biri olarak görülmektedir (Canbaş, 1976, s.7).

İşletmede finans yöneticisi, işletmenin gereksinme duyduğu fonları değişik kaynaklardan sağlanmala görevlidir. Finansal kaynakların temin edilmesi yanında bu fonların kullanılması,

yani işletme hedeflerine yönelik bir şekilde en uygun yatırımlarda kullanılmasıönemlidir. Finansal kaynaklar işletmenin iç kaynaklarından temin edilebileceği gibi işletme dışı yabancı kaynaklar şeklinde de finanse edilebilir (http://www.ekodialog.com, 20 Eylül 2015).

İşletmelerin finansal kaynakları hukuki açıdan iki şekildesınıflandırılır:Bunlar, yabancı kaynaklar olarak nitelendirilen kısa ve uzun süreli olarak temin edebilen kaynaklar ile işletmenin ortaklarından sağlanan öz sermayedir. Dolayısıyla, işletmeler bu iki temel finansman kaynaklarıyla hem duran varlıklarını hem de dönen varlıklarını finanse ederler. İşletme sermayesi finansmanının bir yandan duran varlıkların finansmanıyla da ilgisi bulunmaktadır. Temel ilke olarak, duran varlıkların uzun vadeli yabancı kaynak veya öz kaynaklarla, dönen varlıkların ise kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi işletme sermayesinin verimliliği açısından önem taşımaktadır. Bununla beraber dönen varlıkların bir kısmı uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Bunun sebebi ise işletmelerde yeterli miktarda net işletme sermayesi bulunması gerekliliğidir. Net işletme sermayesi dönen varlıklar toplamından kısa vadeli yabancı kaynakların çıkârılması sonucu ulaşılan tutardır. Yani, dönen varlıkların uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilen kısmıdır. Eğer dönen varlıklar tamamıyla kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilirse, o zaman işletmelerde net işletme sermayesi sıfır çıkacaktır. İşletmelerin sıfır net işletme sermayesiyle çalışmaları ise neredeyse mümkün değildir (Kiracı, 2000, ss.36-37).

Diğer yanadan işletme sermayesi finansmanında hem kısa vadeli yabancı kaynaklardan hem de uzun vadeli yabancı kaynaklardan borçlanarak finansman sağlayan bir işletme, bu iki önemli kaynak arsında bir denge kurmaya çalışmalıdır. Çünkü verilecek finansman kararı işletmenin kârlılığını ve riskini etkileyecektir. Örneğin, uzun vadeli yabancı kaynak ile borçlanmaya giderek bunun bir bölümünün kısa vadeli borçlara tahsisiyle kısa vadeli borçlar artmakta ve işletme kârlılığı yükselecektir. Çünkü kısa vadeli borçlar uzun vadeli borçlara göre daha az maliyetli kabul edilmektedir. Buna benzer bir şekilde kısa vadeli yabancı kaynaklardaki bir artış, dönen varlıklar sabit tutulduğu takdirde, likidite oranını düşürecek ve işletme riski de yükselecektir. Dönen varlıkların sabit olmaması halinde bile kısa vadeli finansal kaynaklar daha fazla risk içermektedir. Böylece kârlılık ve risk arasında en uygun bir şekilde denkleştirmesi gerekli finansman kârarların işletme sermayesi yönetimi üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır (Özdemir, 1997, s. 174).

Genellikle, bir işletmenin çeşitli kullanımlar nedeniyle işletme sermayesi yetersizliği ile karşılaşmaması için bir dizi yollar vardır. İşletmeler, işletme sermayesi finansmanında işletme içi kaynaklardan yararlanabileceği gibi işletme dışı kaynaklardan da sağlanabilir. İşletmelerin finansman ihtiyaçlarını kârşılayabileceği işletme içi kaynaklar arasında dağıtılmamış kârlar, amortismanlar, vergi karşılıkları ve temettü kârşılıkları yer alır. İşletme dışı finansal kaynaklar arasında ise, pay senedi ihracı, tahvil ve uzun vadeli krediler sayılabilir (Fettahoğlu, 2014, s. 54; Parmar, 2001, s.20).

### 2.1.1. İşletme Sermayesinin İç Kaynaklarla Finansmanı

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

#### 2.1.1.1. İşletme Sermayesinin Kârlarla Finanse edilmesi

İşletme sermayesi gereksiniminin kârlarla finanse edilmesi denildiğinde hemen akla ilk gelenlerden bir tanesi de işletmenin bir dönem içerisinde elde ettiği net kârdır. Ancak burdaki anlam sadece bir dönem elde edilen kârla sınırlı değil. Çünkü işletmenin faaliyetleri her zaman kârla sonuçlanmayabilir, bazen zarar da etmiş olabilir. Buna göre, bir dönem elde edilmiş kârların yanı sıra, dönem kârından ayrılan ve işletmede bırakılan fonları, ortaklara dağıtılmayan kârları, işletme bünyesinde oto finansman kaynağı olarak bırakılıp işletme sermayesinin finansmanında kullanılabilmektedir. İşletme sermayesinin oto finansman yoluyla finansmanı en sağlam finansman seçeneklerinden birisi olarak görülmektedir (Kiracı, 2000, s. 38).

Ancak, oto finansmanın iyi bir finansman kaynağı olmasına rağmen, işletme sermayesinin kârlarla finanse edilmesinin işletme açısından bir takım sıkıncıları da var olduğu görülmektedir. İşletmenin finansal dengesini sağlamlaştırma amacıyla kârların işletmede bırakılması ve oto finansman olarak kullanılması sonucunda, en çok kâr beklentisi içinde olan işletme ortaklarının kâr beklentilerine cevap verilemez. Bu durum da işletme değerinin bir göstergesi olan borsadaki pay senedi fiyatını olumsuz etkilemektedir (Türko, 1978, s. 95).

#### 2.1.1.2. İşletme Sermayesinin Amortismanlarla Finanse Edilmesi

İşletme sermayesinin finanse edilmesi amortismanlar yoluyla da olabilir. İşletmelerde amortisman ayırma; peşin olarak bedeli ödenmiş bir giderin, yıllar itibari ile işletme faaliyetlerine yüklenmesi işlemidir. İşletmelerin amortisman ayırmalarındaki amaç; duran varlıkların değerinde zaman içerisinde meydana gelen kayıpların, maliyet hesaplarına aktarılarak işletme sermayesinin değerini korumaktır(Çakır, 2000, s. 50).

İşletme sermayesini finanse etmesi açısından amortismanın belirtilmesi gereken iki ayrı yönü bulunmaktadır. Birincisi, amortismanın net işletme sermayesini finanse etmede fon girişi olmasıdır. Bu, net işletme sermayesi anlamında fon girişidir. Amortismanların bu özelliği üretim faaliyetinin tamamlanmasına bağlıdır. Üretim maliyetleri arasında yer alan amortisman giderleri, mamullerin elde edilip stoklara alınmasıyla, stokların değerleri arasında yer alıp işletme sermayesini artırarak kaynak olmaktadır. Amortismanın diğer bir yönü ise, nakit anlamında fon çıkışı gerektirmemesidir. Nakit anlamında fon sağlama özelliği satışlara ve alacakların tahsil edilmesine bağlıdır. Stoklar satılıp bedellerinin tahsil edilmesi halinde satış bedelleri içerisinde amortismanlar nakit girişi olarak işletmeye dönecektir (Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 29).

#### 2.1.1.3. Nakit Akışının Hızlandırılması Yoluyla Finanse Edilmesi

Nakit akımı genel anlamda işletmede nakdin tekrar nakde dönüşümü olarak ele alınmakta ve nakit dönüşüm süreci olarak ifade edilmektedir. İşletmede nakit dönüşümün hızlandırılması istenmektedir. Çünkü nakit dönüşüm sürecinin hızlı olması işletmelerde üretim sürecinin kısa olması anlamına gelmektedir. Bu da işletmede işletme sermayesi ihtiyacını azaltmaktadır. Nakit dönüşümünün hızlı olması, aynı zamanda işletmelerin stok ve alacak devir hızının da yüksek olması anlamına gelmektedir. Bu durum işletmelerde stok maliyetlerinin azlığını, satışların iyi olduğunu ve alacakların da tahsil edilebildiğini göstermektedir. Özet olarak, nakit akımının hızlı olması, işletmelerde ek fon kaynağı ihtiyacını ortadan kaldırmaktadır. İlave bir fona ihtiyaç çıkârmadan işletme sermayesi finanse edilebilmektedir (Sakârya, 2008, s. 212).

### 2.1.2. İşletme Sermayesinin Dış Kaynaklarla Finansmanı

İşletmelerin işletme dışındaki kişi veya kuruluşlardan belirli bir süreliğine ve faiz kârşılığında ödenmek üzere aldıkları finansal kaynaklar, işletme dışı kaynaklar olarak

tanımlanmaktadır. Bu dış kaynaklar, işletmenin faaliyette gösterdiği ülkenin parası ve yararlanabileceği sermaye pazarının gelişmişlik düzeyine göre oldukça çeşitlilik göstermektedir (Aksoy, 1993, s. 23). İşletme dışı finansal kaynakları işletmede kalış vadelerine göre sınıflandırmak mümkündür. Genel olarak, vadesi bir yıla kadar olan kaynaklar kısa vadeli finansal kaynak, bir ile sekiz veya on yıl arasında değişen finansal kaynaklar orta vadeli kaynaklar ve on yıldan uzun finansal kaynaklar ise uzun vadeli kaynaklar olarak kabul edilmektedir ( Aksöyek ve yalçıner, 2014, s. 60). Aşağıda iki temel işletme dışı finansal kaynaklar olarak kısa vadeli kaynaklar ve orta ve uzun vadeli kaynaklar açıklanmaktadır:

#### 2.1.2.1. Kısa vadeli Finansal Kaynaklar

Kısa vadeli finansal kaynaklar, bir işletmenin bir faaliyet dönemi içerisinde; genelikle bir yıl içerisinde, başvurduğu ve geri ödemek zorunda kalacaği kısa vadeli yabancı kaynakları şeklinde tanımlanabilmektedir. Başka bir ifadeyle, vadeleri bir yıl veya bir yıldan daha kısa olan yabancı kaynakları, kısa vadeli finansal kaynakları olarak ifade edilmektedir. İşletmeler tarafından kısa vadeli finansal kaynaklar, genellikle daha çok işletme sermayesi finansmanında özellikle alacak ve stok finansmanı için kullanılmaktadır (Özdemir, 1997, s. 337). Dolayısıyla, işletmelerin üretim ve satış faaliyetlerinin yılın belirli dönemlerinde artış göstermesi, işletme sermayesi unsurlarına ek yatırım yapılmasını gerektirir. Bu durumlar gibi ortaya çıkan ek kaynak ihtiyaçları kısa vadeli finansal kaynaklar kullanarak kârşılanır. İlgili yabancı kaynakların vadesi geldiğinde yapılacak geri ödeme de işletme sermayesinin paraya çevirme süretiyle elde edilen fonlardan sağlanır(Aksöyek ve yalçıner, 2014, s. 60).

Kısa vadeli yabancı kaynaklar birçok nedenden dolayı çok önemlidir: İlk olark, bazı kısa vadeli yabancı kaynaklar, satıcı kredi gibi, kolayaca sağlanabilir ve neredeyse bedava olabilir. diğer kısa vadeli kaynaklar, banka kredisi gibi, daha çok esneklik sunmaktadırlar. Dolayısıyla bu kaynaklar, sözleşmeye girdikten sonra, mevsimsel değişikliklerden tepkisi olarak finansal yöneticisinin işletme finansman ihtiyacına kadar borç alma olanağı sağlamaktadırlar (J. Winger ve Mohan, 1991, s. 408).

Bir işletmenin başvurabileceği kısa vadeli finansman kaynakları ile oluşturabileceği finansman karışımı kararı önemli bir konudur. Bu nedenle, işletme bütçe yaparken, işletmenin gelecek yıldaki kısa vadeli finansman ihtiyacının nasıl olacağını planlaması gerekir. Dolayısıyla,

kısa vadeli finansman ıhtiyacı olan bir işletmenin önünde çeşitli seçenekler bulunmaktadır. Buna göre işletmelerin kısa vadeli finansman olarak en fazla kullandıkları kaynak türleri aşağıda açıklanacaktır(Lamberg ve Vålming, 2009 s. 31):

- **Satıcı Kredisi**: Satıcı Kredisi olarak tanınan bu kredi türü, satıcının alıcıya malın satabilmek amacıyla vermiş olduğu bir kısa vadeli kredi olarak tanımlanmaktadır. Satıcı kredisi, bütün işletmeler tarafından sıkça tercih edilen bir kısa vadeli finansan kaynağıdır. Çünkü işletmeler özellikle küçük ölçekteki işletmeler, satıcı kredisi dışındaki diğer kısa vadeli finansman kaynaklardan yararlanma olanağı kısıtlıdır (Özdemir, 1997, s. 337). Satıcı kredisi, ek işletme sermayesi ihtiyacı olan işletmeler için likidite rezervi olarak hizmet verebilir.
- **Kısa vadeli banka kredileri**: Satıcı kredisinin çok maliyetli olması durumunda, işletme başka kısa vadeli finansman kaynağı bulmaya çalışmalıdır. Satıcı kredisi dışındaki diğer kısa vadeli finansman kaynakları arasında en belirgin olanı banka kredisidir. Dolayısıyla, bu kredi türünün önemi, satıcı kredisinden sonra ikinci sırada yer almaktadır. Banka kredisi, mevsimsel ihtiyaçlarını kâraşılaması için, işletmelere geçiçi likidite sağlanması amaçlanmaktadır. Çünkü, ticari bankalar, birincil işlevini kısa vadeli finansman veren taraf olduğunu kendisi tanımlanmaktadırlar(Winger ve Mohan, 1991, s. 413).
- **Faktöring:** Birişletmenin mal ve hizmet satışından doğan alacaklarını bir finans kurumuna sattığı zaman, bu işlemefaktöring denir. Buna göre işletme, faktöring işlemini yaparak, alacaklarını %70-80'i ve KDV'i dahil ederek işletme sermayesini finans edebilir. Genellikle, bu finansman kaynağın maliyeti finans kurumun alacağı ücretle sınırlıdır(Larsson & Hammarlund 2007, ss. 134-136).
- **Finansman bonosu:** Finansman bonosu**,** para pazarının gelişmiş olduğu ülkelerde, büyük işletmelerin kısa vadeli finansman kaynak sağlama amacıyla çıkârdıkları para pazarı araçlarından biridir. Dolayısıyla, finansman bonosu işletmeler, işletme sermayesinin finanse edilmesinde en yaygın kullanılan yollardan biridir. Genellikle, stok ve alacakların finanse edilmesinde kullanılmaktadır. Vadesi 2-6 ay arasında değişen finansman bosonu, düşük faiz oranına sahip olduğundan, ilgi çekiçi bir kısa vadeli finansman kaynağı olarak görülmektedir(Shapiro, 2006, s. 669).
- **Leasing (Kiralama):** Leasing, özellikle geniş bir aşamasında ve kesinlikle sınırlı finansman altında faliyet gösteren işletmeler için uygun olan ve yaygın kullanılan bir

finansman kaynağıdır. İşletmeler, makine ve malzemeler gibi hemen ihtiyacı olan her şeyi kiralamaya konuyapabilirler. Ancak, kiralama bazı zamanlar maliyetlibir finansman kaynağı olabilir. Kiralama ücreti, genellikle dönemsel ve toplam yüzde olarak belirlenir(Larsson & Hammarlund, 2007, ss. 137-138).

2.1.2.2. Orta ve Uzun Vadeli Finansal Kaynaklar

Bir işletmenin ihtiyaç duyduğu fon kaynaklarının vadeleri bir yıl ile sekiz, en fazla on yıl arasında değişen yabancı kaynaklar, orta vadeli finansal kaynaklar olarak tanımlanmaktadır. Orta vadeli finansal kaynaklar, genellikle orta vadeli banka kredilerinden oluşmaktadır. İşletmelerce kullanılan başlıca orta vadeli finansal kaynaklaraşağıdaki gibi sıralanabilir (Akgüç, 2011, s.220).

- Orta vadeli banka kredileri
- Taksitli donatım krediler
- Orta vadeli satıcı kredileri
- Dönen (Rotatif) krediler
- Finansal kıralama
- Forfaiting
- Uluslararası pazarlardan borçlanma
- Diğer orta vadeli finansal kaynaklar

Uzun vadeli finansman kaynakları ise, işletmelerin sermaye pazarlarına pay senedi ve tahvil gibi menkul kıymetleri ihraç ederek sağladığı fonlar ve geri ödeme süresi on yılı aşan bir finansman kaynağıdır. Genellikle işletmeler, işletme sermayesi unsurlarının finanse edilmesinde kısa vadeli yabancı kaynakları kullanırken, duran varlıkların finansmanında uzun vadeli finansal kaynakları kullanırlar. Bunun temel sebebi, finansmanın temel ilkesi olan vade uyumlaştırma yaklaşımı gereği, kullanılan finansman kaynağının vadesi ile kaynağın kullanılmasıyla yapılan yatırımın geri dönüş süreleri arasında bir uyum olması gerekliliğidir( Aksöyek ve Yalçıner, 2014, s. 60).

Bir işletme için başlıca uzun vadeli finansman kaynak sağlalama yolları aşağıdaki gibi sıralanabilir(Büker vd., 2010, s. 422):

- Bankalardan uzun vadeli kredi sağlama,

- Tahvil çıkârılması,
- İpotek kârşılığı özel finansal kurumlardan sağlanan krediler,
- Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar.

### 2.1.3. İşletme Sermayesi Finansmanında Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler

Herhangi bir işletmenin faaliyetlerini kesintisiz bir şekilde sürdürebilmesi için kaynak gerekir. Bunun için, işletmenin ihtiyaç duyduğu finansal kaynakları sağlama ve iyi yönetilmesi finans yöneticisinin ilk görevidir. Bütün işletmeler büyüklüğü ne olursa olsun, finansal yapısına bağlı olarak finansman seçeneklerini maliyeti, yapısı ve kullanabilirliği açısından değerlendirmektedir. Çünkü işletmenin borçlanma ve özkaynak dereceleri işletmenin özelliklerine ve yönetim felsefesine göre değişen bir fonksiyondur (Pettit ve Singer, 1985, ss. 47-60).

Bir işletmenin işletme sermayesinin finanse edilmesinde kısa vadeli yabancı kaynaklardan yararlanması durumunda, kaynak maliyeti düşük olmasına rağmen risk artmaktadır. Bu durumda işletme, riskin artması nedeniyle maliyeti daha düşük kaynak kullanmak yoluyla kârlılığını artıracak veya kârlılıktan fedakârlıkta bulunarak, uzun vadeli yabancı kaynaklardan yararlanma oranı yükseldikçe, işletme sermayesi finanslama stratejisi muhafazkâr hal alır(Akgüç, 2011, s.221).

Finans yöneticisinin en temel ve en önemli görevlerinden biri işletme için en uygun sermaye bileşimini oluşturmasıdır. Bu durum finans yöneticisi tarafından bir sorun olarak görülmektedir. Bu sorunun ortadan kalkmasına yardımcı olabilecek pek çok analiz yöntemi bulunmaktadır. Ancak bu yöntemler tek başına yeterli olmamakla birlikte, bu sorunu ortadan kaldıracak tam bir formül de bulunmamaktadır. Her işletmenin özellikleri, faaliyette bulunduğu sektör, finansal yapısı ve yöneticilerinin tutumu farklılık göstermektedir. Tüm bu farklılıklar her işletme için ayrı bir çözüm yolunun olduğu anlamına gelmektedir. Burada finans yöneticisine büyük görev düşmektedir. Her işletmenin finans yöneticisinin, sermaye maliyetini minimum ve işletmenin pazar değerini maksimum yapacak şekilde sermaye yapısını oluşturması gerekmektedir. Bu yapı oluşturulurken kaynak seçimlerine etki eden birtakım faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler özet olarak aşağıda sıralanmaktadır: (Erdinç, 2008, s. 227).

- Uygunluk
- Risk
- Maliyet
- Esneklik
- Finansal kaldıraçtan yararlanma
- Kontrol ve yönetimin paylaşılması, ve son olarak
- Zamanlamadır.

### 2.2. İşletme Sermayesinin Finanslama Stratejileri

Yeterli fon kaynakları olmadan hiç bir işletme kurulamaz ve genişletemez. Ayrıca işletmenin başarısı ve daha uzun süre hayatta kalabilmesı kendi finans fonksiyonunu ne kadar iyi yönetmesine bağlıdır. Dolayısyla, çalışma ortamındaki artan rekabet nedeniyle işletmelerinin hayatta kalması ve büyümeyi sürdürebilmesi için kendi stratejilerini ayarlaması ve iyi finans politikalarını benimsemesi gerekir. (Mian and Smith, 1992, s. 172).

İşletme sermayesi politikasi, işletmenin yükümlülüklerini yerine getirmeme riskini azaltır ve dönen varlıklar ve kısa vadeli borçların yönetmesi için kılavuz sağlayan bir strateji olarak tanımlanabilir(Brian, 2009, s. 44). İşletme sermayesi politikası esas olarak kısa vadeli borçların zamanında geri ödenmesi için dönen varlıkların likiditesi dikkate alınmaktadır. İşletme sermayesi likiditesi çok önemlidir, çünkü bir işletmenin likidite düzeyi çok yüksekse bu işletmede bazı kaynakların atıl olmasına neden olmaktadır ve işletme bu atıl kaynakların maliyetin üstelenir. Öte yandan, likidite düzeyi çok düşükse işletme yükümlülüklerini kârşılamak için kaynak eksikliğiile kârşı kârşıya olacaktır (Vishnani and Shah, 2007, s. 749).

Diğer bir tanıma göre, İşletme sermayesi stratejisi, işletmeninkâr ve risk hedeflerine ulaşmak amacıyla işletme yönetiminin kullandığı plan ve politikaların önemli bir parçası olarak anlaşılabilir. Özellikle işletme sermayesi stratejisi, imalat; perakende ve toptan satış işletmelerinde dönen varlıklara yaptığı yatırım payı büyük olduğu için çok önemlidir(J.Winger ve Mohan, 1991, s. 310).

Bir işletmenin dönen varlıklarına yaptığı yatırım tutarı işletmenin faaliyet gösterdiği sektöre ve benimsediği işletme sermayesi stratejisine bağlıdır. İşletme sermayesi stratejilerini, finanslama stratejisi ve yatırım stratejisi olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Yatırım

stratejisi, işletmenin sınırlı kaynakları kullanarak ne kadar işletme sermayesi yatırımı yapması ile ilgilidir. Finansman stratejisi ise, işletme sermayesi yatırımında kullanılacak fonların sağlanmasını ifade etmektedir. Buna göre, işletmeler arasındaki faaliyet farklılığının bir sonucu olarak, bir işletme için uygun olan bir işletme sermayesi politikası başka işletmeye göre uygun olamayabilir(Collins et al, 1996, 3005).

Genel olarak, bir işletmenin işletme sermayesi finansmanında, aralarında seçim yapabileceği üç ayrı işletme sermayesi finanslama stratejisi bulunmaktadır: Bunlar, agresif finanslama stratejisi, muhafazakâr finanslama stratejisi ve dengeli finanslama stratejisidir. İşletmenin kullanacağı finanslama stratejisi, işletmenin risk tutumuna ve finanslama felsefesine göre değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla, agresif ve muhafazakâr finanslama stratejileri, finanslama seçenekleri arasındaki kârşıt uçları gösterir. Bu stratejiler, işletme sermayesi finansmanı tutumuna göre farklılık göstermektedir. Muhafazakârfinanslama stratejisinde, işletme sermayesi finansmanında, işletme borç ve özkaynak şeklinde olan uzun vadeli kaynakları tercih ederken bunakârşılık agresif finanslama stratejisinde işletme sermayesi finansmanında uzun vadeli kaynaklar kullanılmamaktadır. Özellikle, uzun vadeli kaynaklar yerine işletme sermayesinin kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi sağlanmaktadır(Arnold, 2008,s. 535).

İşletme varlıklarının fınansmanında, finansmanın temel kuralı olarak dönen varlıklar kısa vadeli kaynaklarla duran varlıklar ise uzun vadeli kaynaklarla finans edilmesi gerekmektedir. Buna ek olarak vade uyumu yaklaşımına göre, duran varlıklar ile sürekli işletme sermayesi uzun süreli kaynaklarla, geçici olan ya da dalgalanma gösteren işletme sermayesi ise kısa vadeli finansmanla kârşılanmalıdır. Dolayısıyla, işletmenin duran varlıkları ve sürekli işletme sermayesi düzeyi yükseldikçe ihtiyaç duyulan uzun vadeli kaynaklar düzeyi de yükselmektedir. Geçici işletme sermayesi düzeyi yükseldiğinde ise, kısa vadeli yabancı kaynaklar ihtiyacı artacaktır ve işletmenin bu durumda hiçbir geçici işletme sermayesine sahip olmaması halinde, kısa vadeli sözleşmeye dayalı finansman sağlaması da mümkün olmayacaktır( Özdemir, s. 1997, 188).

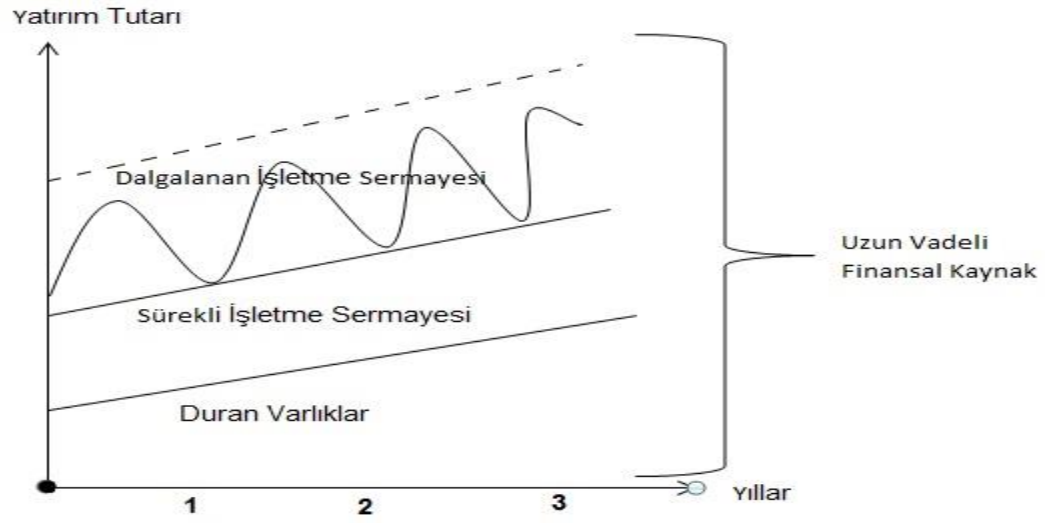
### 2.2.1. Muhafazakâr Finanslama Stratejisi

Muhfazkâr finanslama stratejisini izleyen işletmeler, riski en düşük düzeyde tutmak amacıyla vade uyumlaştırma yaklaşımına göre oldukça yüksek miktarda uzun vadeli yabancı kaynak ve özsermaye kullanmaktadırlar. Bu stratejinin uygulamasınla, işletmeler iki şekilde

yapabilmektedirler: İlk aşamada, işletmeler dalgalanma gösteren işletme sermayesinin bir kısmını kısa vadeli yabancı kaynaklar ile; diğer kısmını ise uzun vadeli kaynaklarla kârşılanmaktadır. İkinci aşamada ise, duran varlıklara ek olarak işletme sermayesinin hem süreklilik gösteren kısmı hem de dalgalanma gösteren bölümünü uzun vadeli finansman kaynaklarıyla finanse edilmektedir. Bu strateji fazla kısa vadeli yabancı kaynaklar kullanmayarak riski azaltır, ancak uzun vadeli yabancı kaynakların üzerindeki faiz oranı yüksek olmasından maliyeti artarak kârlılığı etkiler (Andrew ve Gallagher, 2000, s. 429).

Muhafazakâr finanslama stratejisi uygulamasında, işletme borçlarını zamanında ödeyememe riskinin çok düşük olmasından, birçok finans yöneticisi bu stratejiyi tercih etmektedirler. Ancak, böyle bir strateji işletme ortaklarının servetini maksimum yapmasına katkı sağlamayabilir. Dolayısıyla işletme,kârlılığı uzun vadeli finansman kaynakları kullanarak azaltacaktır (Agnes, 2011, s. 14). Buna ek olarak, muhafazakâr finanslama stratejisinde, satıcı kredisi gibi herhangi kendiliğinden finansman kaynağı bulunmaması varsayılmaktadır. Kendiliğinden finansman, bir işletmenin tedarikçilerinden kredili olarak mal ve hizmet satın aldığı zaman oluşan bir finansman kaynağıdır (Weston and Copeland, 1992, s. 843).

Muhafazkâr finanslama stratejisinin ilk seçeneği şekil 3yardımıyla aşağıda açıklanacaktır:

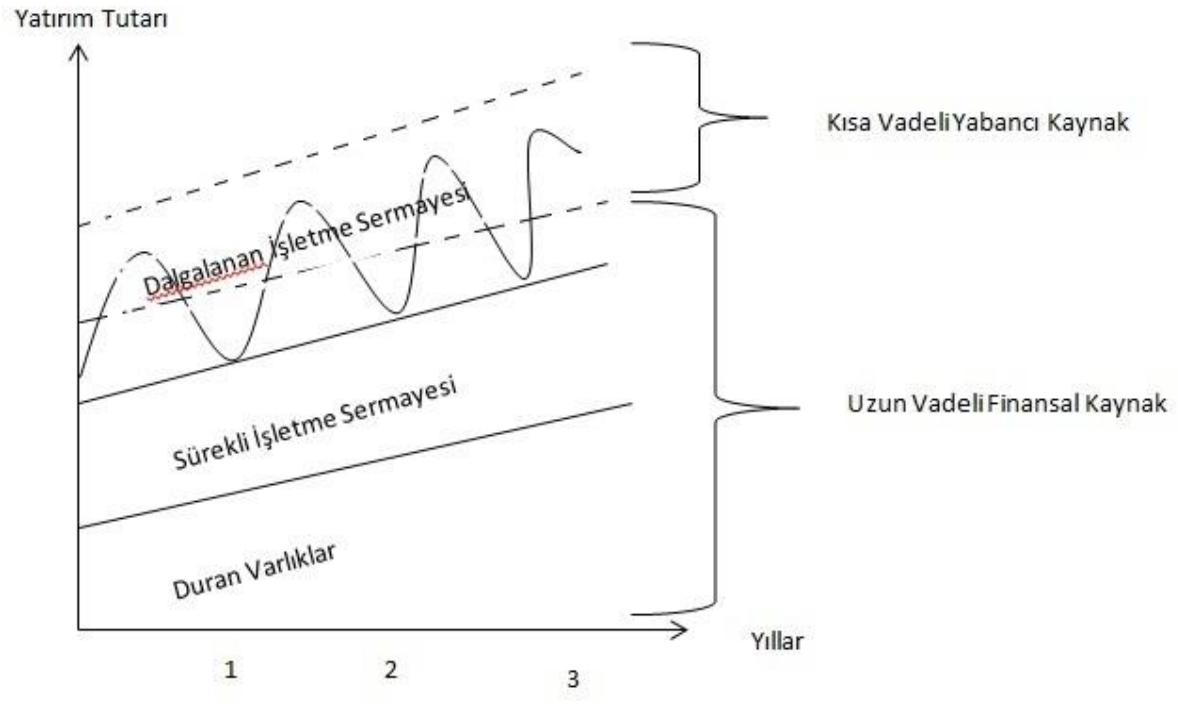



**Şekil 3: Muhafazkâr Finanslama Stratejisi**

**Kaynak**: Aydın vd., (2008, s. 119)

Muhafazakâr finanslama stratejisinde şekilde 3'te gösterildiği gibi, duran varlıklar ve işletme sermayesinin tümüyle uzun vadeli finansal kaynaklarla finanse edilmektedir. Ancak, bu finanslama stratejisinin uygulanması oldukça zordur. Dolayısıyla, bu strateji genelikle teorik olarak bulunmaktadır. Çünkü, finansal açıdan güçlü olmayan küçük işletmeler, finans pazarından uzun vadeli kaynak bulmada pek çok engelle kârşılaşmaktadırlar. Bu stratejinin diğer bir sakıncısı da onun maliyeti ile ilgilidir. Muhafazakâr finanslama stratejisi, diğer finanslama stratejilerine göre daha fazla maliyete sahiptir. Çünkü, uzun vadeli yabancı kaynakların maliyeti, kısa vadeli yabancı kaynakların maliyetinden daha yüksek olmaktadır. Dolayısıyla, maliyetler arasındaki farklılıktan yararlanarak, işletme belli dönemler itibariyle gereğinden fazla işletme sermayesine sahip bulunuyorsa, işletme bu mevcut finansman fazlasını pazarlanabilir menkul kıymetlere yatırabilmektedir(Aksoy ve Yalçıner, 2005, s. 34).

Muhafazakâr finanslama stratejisinin diğer bir seçeneği aşağıdaki şekil 4 yardımıyla açıklanacaktır:




**Şekil 4: Muhafazkâr Finanslama Stratejisi**

**Kaynak**: Özdemir, (1997, s. 189)

Bu seçenekte işletme, işletme sermayesinin dalgalanma gösteren bir bölümünü de uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmektedir. Buna ek olarak işletme, kaynak fazlası verdiği dönemlerde, kaynak fazlasını geçiçi yatırımlarda kullanmakta, başka bir ifadeyle likiditesi yüksek menkul değerlere birikimi yapmakta ve kaynak gereksinmesi duyduğu dönemlerde de bunları paraya çevirerek işletme sermayesinin dalgalanma gösteren bir kısmını finanse etmektedir(Akgüç, 2011, s.220).

### 2.2.2. Agresif ( Atılgan) Finanslama Stratejisi

Eğer bir işletme, vade uyumu yaklaşımına göre, kısa vadeli yabancı kaynakları; uzun vadeli yabancı kaynaklara kıyasla daha büyük bir oranda kullanıyorsa, bu işletmenin agresif finanslama stratejisi uyguladığıanlaşılır. Dolayısıyla bu işletme, işletme sermayesinin süreklilik gösteren kısmının tamamını uzun vadeli kaynaklar yerine kısa vadeli yabancı kaynaklarla kârşılamaktadır. Buna ek olarak bazı işletmeler, hatta duran varlıklarının bir kısmını da kısa vadeli yabancı kaynaklarala kârşılayarak oldukça agresif bir finanslama stratejisi benimsemeye çalışırlar. Çünkü uzun vadeli finansmana oranla daha fazla oranda kısa vadeli yabancı kaynaklar kullanma daha agresif bir finanslama stratejisi amacı için kullanılır( Özdemir, s. 1997, 190).

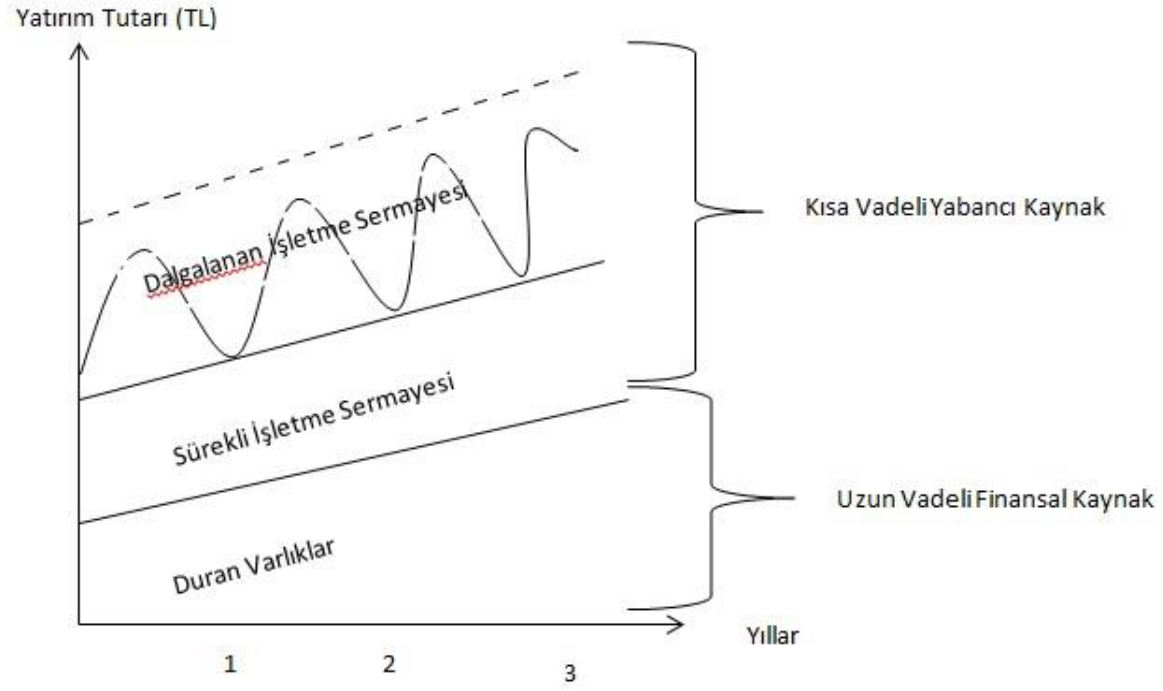
İşletme, agresif finanslama stratejisi izleyerek işletme sermayesini düşük faiz oranı içeren kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edebilmektedir. Dolayısıyla, daha az faiz ödeyerek daha fazla tasarrufun oluşmasına ve nihayetinde de kârlılığın artmasına neden olabilir. Ancak kısa vadeli yabancı kaynaklar ile ilişkin risk uzun vadeli yabancı kaynaklara kıyasla daha yüksektir. Çünkü bu durumda dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki fark az olmasınadan, kısa vadeli borçlardaki faiz oranının değişkenlik göstermesi ya da nakit girişlerinin azalması durumunda, işletme borçlarını ödememe riskiylekârşı kârşıyadır (Andrew and Gallagher, 2000, s.427).

Agresif finanslama stratejisi, istikrarlı bir ekonomide faaliyet gösteren ve gelecekteki nakit akışları oldukça kesin olan bir işletme tarafından benimsenmektedir. Dolayısıyla, agresif finanslama stratejisi ile çalışan bir işletme, minimum stokla yüksek stok devir hızı kazanır; müşterilerine kısa kredi süresi tanır ve elinde az nakit bulunmaktadır. Boylece, işletme sadece asgarı güvenlik stoğu ve nakit dengesi elde etmektedir. Bu nedenle, işletme kaynak eksikliği

ilekârşı kârşıya olabilir; ama aynı zamanda işletmenin elde ettiği kârlılık artmaktadır. Çünkü risk artarken kârlılık da artmaktadır(Vishnani and Shah, 2007, ss. 267-281).

İşletme sermayesi finananslama stratejisinin saldırganlığı; işletmenin toplam kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam aktiflere oranı ile ölçülür. Dolayısıyla, finanslama stratejisinin agresifliği, işletmenin duran varlıklar ve sürekli işletme sermayesinin finansmanında ne ölçüde kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini saptamaktadır (Weinraub ve Visscher, 1998, s. 12). Buna göre, agresif finanslama stratejisi aşağıdaki iki seçenekte gerçekleşebilmektedir:

Agresif finanslama stratejisinin seçenek (1) şekil 5yardımıyla aşağıdaki gibi açıklanacaktır:

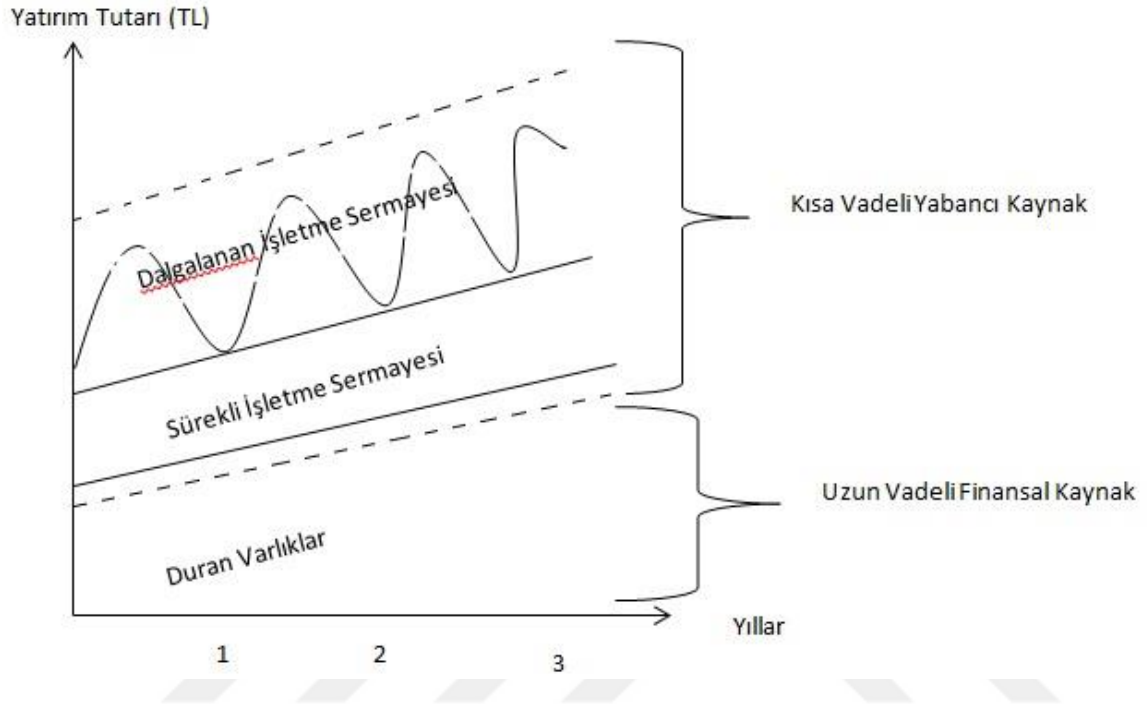



**Şekil 5: Agresif Finanslama Stratejisi**

**Kaynak**: Akgüç, (2011, s. 219)

Agresif finanslama stratejisinin seçenek (1)'de işletme, duran varlıklarını uzun vadeli finansman kaynaklarıyla finanse ederken, işletme sermayesi tümünü uzun vadeli kaynaklar yerine kısa vadeli fianansman kaynaklarıylakârşılamaktadır. Bu seçenekte, işletme likitesi düşük olmasına rağmen kârlılığı yüksek düzeydedir (McMenamin, 1999, s. 26).

İşletme, agresif finanslama stratejisinin seçenek(1)'den daha ileri giderek, yapabildiği seçenek(2) şekil 6yardımıyla aşağıda açıklanacaktır:




**Şekil 6: Agresif Finanslama Stratejisi**

**Kaynak**: Akgüç ( 2011, s. 219)

İşletme, seçenek (1)'den daha ileri giderek finanslama stratejisinin agresiflik seviyesini artırabilmektedir. Dolayısıyla seçenek (2)'de işletme, dalgalanan ve sürekli işletme sermayesine ek olarak duran varlıklarının bir bölümünü de kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edebilmektedir. Bu seçeneğin, bir öncekiagresif finanslama stratejisine kıyasla daha riskli olduğu görülmektedir. İşletme bu seçenekte, kısa vadeli borçlarının yenilenmesi sorunu ile çok sık kârşılaşacak, buna rağmen büyük bir olasılıkla finansman kurumlarından kredilerin vadelerinin uzatılması isteminde bulunacaktır. Bundan dolayı, işletme borçlarını zamanında ödemeyerek finansal açıdan zor durumlakârşı kârşıya kalacaktır. Böyle bir durum işletmenin varlığını tehlikeye düşürerek tasfiyesine neden olabilecektir(Akgüç, 2011, s.218).

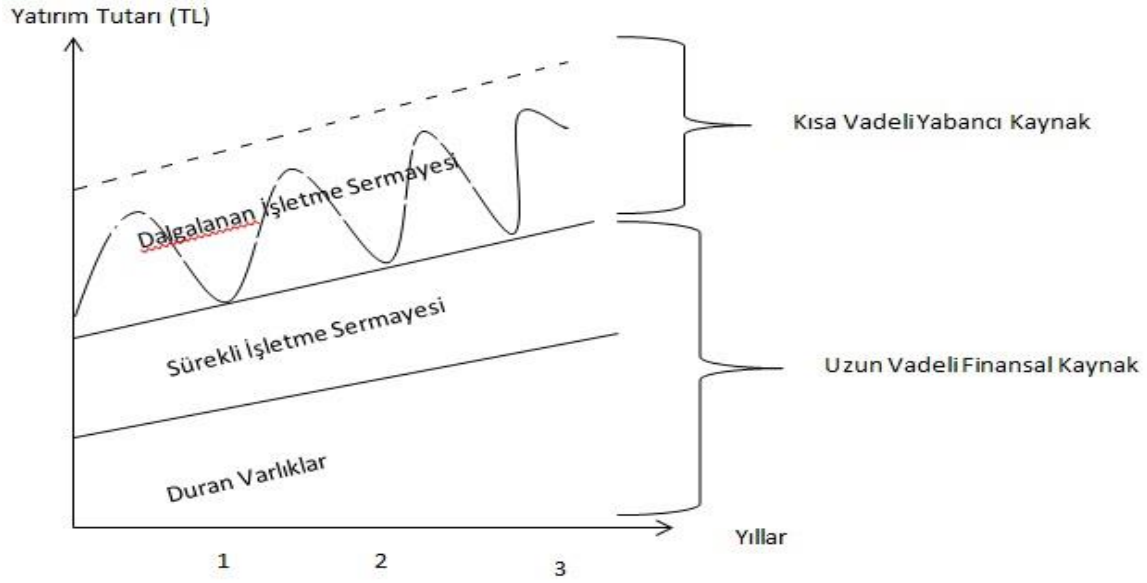
Genel olarak, agresif finanslama stratejisinin diğer finanslama stratejileri ile kârşılaştırdığında, agresif finanslama stratejisi daha yüksek kârlılık elde edecek ama aynı

zamanda kısa vadeli yabancı kaynakların çok yüksek oranda kullanılması nedeniyle yüksek risk taşımaktadır.

### 2.2.3. Dengeli Finanslama Stratejisi

Dengeli finanslama stratejisi, agresif ve muhafazakâr finanslama stratejileri arasında yer almaktadır. Bu stratejinin uygulamasında, vade uyumlaştırma yaklaşımına göre, ne gereğinden fazla kısa vadeli yabancı kaynaklar ne de gereğinden fazla uzun vadeli yabancı kaynaklar kullanılmaktadır. Dolayısıyla, dengeli finanslama stratejisini izleyen işletmeler, duran varlıklarını ve işletme sermayesinin süreklilik gösteren kısmını uzun vadeli finansman kaynaklarıyla finanse edilirken, işletme sermayesinin dalgalanma gösteren kısmı ise kısa vadeli finansman kaynaklarla finans etmektedirler. Buna göre, bu stratejinin temelinde, işletmenin yatırım yaptığı varlıkların paraya dönüşme zamanı ile bu varlıklar yatırım yaparken kullanılan kaynakların vadesi uyumlaştırılmaktadır. Ayrıca, dengeli finanslama stratejisi, agresif finanslama stratejisiyle kârşılaştırdığında, daha az riskli ve kârlılığı da daha düşüktür. Ama bu strateji, muhafazakâr finanslama stratejisine göre, daha risklidir ve kârlılığı da daha yüksektir (Gitman, 1997, 540).

Dengeli finanslama stratejisinin şekil 7 yardımıyla aşağıda açıklanacaktır:




**Şekil 7: Dengeli Finanslama Stratejisi**

**Kaynak**: (McMenamin, 1999, 28).

Öte yandan, dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi tarafsız(nötr) bir etkiye sahiptir. Çünkü bu strateji işletmenin yüzleştiği riski ve finansman maliyetlerini azaltma bakımından, işletmenin ihtiyacı olan finansman kaynaklarınınkârşılanması için buşvurulan kısa ve uzun süreli borçlar arasında denge kurma ilkesine dayanır. (Van Horne ve Wachowicz, 2004, s. 342). Dengeli finanslama stratejisi işletme sermayesini minimum düzeyde tuttuğu için birçok finans yöneticisi bu stratejiyi tavsiye etmektedirler. Dolayısıyla bu stratejiyi benimseyen işletmeler, faaliyetlerin artması durumunda kısa vadeli yabancı kaynaklarkullanır. Faaliyet azalması döneminde ise, likit fazlası yüzünden atıl kalan işletme sermayesi unsurları, pazarlanabilir menkul kıymetler gibi çeşitli kısa vadeli yatırımlar kullanmaktadırlar (Toma M., 1994, s. 204).

Özet olarak, finanslama stratejisinin seçimi, doğrudan doğruya ortakların servetini etkilemektedir. Dolayısıyla, eğer işletme tarafından agresif bir finanslama stratejisi seçiliyorsa, işletme diğer stratejilere oranla daha yüksek bir risk alır, fakat beklenen kârlılık o miktarda yüksek olur. Buna kârşılık, işletme tarafından eğer muhafazkâr bir finanslama stratejisi izliyorsa, işletmenin riski azalır, fakat beklenen kârlılığı da o oranda düşer. Dengeli finanslama stratejisi ise, risk ve kârlılık açısından agresif ve muhafazakâr finanslama stratejileri arasında yer almaktadır. Buna göre, işletmenin finans yöneticisi, pazarın tepkilerine göre hangi finanslama stratejisinin uygulamasıkârarını vermelidir. Dolayısıyla, benimsenen stratejiden beklenen kârlılığı mevcut riskikârşılayacak kadar yüksek olduğu ve nedeni belli olmayan birtakım sorunlarla kârşılaşmadığı sürece işletmenin riski üstlenmesi mantıklı kârşılanabilir. Buna ek olarak, ortakların servetini maksimize edecek bir vade eşleme stratejisinin en iyi strateji olduğuna dair bir neden de bulunmamaktadır. Burada önemli olan, finans yöneticisinin mevcut seçenekleri çok iyi anlaması ve hangi stratejinin ortakların servetini maksimum yapacağına kârar vermesidir (Özdemir, s. 1997, 190).

### 2.3. İşletme Sermayesi Finansmanında Likidite, Risk İle Kârlılık İlişkisi

İşletme sermayesi finansmanı işletmenin likidite, risk ve kârlılık ilişkisi dikkate alınarak yapılmalıdır. Çünkü, likidite ile risk ve kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla, işletmenin likidite açısından zengin olması, riskliliğin ve kârlılığın azalmasına neden olmaktadır. Öte yandan, likiditenin yükselmesiyle işletmenin borçlarını zamanında ödeyememe riski azalmaktadır. Ancak, fazla likiditeye sahip olmak kârdan vazgeçmeyi

gerektirir. Başka bir ifadeyle, likiditeye sahip olmanın vezgeçilen kâr kadar bir maliyeti bulunmaktadır. Risk ve kârlılık ise, aralarında pozitif ya da doğru yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Örneğin, kısa vadeli yabancı kaynaklar kullanılması işletmenin riskliliğini artırırken, kaynağın maliyetinin düşük olması nedeniyle de kârlılık artmaktadır (Aksöyek ve Yalçıner, 2014, s. 210).

# III. BÖLÜM

# 3. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMAN STRATEJİLERİNİN İŞLETME KÂRLILIĞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Bu bölümde, araştırmanın nasıl ele alındığı ve nasıl yürütüldüğü konusu netleştirilmektedir. Dolayısıyla, üçüncü bölümde, araştırma sınırlarının kısa bir özeti yapılarak araştırmanın amaçlarına ilişkin çerçeve çizilmektedir. Ayna zamanda, araştırmanın problemi özet bir biçimde tarif edilerek işletme sermayesi finanslama stratejileri ve bu stratejilerin kârlılık üzerindeki etkisine yönelik teorik ve ele alınan ampirik çalışmalar yazını gözden geçirilmektedir. Son aşamada ise, veri toplama; veri işleme araçları, araştırma modelinin oluşturulmasında kullanılan değişkenler ve araştırma hipotezini içeren yöntem ifade edilmektedir.

## 3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerinde etkili olup olmadığını incelemektir. Daha başka bir ifadeyle, işletme sermayesinin finanse edilmesinde tercih edilen yabancı kaynakların vade yapısına göre işletmelerin izledikleri farklı finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerindeki etkilerini belirlemektir. Dolayısıyla, bu amaca ulaşmak için çalışmada, Borsa İstanbul (BIST)'de işlem gören, kağıt ve kağıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin2005-2014 yılları arasındaki dönemde izledikleri finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerine etkisi analiz edilecektir.

Öte yandan, araştırmanın sağlıklı bir biçimde yürütülmesini sağlamak ve saptanan amaçlara ulaşabilmek için çeşitli sınırlamalar yapılmıştır. Dolayısıyla, kağıt ve kağıt ürünleri, basim ve yayın sektöründe faaliyet gösteren ve pay senetleri BİST'de işlem gören işletmeler araştırma kapsamına alınacaktır. Bu amaçla, çalışmanın veri tabanı, Borsa İstanbul (BİST) resmi internet sitesindenve Kamuyu Aydınlatma Platformu (www.kap.gov.tr)'nden elde edilmiştir.

Araştırmada kullanılan veriler ise, araştırma dönemi olarak seçilen 2005-2014 yılları arasında kesintisiz olarak faaliyet gösteren ve yıllar itibariyle veri setinde eksiklik olmayan 11adet kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin yıllık verilerinden oluşan ve 110 gözlemi kapsayan veri setidir. SPSS programı kullanılarak elde edilen

verilerden bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında korelasyon ve çoklu regresyon analizi yapılarak, değişkenler arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılacaktır.

## 3.2. Araştırma Probleminin Tanımı

Bu çalışmada aşağaidaki sorulara cevap aranacaktır:

1. Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi açısından izledikleri finanslama stratejileri, işletme kârlılığı üzerinde etkili midir?
2. Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finansmanında, agresif bir finanslama stratejisi izlemeleri durumunda, bu işletme kârlılığını negatif bir şekilde etkiliyor mu?
3. Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif ve muhafazakâr finanslama stratejilerin işletme kârlılığı üzerindeki etkileri aynı mıdır?

## 3.3. Araştırmaya İlişkin Literatür İncelenmesi

Bu başlık altındaçalışmanın kurumsal yapı veişletme sermayesi finanslama stratejileri ile ilgili diğer araştırmacılar tarafından yapılan araştırmalar incelenmesi yer verilmiştir.

### 3.3.1. Kuramsal Yapı

İşletmenin finansal performansında istenilen düzeylere ulaşabilme için, işletme sermayesi politikasının sahip olduğu önem küçümsenemez. Dolayısıyla, işletme sermayesi yönetimi ve kârlılık birbiriyle ilişkilidir. Çünkü işletme sermayesi yönetimi, hem kârlılığın ve riskin hem de işletme değerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Smith, 1980, 437).

Teorik açısından bir işletmenin, işletme sermayesi finansmanına ilişkin üç farklı yaklaşım benimsemesi mümkündür. Bu üç yaklaşım: Saldırgan(agresif) işletme sermayesi finanslama stratejisi; muhafazakâr işletme sermayesi finanslama stratejisi ve dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi olarak sıralanabilir. Bu üç farklı strateji, kârlılığı; riski ve nihayetinde işletme değerini farklı yollardan etkiler. Agresif finanslama stratejisinin uygulanması durumunda; sermaye yapısı içerisinde kısa vadeli borçlar; uzun vadeli borçlara kıyasla daha

büyük bir oranda bulunur. Kısa vadeli borçların yüksek düzeye ulaşması durumunda, borçların vadesinde geri ödenebilmesi için daha fazla likit kaynağa ihtiyaç duyulur. Ancak cari ödemeler daha düşük faiz oranı içerir. Bu nedenle daha fazla tasarrufun oluşmasına ve nihayetinde de kârlılığın artmasına neden olabilir. Buna kârşılık, muhafazakâr işletme sermayesi finanslama stratejisinde sermaye yapısı içerisinde uzun vadeli borçlar, kısa vadeli borçlara kıyasla daha büyük bir oranda yer alır. Ancak aynı zamanda, kısa vadeli borçların maliyetinden farklı olarak uzun vadeli kaynakların daha yüksek maliyetli olacağı düşünüldüğünde, her ne kadar geri ödemede daha az risk taşıyorsa da, bu strateji daha fazla maliyetli ve daha az kârlıdır. Öte yandan, dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi tarafsız(nötr) bir etkiye sahiptir. Çünkü bu strateji işletmenin yüzleştiği riski ve finansman maliyetlerini azaltma bakımından, işletmenin ihtiyacı olan finansman kaynaklarınınkârşılanması için buşvurulan kısa ve uzun süreli borçların arasında denge kurma ilkesine dayanır. (Van Horne ve Wachowicz, 2004, s. 342).

Özetle, daha agresif olan bir işletme sermayesi finanslama stratejisi, riski ve kârlılığı artırırken, muhafazakâr işletme sermayesi finanslama stratejisinde risk ve kârlılık daha azdır. Ancak, dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi, orta düzeyde risk ve orta düzeyde kârlılık sağlar (Gardner vd. 1986, s. 31).

### 3.3.2. Literatür Taraması

Bu başlık altında, işletme sermayesi finanslama stratejileri ile ilgili diğer araştırmacılar tarafından yapılan analizler ve sonuçlarına yer verilmiştir. İşletme sermayesi yönetiminin sahip olduğu önem finans literatüründe yeni bir konu olmadığından yerelde ve uluslararası düzeyde oldukça ilgi görmüştür. Dolayısyla, farklı ülkelerde işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini belirlemeye ilişkin bir dizi çalışmalar ve analizler yapılmıştır.

Uluslararası düzeyde, yapılan ampirik çalışmalar, farklı değişkenler kullanarak işletme sermayesi yönetimi ve kârlılık arasında önemli bir ilişkinin varlığıyla ilgili kimi kanıtlar sunmaktadırlar. Dolayısla, daha önce yapılan bu araştırmaların sunmuş olduğu bulguların incelemesi önem taşımaktadır.

Genel olarak, birçok araştırmacı işletme sermayesi yönetiminin bir parçası olarak finansal oranları incelemiştir. Ancak, çok az araştırmacı, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin ve

bu stratejilerin kârlılık üzerindeki etkilerini özel olarak tartışmıştır. Bu nedenle bu çalışmada, özsermaye kârlılık oranı (ÖKO) veya aktif kârlılığı (AK) bakımından hangi stratejilerin faydalı olduğu incelemeye çalışılmıştır. Buna ek olarak, asıl cevaplanması gereken soru, başka ülkelerde varolan değişkenler arasındaki ilişkinin, Türkiye'de de benzer olup olmadığı sorusudur. Bu soruyu cevaplamak için daha önce yapılan araştırmalarla mevcut çalışma kıyaslanacak, ÖK ve AK bakımından işletmeler için en uygun olan strateji belirlemeye çalışılacaktır.

İşletme sermayesi finanslama stratejileri alanıyla ilgili en eski çalışmalardan birisi, Jose, Lancaster ve Stevens'ın (1996, ss.33-46)yaptığı çalışmadır. 1974-1993 arasında uzanan ve yaklaşık yirmi yıllık bir döneme ait geniş bir örnekleme dayanan bu çalışmada, farklı sektörlerden oluşan 2.718 Amerikan işletmesi analiz edilmiştir. Çalışma Nakit Dönüşüm Döngüsü'nü (NDD) işletme sermayesi yönetimine ait bir ölçüm olarak kullanırken Amerikan işletmelerin saldırgan işletme sermayesi politikası ile kârlılığı arasındaki ilişkiyi incelemek için ele alınmıştır.Burada, işletme sermayesi yönetiminin saldırganlığı; nispeten daha kısa nakit dönüşüm döngüsünce temsil edilmektedir.Çalışmanın sonuçlarına göre nakit dönüşüm döngüsü ile kârlılık arasında güçlü bir ters ilişki mevcuttur. Bu bağlamda, saldırgan işletme sermayesi politikası ne kadar çok uygulanırsa kârlılığın da o oranda daha da yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Başka bir ifadeyle, nispeten daha kısa bir nakit dönüşüm döngüsü çevrimini takip eden saldırgan işletme sermayesi politikalarının kârlılığı arttırdığı söylenebilir. Araştırmacılar, ayrıca işletme büyüklüğünün bu ilişkiyle bir bağlantısının olmadığını belirlemişlerdir.

Shin ve Soenen (1998, ss.37-45), ortaklar için değer yaratma noktasında verimli bir işletme sermayesi yönetiminin sahip olduğu önemi belirtmiştir. Yazarlar, korelasyon ve regresyon analizine başvurarak, işletme kârlılığı ile işletme sermayesi yönetiminin verimliliğini ölçmede kullanılan net ticaret çevriminin uzunluğunu incelemek için 1975-1994 arası dönemi kapsayan, 58.985 işletmeyi içeren bir örneklemden istifade etmişlerdir. Çalışmalarında da ifade edildiği üzere, işletme sermayesinin yönetiminde izlenen politika; kârlılık ve likidite üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Dolayısıyla işletmelerin işletme sermayesi politikalarının verimliliği ile işletmenin özsermaye kârlılığı arasında yüksek düzeyde bir olumsuz korelasyon mevcuttur. Bu çalışmanın bulguları Filbeck ve Krueger'in (2005, ss.11-18) yaptığı diğer benzer çalışmanın tespitlerine uymaktadır. Bu da etkin bir işletme sermayesi yönetiminin önemli olduğunu göstermektedir. Araştırmacılar, çalışmada ABD'deki 32 finansal olmayan işletmelerin işletme

sermayesi yönetim politikalarını incelemiştir. Çalışmalarında zaman içerisinde yaşanan değişimlerle işletme sermayesi politikalar açısından işletmeler arasında önemli farklılıklar tespit etmişlerdir.

Ganesan (2007, ss.1-10.) da işletme sermayesi yönetimi politikasının kârlılık üzerindeki etkisini inceleyen araştırmacılardan birisidir. Yazar ABD'deki telekomünikasyon sektörüne mensup olan 349 işletmeden oluşan bir örneklem üzerinde inceleme yapmıştır. İnceleme 2001-2007 arası dönemi kapsamaktadır. İşletme sermayesi yönetimi politikasının etkisini incelemek amacıyla korelasyon, regresyon ve ANOVA analizine başvurmuştur. Ancak sonuçların da gösterdiği kadarıyla kârlılık ve işletme sermayesi yönetimi politikası arasında düşük düzeyde olumsuz bir ilişki vardır. Araştırmanın özel olarak ortaya koyduğu bir konu da ABD'deki telekomünikasyon sektöründeki işletmeler, işletme sermayelerine ait unsurları yönetme konusunda düşük bir profil sergilemektedirler.

Weinraub ve Visscher (1998,11-18), saldırgan finanslama politikasının derecesini ölçmek için toplam cari borcun toplam varlığa oranını kullanarak, muhafazakâr ve saldırgan işletme sermayesi yönetimi politikalarının etkisini incelemek amacıyla on farklı sanayi grubundan oluşan 216 ABD işletmesinden oluşan bir örnekleme başvurmuştur. Araştırmacılar, 1984-1993 arası dönemi çeyrek periyotler şeklinde ele alarak, işletmelerin finansal tablolarini analiz etmişlerdir. Bir de sanayiler arasında varlık yönetimi politikaları konusunda önemli farklılıklar olup olmadığını belirlemek için ANOVA ve Tukey'nin HDS testlerini uygulamışlardır. Yazarların ulaştığı sonuca göre, örneklem alınan sanayiler işletme sermayesi yönetimi politikaları açısından birbirinden oldukça farklı ve ayrıksı yaklaşımlara sahiptir; ancak işletme sermayesi yönetimi politikalarının niteliği çalışma dönemi boyunca çarpıcı bir istikrar sergilemiştir. Çalışma aynı zamanda borç politikaları ile işletme varlıkları arasında yüksek ve önemli düzeylere varan negatif bir korelasyon olduğunu göstermektedir. Yazarlara göre muhafazakâr işletme sermayesi politikaları her zaman nispeten saldırgan olan işletme sermayesi politikasının etkisini dengelemektedir.

García-Teruel ve Martínez-Solan (2007, 164-177) araştırmasında, işletme sermayesi yönetiminin İspanya'daki küçük ve orta ölçekli işletmelerin kârlılığı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Araştırmacılar tarafından 1996-2002 arası dönemi kapsayan, 8.872 küçük ve orta

büyükteki işletmeler (KOBİ)'den oluşan bir panel veri kümesine başvurulmuştur. Çalışmanın sonuçlarının da ortaya koyduğu üzere, ticari alacakların ve stokların gün sayısının azalması ile beraber nakit dönüşüm döngüsünün kısalması suretiyle kârlılığı artırılabilmektedir. García-Teruel, Baños Caballero ve Martínez-Solan'in (2014, ss.104-122) yaptığı diğer bir araştırma ise, işletme sermayesi gereksinimleri (İSG) finansmanı ile işletme özsermaye kârlılık oranı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Analiz sonuçlarına göre, uygun bir işletme sermayesi finanslama stratejisi; işletmelerin kârlılıklarını artırmalarına katkı sunabilmektedir. Özellikle; ekonomik açıdan genişlemenin olduğu dönemlerde (1997-2007), saldırgan ve muhafazakâr finanslama politikalarına izleyen işletmeler daha düşük özsermaye kârlılık oranına sahip olurken, dengeli finanlama politikalarına sahip işletmeler daha iyi performans sergilemişlerdir. Ancak, finansal kriz dönemi boyunca (2008-2012), işletme sermayesi gereksinimlerini uzun vadeli fonlarla daha yüksek bir oranda finanse eden işletmeler daha fazla getiri elde etmişlerdir.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006, ss.26-35), 2001-2004 arası dönemde, Atina Borsası'ndaki 131 işletmenin kârlılığı ile etkin işletme sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Nakit dönüşüm döngüsü ile kârlılık üzerinden ölçülen brüt işletme kârı arasında istatistikî bir ilişki olup olmadığını test etmek amacıyla regresyon analizi uygulanmıştır. Önceki çalışmalara benzer bir biçimde, araştırmacılar işletme kârlılığı ile nakit dönüşüm döngüsü arasında olumsuz bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Deloof (2003, ss.573-587), nakit dönüşüm döngüsü, aynı zamanda ticari alacaklar ile stokların dönüşümü üzerinden hesaplanan işletme sermayesi yönetimi ile bir kârlılık ölçüsü olarak brüt işletme geliri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla 1992-1996 arası dönemde 1.009 adet büyük ölçekli Belçikalı finansal olmayan işletmeleri analiz etmiştir. Analizin sonuçlarına göre, işletme sermayesi yönetimi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Çalışmaya göre işletmeler, nakit dönüşüm döngüsünü hızlandırıp ticari alacakları ile stoklarındaki gün sayılarını azaltarak kârlarını artırabilmektedirler.

Afza ve Nasir (2007, ss.11-21), 1998-2005 döneminde Pakistan'da Kâraçi Borsası'nda kayıtlı 17 sanayi sektöründe faaliyet gösteren, 268 finansal olmayan işletmeyi incelemiştir. Bu çalışmada araştırmacılar, Pakistanlı işletmelerin saldırgan/muhafazakâr işletme sermayesi pratikleri, kârlılık ve riskleri arasındaki ilişkiyi belirlemek için kesitsel regresyon modellerini

kullanmışlardır. Saldırganlık derecesini ölçmek için toplam kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranına ve dönen varlıkların toplam varlıklara oranına başvurmuşlardır. Diğer yandan işletmelerin kârlılığı ise, özsermaye kârlılık oranı ve aktif kârlılığı üzerinden hesaplanmıştır. Çalışmanın sonuçlarının da gösterdiği üzere, işletmelerin kârlılık değerleri ile işletme sermayesi yatırımı derecesi ve finansman politikaları arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla araştırmacılar, işletmelerin saldırgan bir işletme sermayesi politikası takip ettiklerinde negatif getiriler elde ettiklerini savunmaktadır. Ancak, finansal yöneticiler muhafazakâr bir işletme sermayesi politikası yaklaşımını takip ederek değer yaratabilmektedir. Afza ve Nasir'in (2008, ss.25-36) aynı sektörlerle ilgili olarak ortaya koyduğu diğer bir çalışma, bu araştırmanın bulgularını teyit etmektedir, ancak bu sefer 1998-2003 dönemi için 263 işletmenin finansal verilerine bakılmıştır.

Hindistan'da Vishnani ve Shah tarafından (2006, ss. 25-30); 1994-2005 dönemi boyunca, literatürdeki boşluğu doldurmaya çalışmak üzere, elektronik sektöründe faaliyet bulunan 23 işletmeden oluşan bir örneklemi kullanarak, işletme sermayesi politikalarının ve pratiklerinin kârlılık üzerindeki etkisini inceleyen ampirik bir çalışma yapmışlardır. İşletme sermayesi politikası ile kârlılık arasındaki ilişkiyi tespit etmek için korelasyon katsayısı, kârlılık oranı ile kimi işletme sermayesi politikası göstergesi oranları arasında uygulanan regresyon analizine başvurmuşlardır. Ancak bu sefer, yukârıda tartışılan önceki çalışmalardan farklı olarak, araştırmacılar Hindistan'daki toplam tüketime yönelik elektronik sektörü için kârlılık ile işletme sermayesi politikası arasında önemli bir ilişkinin bulunmadığını belirlediler. Ancak, araştırmacılar likidite ile kârlılık arasında düşük düzeyde pozitif bir korelasyon olduğunu göstermişlerdir.

Malezya işletmelerine ilişkin bir çalışma Binti Mohamad ve Mohd Saad tarafından (2010, ss.140-147) yapılmıştır. Bu çalışmada, pazar değeri ve kârlılık bakımından; işletme sermayesi yönetimi ve bu yönetimin işletmelerinperformanslarına etkisini analiz ettiler. Araştırmaları, Malezya Borsası'nda kayıtlı, tesadüf seçilmiş 172 işletmeye ait panel verilere dayanmaktadır. Analizde ele alınan veriler Bloomberg Veritabanı'ndan alınmıştır. Çalışma ise 2003-2007 arasını kapsayan beş yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini incelemek amacıyla farklı işletme sermayesi yönetimi göstergeleri, yani nakit dönüşüm döngüsü, borç oranı, aktif varlıkların toplam varlıklara oranı, toplam kısa vadeli

borçların toplam varlıklara oranı ve cari oran kullanılmıştır. Ayrıca, özsermaye kârlılık oranı ile aktif kârlılık oranı birer performans göstergesi olarak seçilmiştir. Çalışmada, korelasyon ve çoklu regresyon analizine başvurulmuştur. Sonuçların da ortaya koyduğu üzere, işletme performansı ile işletme sermayesi bileşenleri arasında önemli düzeyde negatif bir korelasyon bulunmuştur.

Dünyadaki diğer ülkelerde olduğu gibi, kârlılık ve işletme sermayesi politikaları arasındaki ilişki Ortadoğu ülkelerinde de analiz edilmiştir. Al-shubiri (2010, ss.167-176); 2004-2007 arası dönem için Ürdün'deki sanayi işletmelerini analiz etmiştir. Dört yıllık bir dönem için Amman Borsası'nda kayıtlı 59 işletmeyi içeren bir örneklem saldırgan/muhafazakâr işletme sermaye yatırımı ile finansman politikalarının kârlılık üzerindeki etkisini incelemek amacıyla araştırılmıştır. Çalışmada veriler kesitsel regresyon modelleri üzerinden analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçların ortaya koyduğu üzere, işletme sermayesi politikasının saldırganlığı ile kârlılık arasında negatif bir ilişki vardır. Araştırmanın bulgularına göre işletmeler saldırgan bir işletme sermayesi politikası uyguladıklarında negatif getiriler elde etmektedir.

İşletme sermayesi yönetimi konusu Afrika ülkelerinde de yaygın biçimde tartışılmıştır. Owolabi ve Alayemi (2012, ss.1-8.) çalışmalarında, işletme sermayesi finanslama stratejisinin saldırgan mı yoksa muhafazakâr bir politika mı olması gerektiğini değerlendirmişlerdir. Araştırmacılar çalışmalarında, Nestle Nigeria PLC'yi incelemişlerdir. İşletme, Nijerya Borsası'na kayıtlıdır. Araştırmacılar 2005-2009 arası dönemi kapsayan beş yıllık dönem için faaliyet raporu ve finansal tablolarından alınan ikincil verilere başvurmuştur. Çalışmada cari oran, alacak devir hızı ve özsermaye kârlılık oranı gibi farklı değişkenler kullanarak, korelasyon katsayısı ve regresyon üzerinden analiz edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, cari oran ile alacak devir hızı; işletme kârlılığı ile negatif bir ilişki içerisindedir. Araştırmacılara göre, kârlılığı artırmak için işletme sermayesinin yönetiminde saldırgan olunmalıdır.

Etkin işletme varlıkları yönetimi ile ilgili çalışmasında, Sathyamoorthi (2002, ss.1015-1034); 1993-1997 arası dönem için Botswana'daki seçili işletmelerden oluşan bir örnekleme başvurmuştur. Araştırmacıya göre, sabit varlıklara yönelik yatırımlara daha fazla önem verilirken, işletme sermayesindeki etkin yönetim daha az ilgi görmüştür. Ayrıca araştırma sonuçları, çalışmanın ele aldığı tüm dört yıl boyunca incelenen işletmelerce saldırgan bir işletme sermayesi politikası takip edildiğini göstermektedir.

Kenya açısından, son yıllarda işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerine etkisini araştıran araştırmacılar arasına W. M. Nyabuti ve O. B. Alala da (2014, ss.212-219) eklenmiştir. İşletme sermayesi yönetimi politikasının Nairobi Borsası'na kayıtlı işletmelerin finansal performansına etkisini belirlemek amacıyla araştırmacılar 2008-2012 arası beş yıllık dönem için borsada kayıtlı 10 işletmeden oluşan bir örneklem oluşturdular. Aktif varlıkları bağımsız değişken olarak ele almış, bağımsız değişkenlerin ölçülmesinde ise saldırgan finanslama politikası ile saldırgan yatırım politikasına başvurulmuştur. Çalışmada istifade edilen veriler Borsa ve Sermaye Piyasası Kurumu (CMA)'e ait kütüphanelerde bulunan işletmelere ait finans tablolarında yayınlanmış yıllık raporlardan elde edilmiş panel verileri içermektedir. Buna ek olak, çalışmada korelasyon ve regresyon analizi uygulanmış ve borsada kayıtlı işletmelerin finansal performansı ile işletme sermayesi yönetimi politikası arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Magadi ve Mwangi (2014, ss.444-448)'de saldırgan finansman politikasının Kenyalı işletmelerin kârlılığı üzerindeki etkisini incelediler. Çalışmanın ana kütlesini, Nairobi Borsası'na kayıtlı; 38 işletmenin; finans müdürleri oluşturmaktadır. Çalışmada veri seti olarak, hem birincil hem de ikincil verilerden yararlanılmıştır. Birincil verilerin toplanması için belirli kişilerle anketler yapılmış, ikincil veriler ise sözkonusu işletmelere ait finansal tablolarından elde edilmiştir. Saldırgan işletme sermayesi finanslama politikasının işletmenin kârlılığı üzerindeki etkisini test etmek için SPSS yazılımı üzerinden basit regresyon analizi uygulanmıştır. Ancak önceki çalışmalardan farklı olarak araştırmadan elde edilen bulgular, saldırgan işletme sermayesi finanslama politikasının işletmenin kârlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bu nedenle araştırmacılarının da önerdiği biçimiyle, işletmeler daha fazla saldırgan finans politikası uyguladıkça kârlılığını da o kadar çok artıracaktır.

Türkiye dışındaki ortamlarda, işletme sermayesi stratejilerine ilişkin birçok ampirik çalışma yürütülmüştür. Ancak yerelde bu alanda çok az çalışma yapılmıştır. Coşkun ve Kök (2011, ss.75-85), işletme sermayesi politikasının işletme kârlılığı üzerindeki etkisini incelediler. Araştırmacılar, 1991-2005 dönemi için Borsa İstanbul'da kayıtlı 74 Türk imalat işletmesinden elde edilen panel verileri analiz etmişlerdir. İşletme sermayesi politikası ile kârlılık arasındaki ilişkiyi belirlemek için nakit dönüşüm döngüsü, stokların dönüşümü, ticari alacakların dönüşümü ve borç ödeme süresini işletme sermayesi politikası ölçüleri olarak; aktif kârlılığı ise kârlılık

ölçüsü olarak ele aldılar. Korelasyon ve regresyon analizi üzerinden yapılan çalışmanın sonuçlarına göre, nakit dönüşüm döngüsü, alacak devir hızı ve stok dönüşüm hızı seçili işletmelerin kârlılıklarıyla negatif bir ilişkiye sahipken, borç ödeme süresi ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki söz konusudur.

Son olarak, Altan ve Şekeroğlu (2013, ss.223-228) işletme sermayesi finanslama stratejilerinin Borsa İstanbul'da kayıtlı Türk işlemelerinin kârlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma 2003-2012 arası dönem için dokumacılık sektöründeki 16 işletmeden oluşan bir örneklem üzerine yapılmıştır. Analiz için kullanılan ikincil veriler; işletmelerin finansal tablolarından alınmıştır. Bunun dışında, SPSS yazılımı kullanılarak korelasyon ve basit regresyon analizine başvurulmuştur. İşletme sermayesi finanslama stratejileri ölçüsü son on yılın cari oranıüzerinden temsil edilmiştir, kârlılık ise, aktif kârlılığı olarak ele alınmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, işletme sermayesi finansman stratejileri ile kârlılık arasında önemli bir ilişki söz konusudur. Ayrıca, işletmeler saldırgan işletme sermayesi finanslama stratejisini ne kadar çok kullanmışsa kârlılıkları da o oranda artmıştır.

Yukârı bahsedilen tüm çalışmalar, somut bir zemin sunmakta ve işletme sermayesi finanslama stratejileri ve bileşenleri ile ilgili temel bilgileri temin etmektedir. Literatür incelemesinden anlaşılan, işletme sermayesi finanslama stratejileri ve kârlılığın birbiriyle belirli bir ilişkiye sahip olduğudur. Başka bir ifadeyle, araştırmanın literatürü, bu konuyla ilgili ve farklı yönlerden farklı ülkelerden ve çevrelerden yapılmış olan araştırmaların sonucu ve çıkârımlarını sunarak, ister saldırgan olsun isterse muhafazakâr olsun, işletmenin benimsediği stratejilerin kârlılık üzerinde etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Dolayısıyla, bu araştırmanın yöntemi, farklı ülkelerde yapılan söz konusu araştırmaların gösterdiği sonuçlarına dayanarak geliştirilmiştir. Ama bu noktada, literatürdeki çalışmaların yapıldığı ekonomilerin Türk ekonomisinden farklı olduklarını tespit ederek, araştırma değişkenleri arasındaki ilişki yabancı ekonomilerde olduğu gibi, Türk ekonomisinde de benzer bir ilişkinin olup olmadığını incelenmiştir.

İsletme sermayesi politikalarının kârlılık üzerindeki etkisini araştıran uluslararası ve yerli araştırmaların özet bilgileri araştırma Ek 1'de topluca gösterilmektedir.

## 3.4. Araştırma Yöntemi

Bu bölümde, araştırmanın veri toplama süreci; örnekleme yöntemi, çalışmaya dâhil edilen değişkenler ve araştırma hipotezlerinin oluşturulmasını içeren tüm araştırma planının detaylı sunumu ele alınmıştır. Bu bölüm aynı zamanda araştırma modeli geliştirildikten sonra; işletme sermayesi finanslama stratejileri ile kârlılık arasındaki ilişkinin incelemesinde kullanılan istatistiki tekniklere ait bir açıklama sunmaktadır.

### 3.4.1. Araştırma Yaklaşımı

Araştırmalar birkaç farklı yoldan, tümevarım veya tümdengelim üzerinden yapılabilir (Patel & Davidson, 2003, s. 25). Bu bakış açısı üzerinden bu araştırma, işletme sermayesi yönetimi politikası ile işletme sermayesi finanslama stratejileri ile ilgili teorilerin bulunmasıyla başlar. Daha sonra araştırma problemi formüle edilerek, bu problem hipotez üzerinden açıklığa kavuşturulur. Bu araştırmanın yöntemi; tümdengelime dayalı bir yaklaşımı esas alır. Teori burada çıkış noktasıdır. İkinci aşamada teoriyi kanıtlamak için hipotez formüle edilmiştir (a.g.e., 1987, s. 17). Ancak araştırma amaçlardan birisi, seçilen işletmelerin takip ettikleri finanslama stratejileri modellerini bulmak olduğundan; çalışmanın saf manada tümdengelimci olduğu ifade edilemez. Çünkü, araştırma aynı zamanda tümevarım yaklaşımına ait kimi etkilere de sahiptir. Araştırmanın tümevarımcı kısmı, analiz edilen verilere ait bulgulardan üretilecek teorinin kendisidir.

Buna ek olarak, araştırmacıların elinde iki yaygın araştırma yöntemi mevcuttur. Bunlar: Niceliksel araştırma yöntemi ve niteliksel araştırma yöntemidir. Ancak niteliksel veya niceliksel yöntemin hangisinin kullanılacağını cevaplanması gereken araştırma sorusu belirler (Patel & Tebelius 1987, s. 43). Bu nedenle, bu araştırmada istenilen amaçlara ulaşmak ve araştırma probleminin net bir şekilde cevaplanması için en uygun olan yöntem niceliksel araştırma yöntemidir. Çünkü bu araştırma esas olarak sayılara, hipotez kullanımına ve onları analiz edebilme için istatistik araçlarına dayanmaktadır. Dolayısyla bu araştırma, özel bir durum hakkında yorum yaparken; niteliksel araştırmanın yaptığı gibi deneyimleri veya değerleri kullanamaz. Ancak, veri toplama işi niceliksel bir yaklaşım ile yapılmıştır.Burada amaç, araştırmadaki modellerin üzerindeki örtüyü kaldırmak, olguları formüle etmek için kullanılabilir

istatistiklere dönüştürülebilecek veriler ve sayısal, ölçülebilir veriler üretmek suretiyle sorunu nicelikselleştirmektir.

### 3.4.2. Veri Kaynakları ve Anakütlenin Tanımı

Bu çalışmanın analiz noktasında, ikincil veri kaynağına başvurulmuştur. Çalışmada kullanılan veriler; kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten basım-yayın sektöründe faaliyet gösteren 11 işletmeye ait finansal tablolardan alınmıştır. Veriler Borsa İstanbul (BIST) veritabanında (http://www.imkb.gov.tr) ve Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi internet sitesinde (www.kap.gov.tr) mevcuttur. Özellikle,çalışmada temel finansal tablolar kullanılmıştır. Bunlar örneklemdeki işletmelere ait denetimden geçmiş yıllık bilanço ve gelir tablosudur. Dolayısıyla, bu kaynaktan alınan veriler derlenip çalışmanın ihtiyaçları doğrultusunda kullanılmıştır. Ayrıca, finansal tablolarından elde edilen veriler önyargılardan serbest, doğru ve erişilebilme olanağı olduğundan ikincil veri olarak değerlendirilir.

Buna ek olarak; çalışmanın temelini son yıllara ait veriler oluşturmuş ve ilgili dönem 2005-2014 arası on yıllık bir süreci kapsamıştır. Özellikle, bu on yıla ait kullanılan özel verileri; vergiler düştükten sonra elde kalan dönem net kârları; satışlar; toplam varlıklar ve kısa vadeli borçların oluşturması ile beraber, örneklemdeki işletmelerin finansal tablolarının her bir yılına ait toplam borç ve özsermaye içermektedir.

Bu çalışmanın ana kütlesi, Aralık 2014 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'a kote olmuş; kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten, basım-yayın sektörüne mensup işletmelerden oluşmaktadır. Ana kütlenin sadece Borsa İstanbul'a kote olmuş işletmelerle sınırlı tutulmasının nedeni, Borsa'ya kayıtlı olmayan işletmelerin finansal tablo ve eklerini yayınlama zorunluluğunun olmamasıdır. Ana kütle sektördeki tüm işletmelerden oluştuğundan, tüm ana kütle incelenmiştir. Ancak, çalışma süreci boyunca verileri eksik olan veya tutarsızlık arz eden işletmeler örneklemden çıkârtılmıştır. Bunun sonucunda, kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten, basım-yayın sektöründen 11 işletme elde kalmıştır. Görüldüğü üzere, sektör iki ana-alt sektörden, kâğıt ve kâğıt ürünleri ile basım-yayın alt sektöründen oluşmaktadır.

Tablo 7'de, analiz kapsamında on yıl boyunca kesintisiz bir şekilde finansal raporları bulunmayan işletmeler elendikten sonra kalan alt sektörler itibarıyla işletmelerin sayısını göstermektedir.

**Tablo7:** Ana Alt Sektörler İtibarıyla İşletmelerin Sayısı

| **Alt Sektör** | **İşletmelerin Sayısı** |
|---|---|
| Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri | 6 |
| Basım ve Yayın | 5 |
| **Toplam** | **11** |

### 3.4.3. Veri Analizi Yöntemi

Araştırmada veri toplama işlemi tamamlandıktan sonra; araştırma sonuçlarına ulaşabilmek için iki tip istatistikî veri analizi (tanımlayıcı ve çıkarımsal) devreye sokulmuştur. Çıkarımsal istatistik kapsamında; Pearson Korelasyon ve Çoklu Regresyon Analizi; SPSS yazılımı kullanılarak uygulanmıştır. Regresyon analizinin kullanılmasının nedeni; aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı üzerinden ölçülen, işletme kârlılığının; kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı ile ölçülen, finanslama stratejileri ile aralarında önemli bir ilişki olup olmadığını sınamaktır. Ancak, tanımlayıcı istatistik analizinde; araştırmada seçilen her bir değişken için ortalama, standart sapma, maksimum ve minimum değerleri vermek suretiyle detaylı bilgi sağlar. Başka bir ifadeyle, tanımlayıcı istatistik analiz; çalışmada kullanılan verilerin kesin konumunu gösterir. Buna kârşılık; çıkârımsal istatistik; bulguların genelleştirilebilirliği ve güvenilirliği ile ilgili çıkârımlarda kullanılmıştır. Buna ek olarak; araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki ilişki derecesini ölçmek için özel olarak Pearson korelasyonlarına başvurulmuştur. Lineer regresyon ise, bağımlı ve bağımsız değişken arasındaki nedensel ilişkiyi incelemek için kullanılırken; aynı zamanda araştırmanın hipotezin sınanmasın da kullanılmaktadır.

### 3.4.4. Değişkenler ve Değişken Ölçümleri

Bu çalışma; işletme sermayesi finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerindeki etkisini incelemektedir. Bu amaca ulaşabilmek için araştırma değişkenlerinin geliştirilmesi gerekir.

Araştırma değişkenleri; bağımsız değişken, bağımlı değişkenler ve kimi kontrol değişkenlerini içerir. Bu değişkenler araştırma hipotezinin test edilmesi için geliştirilmiştir. Seçilen tüm değişkenler nihayetinde; işletme sermayesi yönetimini ve kârlılığı etkileyen özelliklere sahiptir. Araştırma değişkenlerinin seçilmesinde daha önce yapılan işletme sermayesi finanslama stratejilerine ilişkin çalışmalara incelenmiştir.

- **Bağımsız değişken**

İşletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla; bu stratejileri temsil eden bir bağımsız değişken tanımlanmıştır. Dolayısla bu çalışmada, Borsa İstanbul'da kayıtlı olan; kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım-yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin izledikleri işletme sermayesi finanslama stratejisinin belirlenmesi için bir bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı (TKVB/TV) değişkeni kullanılmıştır. Bu oran çalışma literatürdeki araştırmalarda da; işletme sermayesi yatırım politikası ile finanslama politikasını temsil edilmiştir. Söz konusu oranı kullanan araştırmacılar arasında Afza ve Nazir (2008, ss.25-36), Weinraub ve Visscher (1998, 11-18), Nyabuti ve Alala (2014, ss.212-219.), Al-Shubiri (2010, ss.167-176) ile Bint Mohamad ve Mohd Saad (2010, ss.140-147) sayılabilir.

Genellikle, işletme sermayesi finanslama stratejisi iki şekilde olabilir: Agresif finansman stratejisi veya Muhafazakâr finanslama stratejisi. Agresif finanslama stratejisi (AFS), yüksek oranda kısa vadeli borçların ve düşük oranda uzun vadeli borçların kullanmasını ifade eder. Buna kârşılık; muhafazakâr finanslama stratejisinde kısa vadeli borçların oranı yüksek, uzun vadeli borçların oranı ise düşüktür. Bu çalışmada bir işletmenin benimsediği finanslama stratejisinin agresiflik veya muhafazakârlık derecesi şu formülle ölçülecektir:

Toplam Kısa Vadeli Borçlar (TKVB) / Toplam Varlıklar (TV).

Bu formülde, oranın yükselmesi; stratejinin nispeten daha da saldırgan, düşük olması ise stratejinin nispeten daha muhafazakâr olduğunu gösterir.

- **Bağımlı Değişkenler**

İşletme sermayesi finansmanı stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkisini analiz etmek için; sık sık kullanılan iki kârlılık ölçüsü bu çalışmanın bağımlı değişkenleri olarak tanımlanmıştır. Bunlar aktif kârlılık (AK) ve özsermaye kârlılık (ÖK) oranlarıdır. Aktif kârlılık, bir işletmenin kârlarını maksimizasyon etmesi için mevcut kaynaklarından nasıl verimli bir biçimde kullandığını gösteren bir kârlılık ölçüsüdur. Dolayısyla, yüksek aktif kârlılık oranı(AK) işletme kârlılığındaki artışı gösterir (Gitman, 2002, s.61). Bu oran; vergiler düşüldükten sonra elde kalan kârın toplam varlıklara bölünmesi suretiyle hesaplanır: "Net Gelir/Toplam Varlıklar".

Diğer yandan; kârlılığı ölçmenin bir diğer yaygın kullanılan alternatifi de özsermaye kârlılık oranıdır. Bu oran, bir işletmenin ortaklarına ait fonları ne kadar iyi kullandığını gösterir. Özsermaye kârlılık oranı (ÖK) şu şekilde ifade edilmektedir: "Net Gelir/ Özsermaye".

On yıllık dönem için; özsermaye kârlılık oranı ve aktif kârlılık değişkenleri ile toplam kısa vadeli borçlar/toplam varlıkların ortalaması alınmıştır. Daha sonra; her bir işletmenin uyguladığı işletme sermayesi finanslama stratejisinin tanımlanıp; işletmelerin kârlılıkları belirledikten sonra; işletme sermayesi finanslama stratejilerinin kârlılık üzerine yaptığı etki inceleme aşamasına geçilmektedir.

- **Kontrol Değişkenleri**

İşletmenin toplam varlıklarına ait doğal logaritma üzerinden hesaplanan işletme büyüklüğü, bir önceki yılın satışlarına dayanarak yıllık satış hacmindeki değişim ile ölçülen işletmedeki satış büyüme ve araştırma dönemi için her bir işletmeye ait borç-özsermaye oranı olarak alınan borçlanma derecesi; kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu değişkenler bu çalışmada birer kontrol değişkeni olarak seçilmiştir. Çünkü bunlar yukarıda bahsedilen bağımsız değişkenin etkisine ek olarak işletme kârlılığını da etkileyebilen diğer kontorol değişkenlerdir.Tablo 8'de çalışma için kullanılan değişkenlerin özetini ve ölçümlerini yer almaktadır.

**Tablo 8:** Analizde Kullanılan Değişkenlerin Özeti ve Ölçümleri

| Değişken Türü | Değişkenin İsmi | Ölçme Yöntemi |
|---|---|---|
| Bağımsız Değişken | Finanslama Stratejisi | $\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$ |
| Bağımlı Değişkenler | Aktif Kârlılık (AK) | $\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Varlıklar}}$ |
| | Özsermaye Kârlılık Oranı (ÖKO) | $\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Öz Sermaye}}$ |
| Kontrol Değişkenleri | İşletme Büyüklüğü | Ln (Toplam Varlıklar) |
| | Satışlardaki Büyüme | $\frac{\text{Cari Yılın Satışları} - \text{Önceki Yılın Satışları}}{\text{Önceki Yılın Satışları}}$ |
| | Borçlanma Derecesi | $\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Özsermaye}}$ |

### 3.4.5. Araştırma Modelinin Kurulması ve Tahmin Süreci

Bu araştırmada, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletmenin kârlılığına etkisini belirlemek üzere olusturulan modeller veri analizi ile tahmin edilmiştir. Kurulan modellerde, bağımsız değişken olarak yer alan işletme sermayesi finanslama stratejisinin bağımlı değişkenler olan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığına etkileri incelenmistir.

Ayrıca, kurulan modelerde kontrol değişkenleri olarak satışlardaki büyüme, işletme büyüklüğü ve borçlanma derecesi ele alınmıştır. Buna göre çalışmada kullanılacak modeller asağıdaki gibi geliştirilmiştir:

**Model 1.**

**İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisinin Aktif Kârlılığına Etkisi**

$$AK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \beta4(BORÇDER)+ \varepsilon i \quad (1)$$

**Model 2.**

**İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisinin Özsermaye Kârlılığına Etkisi**

$$ÖK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \beta4(BORÇDER) + \varepsilon i \quad (2)$$

Yukârıdaki eşitlikliklerde yer alan sembollerin anlamları aşağıdaki gibidir:

KVYK /TA: Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Aktifler

İBÜY: İşletme Büyüklüğü, (Varlıkların doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır).

SBÜY: Satışların Büyüme Oranı, (Yıllık satış hacmindeki değişiminin bir önceki yıl satışlarının bölümesiyle hesaplanmıştır).

BORÇDER: Borçlanma Derecesi, (Toplam yabancı kaynakların özsermaye bölümesiyle hesaplanmıştır).

AK: Aktif Kârlılık Oranı,

ÖK: Özsermaye Kârlılık Oranı

$\alpha$ : Sabit

$\beta1$, $\beta2$, $\beta3$ ve $\beta4$: Değişkenlerin katsayıları

$\varepsilon i$ : Modelin hata terimi

### 3.4.6. Araştırmanın Hipotezleri

Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin benimsediği finanslama stratejilerinin, işletme kârlılıklarına etkisini belirlemek amacıyla test edilebilir hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

**Hipotez 1.**

H0: Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerinde etkisi yoktur.

**Hipotez 2.**

H0: Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif finanslama stratejisinin kârlılık üzerine negatif etkisi yoktur.

**Hipotez 3.**

H0: Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif ve muhafazakâr finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerindeki etkileri aynıdır.

### 3.5. Veri Analizi ve Sonuçların Değerlendirilmesi

İşletme sermayesi finanslama stratejisinin kârlılık üzerindeki etkisinin belirlemesi için; üç ayrı analiz yapılmıştır. Analizde ilk olarak, kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren ve çalışma dönemi verileri eksik olmayan tüm işletmelerin verileri topluca analiz edilmiştir. Daha sonra, sektördeki işletmeler, agresif finanslama stratejisi kullanan ve muhafazakâr finanslama stratejisi kullanan işletmeler omak üzere iki grupa ayırılıp her grup için ayrı bir şekilde analizler yapılmıştır. Sözkonusu analizler, çalışma dönemi boyunca örneklemdeki her bir işletmenin işletme sermayesi oranlarının belirlemesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Özellikle, hesaplanan oranlar, toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı; toplam varlıkların doğal logaritması; satışlardaki büyüme oranı, borçlanma derecesinin oranı; aktif kârlılık oranı (AK) ve öz sermaye kârlılık (ÖK) oranıdır.

Analiz sürecine başlamadan önce, kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren her bir işletmeye ait 10 yıllık kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı toplanarak sektör ortalaması bulunmaya çalışılmıştır. Seçilen işletmelerin uyguladıkları finanslama stratejilerinde önemli farklılıklar yer aldığı için işletmenin agresif ya da muhafazakâr finanslama stratejisinden hangisi benimsediğini gösteren bir ölçütün olması gerekir.

Dolayısıyla, sektör ortalamasının belirlenmesi, işletmelerin benimsedikleri finanslama stratejilerinin agresif ya da muhafazakâr olarak ayırmasına katkı sağlamaktadır.

**Tablo 9**: Sektör Ortalamasının Bulunması

| Işletme Adı | Gözlemler | KVYK / Toplam Varlıklar | |
|---|---|---|---|
| | | Ortalama | Standart Sapma |
| AlKIM KAĞIT | 10 | .179380 | .0393377 |
| BAK AMBALAJ | 10 | .302257 | .0377048 |
| BAKANLAR MEDYA | 2 | .210225 | .0882362 |
| DOĞAN BURDA | 10 | .269339 | .0253476 |
| DOĞAN GAZETECİLİK | 10 | .173869 | .0840697 |
| DURAN DOĞAN BASİM | 10 | .608836 | .1533076 |
| HÜRRİYET GZT. | 10 | .220074 | .0828591 |
| İHLAS GAZETECELİK | 5 | .055492 | .0167767 |
| KAPLAMİN | 10 | .366032 | .1876825 |
| KÂRTOSAN | 10 | .106007 | .0436870 |
| MONDİ TİRE KOTSAN | 10 | .430601 | .1392134 |
| OLMUKSAN-IP | 10 | .181043 | .0782528 |
| PRİZMA PRES MATBAACİLİK | 3 | .021062 | .0096045 |
| SARAY BATBAACİLİK | 4 | .517072 | .0494861 |
| TARAF GAZETECİLİK | 4 | .402081 | .1055439 |
| UMUR BASİM | 1 | .326638 | . |
| VİKİNG KAĞIT | 10 | .435430 | .1622862 |
| Toplam | 129 | .290644 | .1819003 |
| **Sektör Ortalaması** | | **.290644** | |

Tablo 9'a göre sektör ortalaması %29 olarak çıkmıştır. Buna göre, bu araştırmada işletme finanslama stratejisini temsil eden ve kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı şekilde hesaplanan sektör ortalaması (%29), agresif ve muhafazakâr finanslama stratejilerinin arasında belirleyici sınır olarak kullanılmıştır. Dolayısıyla, toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranının %29'dan yüksek olduğu işletmeler agresif finanslama stratejisini izleyen işletmeler, %29'dan düşük olduğu işletmeler ise muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen işletmeler olarak kabul edilmiştir.

### 3.5.1. Sektör Analizi

Araştırmanın amaçlarına ulaşılabilmesi için bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri üzerinde analiz yapılmıştır. Analiz sürecinin ilk adımında, her bir değişken için on yıllık aritmatik ortalama hesaplanmıştır. Daha sonra, korelesyon ve regresyon analizleri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişki belirlemeye çalışılmıştır. Öte yandan, çalışma dönemi boyunca finansal raporları olmayan işletmeleri çalışma kapsamından çıkârıldıktan sonra sektör analizinde kullanılmak üzere on bir adet işletme bulunmaktadır.

#### 3.5.1.1. Tanımlayıcı İstatistik

Çalışma kapsamında gerçekleştirilen analizlerin ilk aşamasında, tanımlayıcı istatistik yapılmıştır. Analizler için SPSS 20 istatistik paket programı kullanılıp elde edilen sonuçlar tablolar ile gösterilmiştir.

Genel olarak, ham verileri tek başına kullanmaktansa, veri özelliklerini tanımlamak ve tartışmak için tanımlayıcı istatistikler kullanılır. Dolayısıyla, tanımlayıcı istatistikler önemli oranda, nitekliksel ve niceliksel verileri içeren araştırmalarda sık olarak kullanılmaktadır. Bu istatistiklerin tüm normatif ve sebep-sonuç istatistik teknikleri ile birlikle etkin bir şekilde kullanılması gerekmektedir. Çünkü tanımlayıcı istatistikler tam anlamı ile kavranmadığı taktirde, veriler yanlış anlaşılabilir ve sonuçlar yanlış yorumlanabilir(Texas State Auditor's office, rev.5/95).

Tablo 10'da, bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri olmak üzere, 2005-2014 yılları arası dönemde Borsa İstanbul'da kayıtlı olan 11 işletmeye ait verilerin tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Genel olarak Tablo 10'da, çalışmayla ilgili tüm değişkenlerin gözlem sayısı, ortalama değeri, standart sapmanın yanı sıra minimum ve maksimum değerleri gösterilmektedir.

**Tablo10:** Tanımlayıcı İstatistik

| Değişken | N | Minimum | Maksimum | Ortalama | Std. Sapma |
|---|---|---|---|---|---|
| Finanslama Stratejisi | 110 | 0.0754 | 0.8363 | 0.297534 | 0.1770466 |
| İşletme Büyüklüğü | 110 | 17.41 | 21.44 | 18.8929 | 0.95859 |
| Satışlardaki Büyüme | 110 | -0.4541 | 0.4863 | 0.082823 | 0.1429834 |
| Borçlanma Derecesi | 110 | 0.1038 | 0.9394 | 0.422549 | 0.2423344 |
| Aktif Kârlılığı | 110 | -0.2658 | 0.1997 | 0.015683 | 0.0839581 |
| Özsermaye Kârlılığı | 110 | -4.3192 | 0.3218 | -0.106841 | 0.6373585 |

Tablo 10'dan da görüleceği üzere analize dahil edilen tüm değişkenlerin gözlem sayısı 110'dur. Buna ek olarak, özsermaye kârlılığı negatif bir ortalama gösterirken onun dışındaki bütün değişkenler için pozitif bir ortalama belirlenmiştir. Bu çalışmada, bir işletme tarafından benimsenen finanslama stratejisinin, agresiflik veya muhafazakârlık derecesini belirlemek için bağımsız bir değişken olarak toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı (KVYK/TA) kullanılmıştır. Dolayısıyla, örneklemdeki işletmelerin analiz döneminde izlediği finanslama stratejilerinin ortalaması 0.2975'tir. İşletmelerin finanslama stratejilerin minimum ve maksimum değerleri 0.0754 ve 0.8363 arsında değişmektedir. Finanslama stratejisinindeki minimum ve maksimum değerler arasında oldukça büyük bir fark olduğu görülmektedir. Ancak finanslama stratejisinin satandart sapması 0.17705 olsa da, minimum ve maksimum değerlere nazaran göreceli olarak büyük bulunmamıştır. Bunu, sektördeki işletmelerin uyguladığı finanslama stratejilerinin aynı olmamasına rağmen aralarında çok büyük fark olmadığı şeklinde yorumlamak mümkündür.

İşletme büyüklüğünün kârlılık üzerindeki etkisini ölçmek için toplam varlıkların doğal logaritması kullanılmıştır. Örneklemdeki işletmelerin büyüklük ortalaması 18.89 olurken standart sapması 0.95859 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla işletme büyüklüğü açısından, analiz kapsamındaki işletmeler benzer büyüklüktedir.

Bir önceki yılın satışlarına dayanarak yıllık satış hacmindeki değişim ile ölçülen işletme satışlarındaki büyüme, ortalama olarak düşük satış hacmi göstermektedir. Buna göre çalışma süresi buyunca, kağıt ve kağıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin satışlarındaki büyüme %8.3 olarak gerçekleşmiştir.

Aynı zamanda, işletmenin borçlanma derecesini temsil eden toplam borçların özsermayeye oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmışrır. Tanımlayıcı istatistiklerin ortaya çıkârdığı sonuca göre, analiz kapsamındaki işletmelerin, ortalama olarak sermaye yapısı içerisinde öz sermayeleri; toplam borçlara kıyasla daha büyük bir oranda bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, işletmeler varlıklarının finansmanında kullandığı fonların %42,3'ünü yabancı kaynaklardan sağlamaktadır. Kalan kısmı ise öz sermaye ile kârşılamaktadırlar. İşletmelerin yabancı kaynak finansmanı yerine özkaynak finansmanını tercih etmesinin sebebi, işletmelerin yabancı kaynak elde etmelerinde kârşılaştığı engeller olarak açıklanabilir.

Araştırmada bağımlı değişkenlerden birisi olanaktif kârlılığı açısından, çalışma dönemi içerisinde bazı işletmeler %26.6'likbir zarar yaşarken diğer işletmeler %20 olarak bir aktif kârlılığıyla çalışmıştır. Ortalama olarak, araştırma kapsamındaki işletmeler, varlık üzerinden %1,6'lık bir kazanç sağlamaktadırlar. Aktif kârlılığının standart sapması ise %8,4'dir.

Son olarak, bu çalışmada işletme kârlılığının ölçülmesinde aktif kârlılığı ile beraber kullanılan öz sermaye kârlılığı (ÖK) araştırmanın ikinci bağımlı değişkeni olarak kullanılmıştır. ÖK'ın ortalaması -%10,7 standart sapması ise %63,7'dir. ÖK'nın maksimum değeri 0,3218 iken minimum değeri ise -4,392'dir. Burdan göreleceği gibi araştırmaya dahil olan işletmelerin özsermaye kârlılığı negatif bir sonuç çıkmaktadır.

#### 3.5.1.2. Pearson'un Korelasyon Analizi

Bu çalışmada, işletme sermayesi finanslama strateji ile işletme kârlılığı arasındaki ilişkiyi belirlemek için korelesyon katsayısı analizi kullanılmıştır.

Korelesyon katsayısı iki veya daha fazla değişkenler arasındaki ilişkinin incelemesi amacıyla uygulanan bir analiz tekniğidir. Dolayısıyla, korelesyon analizi bir değişkenin diğer bir değişkenin değişmesiyle gerçekleşen değişimini gösterir. Bu katsayı, -1 ile +1 arasında bir değerle sınırlandırılmıştır. Değeri -1 veya +1'e yaklaştıkça değişkenler arasındaki ilişkinin çok güçlü, buna kârşılık 0'e yaklaştıkça ilişkinin zayıf olduğunu ifade etmektedir. (Tekin, 2014, ss.104-105). Özellikle, bu çalışmada değişken sayısı ikiden fazla olduğu için değişkenler arasında var olan ilişkinin ve bu ilişkinin gücünün belirlemesi amacıyla Pearsonun Korelasyon katsayısı uygulanmıştır.

Tablo 11'de regresyon modeline dahil edecek bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerin korelasyon katsayısı matrisini göstermektedir. Tablo 11'den göreleceği gibi, bazı değişkenler arasında yüksek bir korelesyon bulunmaktadır. Özellikle, finanslama stratejisi ve kârlılık oranları (AK ve ÖK) arasındaki ilişki çalışma amacı ile yakından ilişkili olduğu için özel dikkat edilmesi gerekmektedir. Ayrıca, değişkenler arasındaki ilişkilerin pozitif ve negatif olmak üzere kârma olduğu gözlemlenmiştir.

**Tablo11**:Pearson Korelasyon Katsayısının Matrisi

| Değişken | Finanslama Stratejisi | İşletme Büyüklüğü | Satışlardaki Büyüme | Borçlanma Derecesi | Aktif kârlılığı | Özsermaye kârlılığı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finanslama Stratejisi** | 1 | | | | | |
| **İşletme Büyüklüğü** | -0.336** (0.000) | 1 | | | | |
| **Satışlardaki Büyüme** | 0.080 (0.404) | -0.071 (0.461) | 1 | | | |
| **Borçlanma Derecesi** | 0.839** (0.000) | -0.126 (0.189) | 0.090 (0.351) | 1 | | |
| **Aktif Kârlılığı** | -0.519** (0.000) | 0.003 (0.978) | 0.152 (0.113) | -0.661** (0.000) | 1 | |
| **Özsermaye Kârlılığı** | -0.392** (0.000) | 0.019 (0.845) | 0.152 (0.113) | -0.507** (0.000) | 0.722** (0.000) | 1 |

** İşareti; istatistiğin %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişkini olduğunu ifade etmektedir (2-tailed)

Tablo 11'deki sonuçlara bakıldığında, bağımlı değişkenler olan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı ile finanslama stratejisi arasındaki ilişki ters yönlü %51,9 ve %39,2 oranlarında bir ilişki olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, ikisinde de P-değeri 0.000'dır ve α= %1 anlamlılık seviyesine ulaşmıştır. Bu, finanslama stratejisinin kârlılık üzerindeki etkisinin anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı artıkça finanslama stratejisinin agresifliği artar ve bunun sonucunda işletme kârlılığı azalır. Başka bir ifadeyle, işletmenin daha agresif finanslama stratejisi daha az işletme kârlılığı ile sonuçlanmaktadır. Bu yüzden, işletme sermayesi finanslama stratejisi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bu sonuç, işletme sermayesi yönetiminin geleneksel teorisine aykırı olmasına rağmen Weinraub ve Visscher (1998), Afza ve Nasir ( 2007); Binti Mohamad ve Mohd Saad (2010); ve Nyabuti ve Alala (2014) tarafından yapılan araştırmalarının sonuçları ile bağdaşmaktadır. Geleneksel işletme sermayesi yönetimine göre, muhafazakâr finanslama stratejisi daha düşük risk ve daha az kârlılık sağlarken agresif finanslama stratejisi yüksek risk ve yüksek kârla ilişkilidir.

Çalışmada, kontrol değişkeni olarak yer alan borçlanma derecesi Tablo 11'de görüldüğü gibi anlamlı olarak negatif ve güçlü bir şekilde işletme kârlılığı üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Bu ilişkinin katsayıları sırasıyla -0.661 ve -0.507'dir. Bu, işletme kârlılığı ile işletmenin göze aldığı risk arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Yukârıda bahsedilen ilişkilerden farklı olarak, işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı aralarında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. İşletme büyüklüğü ile kârlılık ölçüleri arasındaki korelesyon katsayıların 0.003 ve 0.019 olarak çıkârken, satış büyüme ile işletme kârlılığı 0.152 ve 0.152 bir korelesyon katsayısına sahiptir. Buna göre, işletme kârlılığı ile kontrol değişkenleri olan işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Bu sonuçların göstergesi; işletme büyükdükçe ya da satışlardaki büyüme oranı arttıkça işletmenin kârlılığının artmasına yol açmaktadır. Tam tersi de doğru olabilir. Ama bu ilişki, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki değildir.

Ancak, korelesyon analizinin eksikliklerinden birisi, korelesyonun neden-sonuç ilişkisini saptayamamasıdır. Başka bir ifadeyle, bu analizle hangi değişkenin neden, hangisinin sonuç olduğu belirlenemez (İslamoğlu, 2013, s. 340). Buna ek olarak, basit matris içinde olan korelesyon katsayısı analiziyle, her bir değişkenin diğer tüm açıklayıcı değişkenlerle ilişkisi tam olarak bilenemez. Bu nedenle, işletme sermayesi finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerindeki etkisinin belirlenmesi için çoklu regresyon analizi yapılması gerekmektedir.

Çalışmada analizlerin doğru ve sağlıklı bir sonuç vermesi için çoklu regeresyon uygulamadan önce bağımsız değişkenler arasında yüksek düzeyde korelesyon olup olmadığını değerlendirmek gerekmektedir. Çünkü, eğer bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon varsa bura da eş doğrusallık probleminin var olduğu anlamına gelmektedir. Bu da regresyon modelinin doğru sonuç vemeyeceğini ifade etmektedir (İslamoğlu, 2013, s. 341).

Çoklu ya da eş doğrusallık sorunu, bir regresyon modeli içinde iki veya daha fazla bağımsız değişkenlerin büyük ölçüde birbiriyle bağlantılı olduğu bir istatistik olgudur. Bu durumda, modeldeki küçük değişikliklerden tepkisi olarak yapılacak tahminler düzensiz bir şekilde değiştirebilir. Eş doğrusallık sorunu, modelin tahmin gücünü ve güvenilirliğini tam bir şekilde ortadan kaldıramaz. Yalnızca bireysel olarak bir bağımsız değişken ile ilgili hesaplamaları etkiler. İçinde eş doğrusallık problemi olan bir model, bir bütün olarak bağımsız değişkenlerin ne kadar bağımlı değişkeni tahmin ettiğini gösterebilir. Ancak, bireysel olarak bir bağımsız değişken hakkında ya da hangi bağımsız değişken diğerlere göre gereksiz gibi, herhangi bir geçerli sonuç vermeyebilir(Farrar & Gluaber, 1967, 92-107).

Öte yandan, eğer analizde kullanılan veri seti içinde uç değerlere sahip olan veriler varsa, modelin açıklama gücü azalacaktır. Uç değer, bir değerin diğer değerlerden çok yüksek olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla regresyon analizinde, uç değerler regresyon çizgilerini ve katsayıları bozabilir (Gordon, 1998).

Eş doğrusallık ve uç değerler problemleri ortaya çıktığında, hem aralarında yüksek korelesyon olan bağımsız değişkenleri birer birer analizden çıkârılarak hem de aşırı uç değere sahip olan kayıtları veri setinden çıkârılarak analiz işlemine devam edilir(İslamoğlu, 2013; ss. 350-366)

Bu çalışmada, Tablo 11'deki korelesyon matrisinden görüldüğü üzere, finanslama stratejisi ile borçlanma derecesi değişkenleri arasındaki korelesyon katsayısı 0.839 gibi çok yüksek bir değere sahiptir. Dolayısıyla, bu iki bağımsız değişkenler aralarında eş doğrusallık sorunu söz konusudur. Korelesyon analizine katılan diğer değişkenler ise, arasındaki korelesyon katsayısı yüksek düzeyde olmadığı için eş doğrusallık bir sorun oluşturmamaktadır. Bu nedenle, yukârıda açıklanmış olan iki değişkenlerin arasındaki eş doğrusallığın ortadan kaldırılabilmesi amacıyla borçlanma derecesi değişkeni analiz sürecinden çıkarılmıştır. Diğer tüm değişkenler ise, hepsi çalışma analizi sürecine dahil edilmiştir.

Bunun yanı sıra veri setindeki 53 ve 54 numaralı kayıtların hata terimlerinin diğer kayıtlardan çok yüksek olduğu için veri setinden çıkârılarak analiz dışında bırakılmıştır.

#### 3.5.1.3. Regresyon Analizi

Bu çalışmada, finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerindeki etkisini test etmek için regresyon analizine başvurulmuştur. Regresyon analizi, bir bağımlı değişkenin değerini bir ya da daha fazla bağımsız değişken kullanarak tahmin etmeye olanak veren bir istatistik tekniğidir (İslamoğlu, 2013, s. 348). Bu çalışmada, bağımsız değişkenler birden fazla olduğu için çoklu regresyon uygulanmıştır. Dolayısıyla çoklu regresyon analizinde, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisi oluşturulan iki model yardımıyla tahmin edilmeye çalışılmıştır. İki modelde, toplam kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı, işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme oranı bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Ancak, Model 1'de aktif kârlılığı bağımlı değişken olarak kullanılırken Model 2'de özsermaye kârlılığı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Kısaca, iki modelde kullanılan regresyon denklemleri şöyle olacaktır:

$$AK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i \quad (4)$$

$$ÖK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i \quad (5)$$

Tablo 12'de ilk regresyon modeline ilişkin özet bilgiler yer almaktadır. Dolayısıyla oluşturan regresyon modelinin R ve $R^2$ değerleri gösterilmektedir.

**Tablo12**: Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu

| Model | R | $R^2$ | DüzenlenmişR$^2$ | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | .607a | .368 | .350 | .0635442 | 1.216 |

a. Belirleyiciler: ( Sabit), Finanslama Strateji, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme

b. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Modelin açıklama gücü olarak ifade edilen $R^2$ değeri 0.368 olarak çıkmıştır. Bu değer, toplam aktif kârlılığındaki değişkenliğin %36.8'inin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı şeklinde ifade edilebilir. Bu yüksek bir açıklama oranı değildir. Yine de, toplam aktif kârlılığında bağımsız değişkenlerin açıklayamadığı %63.2'lik bir değişkenlik daha vardır. Bağımsız değişkenler tarafından açıklanamayan bu varyans, aktif kârlılığını etkileyen ve modele dahil edilemeyen başka bağımsız değişkenler olabileceği anlamına gelir.

Aşağıda Tablo 13'te regresyon analizine ilişkin katsayılar tablosu görülmektedir. Dolayısıyla, bu Tablo 13'te modeldeki değişkenlerin tahmine katkısını birer birer göstermektedir.

**Tablo13:** Çoklu Regresyon Analizine ilişkin Katsayılar Tablosu

| Değişkenler | Standartlaştırılmamış Katsayılar | | Standartlaştırılmış Katsayılar | t istatistiği | Anlamlılık |
|---|---|---|---|---|---|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 0,402 | 0,132 | | 3.048 | 0,003 |
| Finanslama Stratejisi | -0,277 | 0,037 | -0,623 | -7.585 | 0,000 |
| İşletme Büyüklüğü | 0,016 | 0,007 | 0,200 | 2.434 | 0,017 |
| Satışlardaki Büyüme | 0,107 | 0,043 | 0,193 | 2.493 | 0,014 |

a. Bağımlı değişken: Aktif Kârlılığı

Sabit terim, regresyon doğrusunun dikey ekseni kestiği noktadır. Başka bir ifadeyle, modeldeki bağımsız değişkenlerin sıfır değeri aldığı durumda, aktif kârlılığının alacağı değerin 0,402 olduğunu ifade etmektedir. Sabit terimin altındaki satırlarda, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ile beraber anlamlılık düzeyleri görülmektedir. Buna göre, finanslama stratejisi, işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyümenin aktif kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmektedir (sig.< 0,05). Modeldeki diğer değişkenlerin etkisi sabit tutulması durumunda, finanslama stratejindeki bir birimlik değişme işletmenin aktif kârlılığında %-62.3 bir değişmeye neden olmaktadır. Dolayısıyla, ikisi arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, finanslama stratejinin kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin kârlılığı üzerinde etkisi vardır. Buna kârşılık, çalışmanın kontrol değişkenleri olan işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme, aktif kârlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Modeldeki diğer değişkenlerin etkisi sabit tutulduğunda, işletme büyüklüğündeki bir birimlik artış aktif kârlılığında %20'lik bir artışa neden olmaktadır. Buna benzer bir şekilde, satışlardaki büyüme oranındaki bir birimlik artış aktif kârlılığında %19.3 birimlik bir artışa yol açmaktadır.

Analiz sonucunda elde edilen katsayılar kullanılarak Model 1'in regresyon denklemini aşağıdaki gibi oluşturmak mümkündür:

$$AK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i$$

AK= 0.402 + β1(-0.623) + β2(0.200) + β3(0.193) + εi

İkinci modelde çoklu regresyon analizinde, aktif kârlılığının yerine özsermaye kârlılığı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Diğer değişkenler ise, birinci modeldeki gibi aynı kalmıştır.

Tablo 14'de ikinci regresyon modeline ilişkin özet bilgiler yer almaktadır. Tablo 14'de bağımsız değişkenlerin öz sermaye kârlılığı üzerinde etki derecesini gösteren $R^2$ değeri gösterilmiştir. Dolayısıyla bu tabloda, öz sermaye kârlılığındaki değişimlerin ne kadarının finanslama stratejisi tarafından açıklandığı ifade edilmektedir.

**Tablo14**: Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu

| Model | R | $R^2$ | DüzenlenmişR$^2$ | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | .447a | .200 | .178 | .5780015 | 1.750 |

a. Belirleyiciler: ( Sabit), Finanslama Strateji, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme

b. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Modelin açıklama gücü veya bağımlı değişkenin bağımsız değişken tarafından ne kadar açıklandığını ifade eden $R^2$ değeri Tablo 14'de görüldüğü gibi 0.20 olarak çıkmıştır. Bu düşük bir açıklama oranıdır. Bu sonuca dayanarak, bağımlı değişken olan özsermaye kârlılığındaki değişimlerin %20'sinin bağımsız değişkenler tarafından çıklanabilirken, diğer %80'lik kısım ise bağımsız değişkenlerce açıklanamadığı söylenebilir. Dolayısıyla, bağımsız değişkenler tarafından açıklanamayan ve özsermaye kârlılığını etkileyen bu kısım araştırma modeline dahil edilemeyen başka bağımsız değişkenler tarafından kaynaklanabilir.

**Tablo15:** Çoklu Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

| Değişkenler | Standartlaştırılmamış Katsayılar | | Standartlaştırılmış Katsayılar | t İstatistiği | Anlamlılık |
|---|---|---|---|---|---|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 1,794 | 1,199 | | 1,496 | 0,138 |
| Finanslama Stratejisi | -1,607 | 0,333 | -0,447 | -4,833 | 0,000 |
| İşletme Büyüklüğü | 0,079 | 0,061 | 0,119 | -1,284 | 0,202 |
| Satışlardaki Büyüme | 0,800 | 0,389 | 0,180 | 2,058 | 0,042 |

a. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Tablo 15'te, modeldeki her bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken olan özsermaye kârlılığını tahmin etmede sağladığı katkı göstermektedir. Sabit terim 1,794 olmak üzere, modeldeki bağımsız değişkenlerin sıfır olması durumunda, öz sermaye kârlılığının alacağı değeri gösterir. Diğer satırlarda, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ile beraber anlamlılık düzeyleri görülmektedir. Buna göre, finanslama stratejisi ve satışlardaki büyüme, özsermaye kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahipken (P< 0,05), işletme büyüklüğünün anlamlı bir etkisi olmadığı görülmektedir (P= 0,202). Modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit olması durumunda, finanslama stratejindeki bir birimlik artış, işletmenin özsermaye kârlılığında %44.7 azalışa yol açmaktadır. Buna göre, finanslama stratejinin kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründeki işletmelerin öz sermaye kârlılığı üzerinde negatif etkisi vardır. Öte yandan, modeldeki diğer değişkenlerin etkisi sabit kalmasında, satışlardaki büyümenin bir birim değişmesi nedeniyle öz sermaye kârlılığı üzerinde meydana gelen değişim %18'tir. Dolayısıyla, ikisi de aynı yönde etkilemektedir. İkinci modeldeki analiz sonuçlara göre oluşturan ikinci modelin regresyon denklemi aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$ÖK = \alpha + \beta1(\ KVYK/\ TA) + \beta2(\ İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i$$

$$ÖK = \ 1.794 + \beta1(-0.447) + \beta2(0.119) + \beta3(0.180) + \varepsilon i$$

İki regresyon modelinin sonuçlarına göre; işletmelerin agresif finanslama stratejisi benimsemesi durumunda kârlılığında düşüş meydana gelecektir. Finanslama stratejisi ile kârlılık

arasındaki ters yönlü ilişki, Weinrub ve Visscher(1998); Afza and Nasir (2007); Binti Mohamad ve Mohd Saad (2010); ve Nyabuti ve Alala (2014)'ün araştırmalarıyla da tespit edilmiştir. Bu sonuç işletme sermayesi yönetiminin geleneksel teorisine aykırı olarak çıkmıştır. Çünkü işletme sermayesi yönetiminin geleneksel teorisinde, agresif finanslama stratejisi işletmenin aktif ve özsermaye kârlılıklarına pozitif bir şekilde etkileyeceği beklenmektedir. Bunun sebebi kısa vadeli finansal kaynakların maliyetinin ucuz olmasına rağmen büyük tutardaki yatırımların finansında uygun olmadığı söylenebilir. Ancak, banka kredisi ve özsermaye artışı gibi uzun vadeli finansal kaynaklar üzerinden yüksek kârlı büyük yatırımların finansında uygun olduğu için işletme kârlılığını önemli bir şeklinde artırıcaktır. Öte yandan işletme kârlılığı, işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme ile aynı yönde etkileyecektir. Daloof (2003); Padachi (2006) ve Garcia ve Martinez(2008) araştırmalarına göre de işletme büyüklüğünün artmasının işletmede kârlılığı artıracağını savunmuşlardır. Buna göre, işletme büyüdükçe satışlarda artış yaşanacaktır. Yani, işletme büyüdükçe birim başına üretim maliyeti de düşecektir . Bu da çok önemli oranda işletme kârlılığını etkilecektir.

### 3.5.2. Gruba Dayalı Analiz

Kağıt ve kağıt ürünleri üreten, basım ve yayın sektöründeki işletmelerin topluca analiz edilerek işletme sermayesi finanslama stratejisinin kârlılık üzerindeki etkisi sektörel düzeyde tespit edildikten sonra, araştırmanın analiz aşamasının ikinci kısmınına geçilmiştir. Bu aşamada işletmeler, kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam varlıklara oranı hesaplanan sektör ortalaması baz alınarak, agresif finanslama stratejisini izleyen ve muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen işletmeler omak üzere iki grupa ayırılıp her grup ayrı bir şekilde analiz edilmiştir.

#### 3.5.2.1. Agresif Finansal Stratejisini İzleyen İşletmelerin İncelenmesi

Çalışma dönemi içerisinde, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmeler, örneklemdeki 11 işletmeden 5 tanesi'ni (%45) oluşturmaktadır. Aşağıda bu işletmelere ilişkin istatistiki analizler yer almaktadır:

- **Tanımlayıcı İstatistik**

Tablo 16'da, bağımlı; bağımsız ve kontrol değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

**Tablo16:** Tanımlayıcı İstatistik

| Değişkenler | N | Minimum | Maksimum | Ortalama | Std. Sapma |
|---|---|---|---|---|---|
| Finanslama Stratejisi | 50 | 0,15 | 0,84 | 0,4286 | 0,17361 |
| İşletme Büyüklüğü | 50 | 17,41 | 19,66 | 18,4502 | 0,67169 |
| Satışlardaki Büyüme | 50 | -0,14 | 0,49 | 0,1101 | 0,13916 |
| Borçlanma Derecesi | 50 | 0,21 | 0,94 | 0,6064 | 0,21350 |
| Aktif Kârlılığı | 50 | -0,27 | 0,13 | -0,0212 | 0,08434 |
| Özsermaye Kârlılığı | 50 | -4,32 | 0,32 | -0,2985 | 0,90395 |
| Toplam | 50 | | | | |

Tablo 16'da, test edilen bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Dolayısıyla, Tablo 16'da seçilen her bir değişkene ilişkin gözlem sayısı (N), gözlemlerin minimum ve maksimum değerleri, aritmetik ortalama ve standart sapmaları gösterilmiştir. Tablo 16'dan görüleceği gibi, agresif finanslama stratejisini izleyen işletmelerin ele alınan dönem içerisinde benimsediği finanslama stratejisinin aritmetik ortalaması 0.4286 olarak çıkmıştır. Finanslama stratejisinin maksimum değeri 0.84 iken minimum değeri 0.15'e eşittir. Agresif finanslama stratejisini izleyen işletmelerin standart sapması ise 0.1736'dir. Büyüklük açısından, agresif finanslama stratejisini tercih eden işletmelerin büyüklüğü ortalama olarak 18.4502 çıkârken, standart sapması 0.67169 bir değer göstermiştir. Maksimum işletme büyüklüğü 19.66, minimum ise 17.41'dir.

Ele alınan dönem içerisinde, işletmelerin yıllık satışlardaki büyüme oranı 0.1101 iken standart sapması 0.13916 olarak çıkmıştır. Satışlardaki büyüme oranının maksimum ve minimum değerleri, 0.49 ve -0.14, olarak sırasıyla görülmektedir. İşletmelerin borçlanma derecesi, toplam borçların özsermayeye oranı cinsinden ölçülmüştür. Bunun da aritmetik ortalaması 0.6064'iken, standart sapması 0.21350'dir. Öte yandan, çalışmanın bağımlı değişkenleri olan aktif kârlılığı ile özsermaye kârlılığının ortalamaları -0.0212 ve -0.2985 olarak belirlenmiştir.

- **Pearson Korelasyon Analizi**

Aşağıdaki Tablo 17'de, agresif finanslama stratejisine benimseyen işletmelerin finansal tablolarından toplanan verilere ilişkin, bağımlı, bağımsız ile kontrol değişkenler arasındaki ilişki Pearson korelasyon matrisi ile gösterilmiştir.

**Tablo17:** Pearson Korelasyon Katsayının Matrisi

| Değişken | Finanslama Strateji | İşletme Büyğklüğü | Satışlardaki Büyüme | Borçlanma Derecesi | Aktif Kârlılığı | Özsermaye Kârlılığı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finanslama Stratejisi** | 1 | | | | | |
| **İşletme Büyüklüğü** | -0.109 (0.452) | 1 | | | | |
| **Satışlardaki Büyüme** | -0.067 (0.646) | 0.059 (0.686) | 1 | | | |
| **Borçlanma Derecesi** | 0.696** (0.000) | 0.085 (0.556) | -0.100 (0.488) | 1 | | |
| **Aktif Kârlılığı** | -0.335* (0.017) | 0.058 (0.690) | 0.320* (0.024) | -0.602** (0.000) | 1 | |
| **Özsermaye Kârlılığı** | -0.298* (0.036) | 0.136 (0.347) | 0.291* (0.040) | -0.510** (0.000) | 0.824** (0.000) | 1 |

**İşareti istatitiğin %1düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir (2-tailed).

* İşareti istatistiğin %5 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir (2-tailed).

Tablo 17'de, analize dahil edilen tüm değişkenlerce arasındaki ikili korelasyon katsayılarını gösteren bilgiler yer almaktadır. Ancak, burada sadece belirleyici değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki açıklanacaktır. Buna göre, finanslama stratejisi ile bağımlı değişkenler olan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında, sırasıyla -0.335 ve -0.298 düzeyinde negatif yönlü anlamlı bir ilişki vardır(P= 0.017, P=0.036 sırasıyla). Buna benzer, borçlanma derecesi ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında, sırasıyla -0.602 ve -0.510 düzeyinde güçlü negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Buna kârşılık olarak, işletme büyüklüğü ile bağımlı değişkenler olan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasındaki korelesyon katsayısı kontrol edildiğinde, işletme büyüklüğü ile işletme kârlılığı arasındaki kısmi korelesyon, sırasıyla 0.320 ve 0.291 düzeyine düşmüştür. Dolayısıyla, bu ilişki istatistiki açıdan anlamlı değildir ( sırasıyla, P= 0.690 ve P =0.347).

Ayrıca, yılık satışlardaki büyüme oranı ile agresif finanslama stratejisini izleyen işletmelerin kârlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Satışlardaki büyüme ile aktif kârlılığı arasındaki ilişkinin katsayısı 0.058'ken satışlardaki büyüme ile öz sermaye kârlılığı

arasında 0.176 düzeyinde bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla, aralarındaki ilişki istatistiki açıdan anlamlıdır(sırasıyla, P=0.024 ve P=0.040).

- **Regresyon Analizi**

Bu başlık altında, işletmelerin finanslama stratejisinin kârlılık üzerine etkisini test etmek amacıyla, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelere iliskin regresyon analizleri yapılacaktır.

Tablo 18'de birinci regresyon modeline ilişkin özet bilgiler verilmiştir. Özellikle, Tablo 18'de aktif kârlılığının açıklayıcı değişkenlere olan duyarlılığı analiz edilmiştir.

**Tablo18**: Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu

| Model | R | $R^2$ | Düzenlenmiş $R^2$ | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | .462a | .213 | .162 | .07721 | 1.134 |

a. Belirleyiciler: ( Sabit), Finanslama Strateji, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme

b. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Tablo 18'de birinci regresyon modelinin R ve $R^2$değerleri yer almaktadır. Dolayısyla, modelin açıklama gücünü gösteren $R^2$ değeri 0.213 olarak çıkmıştır. Bunu aktif kârlılığındaki varyansının %21.3'ünün birinci modeldeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanadığı şekilde ifade edilebilir. Bu düşük bir açıklama oranıdır. Dolayısıyla, regresyon modelindeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanamayan ve aktif kârlılığı etkileyen %78.7 varyans daha vardır. Bu varyans çalışma dışı kalan diğer faktörlerden kaynaklanabilir.

Aşağıdaki Tablo 19'da, birinci regresyon analizine katılan değişkenlerin tahmine katkısını birer birer olarak gösterilmiştir.

**Tablo19:** Çoklu Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

| | Standartlaştırılmamış Katsayılar | | Standartlaştırılmış Katsayılar | t İstatistiği | Anlamlılık |
|---|---|---|---|---|---|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 0,284 | 0,309 | | 0,920 | 0,363 |
| Finanslama Stratejisi | -0,159 | 0,064 | -0,327 | -2,481 | 0,017 |
| İşletme Büyüklüğü | 0,014 | 0,017 | 0,111 | 0,845 | 0,403 |
| Satışlardaki Büyüme | 0,184 | 0,080 | 0,304 | 2,318 | 0,025 |

a. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Tablo 19'da, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ve anlamlılık düzeyleri yer almaktadır. Buna göre, finanslama stratejisi ve satışlardaki büyüme, aktif kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahipken (P< 0,05), işletme büyüklüğünün anlamlı bir etkisi olmadığı görülmektedir (P=0,403). Bu sonuç şöyle yorumlanabilir: Modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit olması durumunda, finanslama stratejindeki bir birimlik artış, aktif kârlılığında %32.7'lik azalışa neden olmaktadır. Buna göre, finanslama stratejisinin aktif kârlılığı üzerinde negatif etkisi vardır. Öte yandan, modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit tutulduğunda, satışlardaki büyümedeki bir birimlik artış aktif kârlılığında %30.4'lik artışa yol açmaktadır. Analiz sonuçlara göre modelin regresyon denklemi aşağıdaki şekilde olacaktır:

$AK = \alpha + \beta1(\ KVYK/\ TA) + \beta2(\ İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i$

$AK = \ 0.284 + \beta1(-0.327) + \beta2(0.111) + \beta3(0.304) + \varepsilon i$

Tablo 20'de ikinci regresyon modeline ilişkin özet bilgiler yer almaktadır. Özellikle, Tablo 20'de özsermaye kârlılığının açıklayıcı değişkenler tarafından açıklamandığı analiz edilmiştir.

**Tablo20:** Regresyon Analizi Model Özeti

| Model | R | $R^2$ | Düzenlenmiş $R^2$ | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|---|---|---|---|---|---|
| 2 | 0.443a | 0.196 | 0.144 | 0.83643 | 1.864 |

a. Belirleyiciler: ( Sabit), Finanslama Strateji, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme

b. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Tablo 20'de, regresyon modelinin R ve $R^2$ değerleri görülmektedir.Modelin açıklama gücü olarak ifade edilen $R^2$ değeri 0.196 olarak çıkmıştır. Toplam özsermaye kârlılığındaki değişimin %19.6'ının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı şeklinde ifade edilebilir. Dolayısıyla, bu düşük bir açıklama oranıdır. Yine de, toplam özsermaye kârlılığında bağımsız değişkenlerin açıklayamadığı %80.4'lük bir değişkenlik daha vardır. Bağımsız değişkenler tarafından açıklanamayan bu varyans, özsermaye kârlılığını etkileyen ve modele dahil edilemeyen başka bağımsız değişkenler olabileceği anlamına gelir.

**Tablo21:** Çoklu Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

| Model | Standartlaştırılmamış Katsayılar | | Standartlaştırılmış katsayılar | t İştatistiği | Anlamlılık |
|---|---|---|---|---|---|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 4,760 | 3,350 | | 1,421 | 0,162 |
| Finanslama Stratejisi | -1,558 | 0,694 | -0,299 | -2,246 | 0,030 |
| İşletme Büyüklüğü | 0,249 | 0,179 | 0,185 | 1,389 | 0,172 |
| Satışlardaki Büyüme | 1,830 | 0,862 | 0,282 | 2,124 | 0,039 |

a. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Tablo 21'de, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ile beraber anlamlılık düzeyleri de görülmektedir. Buna göre, finanslama stratejisi ve satışlardaki büyüme özsermaye kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu belirlenmektedir (sig.< 0,05). Modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit tutulması durumunda, finanslama stratejisindeki bir birimlik değişme özsermaye kârlılığında %- 29.9'lık bir değişmeye neden olmaktadır. Dolayısıyla, ikisi arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna benzer bir şekilde, satış büyüme oranındaki bir birimlik artış özsermaye kârlılığında %28.2'lik bir artışa yol açmaktadır. Ama bu sefer, beta katsayısının işareti pozitif görülmektedir. Buna kârşılık, çalışmanın kontrol değişkenlerinden birisi olan işletme büyüklüğü özsermaye kârlılığı üzerinde pozitif yönde etkilemiştir. Ama bu etki istatistiki açıdan anlamlı değildir( P= 0,172). Buna göre, regresyon modelin denklemi aşağıdaki gibi oluşturmak mümkündür:

ÖK = α + β1( KVYK/ TA) + β2( İBÜY) + β3(SBÜY) + εi

ÖK= 4.760+ β1(-0.299) + β2(0.185) + β3(0.282) + εi

3.5.2.2. Muhafazakâr Finanslama Stratejisini İzleyen İşletmelerin İncelenmesi

Muhafazakâr finanslama stratejisini benimseyen işletmeler, çalışma kapsamında olan toplam 11 işletmenin 6'sını, yüzdesel olarak %55'ini oluşturmaktadır. Bu işletmelere ilişkin istatistiki analizler aşağıda incelenmektedir.

- **Tanımlayıcı İstatistik**

Tablo 22'de bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler olmak üzere, çalışma dönemi içerisinde muhafazakâr finanslama stratesini benimseyen işletmelere ait verilerin tanımlayıcı istatistikleri görülmektedir. Genel olarak Tablo 22'de, çalışmayla ilgili her bir değişkenin gözlem sayısı, ortalama değeri, standart sapmasının yanı sıra minimum ve maksimum değerleri görülmektedir.

**Tablo22:** Tanımlayıcı İstatistik

| Değişkenler | N | Minimum | Maksimum | Ortalama | Std. Sapma |
|---|---|---|---|---|---|
| Finanslama Stratejisi | 60 | 0.08 | 0.34 | 0.1883 | 0.07858 |
| İşletme Büyüklüğü | 60 | 17.68 | 21.44 | 19.2619 | 1.00913 |
| Satışlardaki Büyüme | 60 | -0.45 | 0.47 | 0.0601 | 0.14329 |
| Borçlanma Derecesi | 60 | 0.10 | 0.64 | 0.2694 | 0.13470 |
| Aktif Kârlılığı | 60 | -0.22 | 0.20 | 0.0464 | 0.07072 |
| Özsermaye Kârlılığı | 60 | -0.47 | 0.25 | 0.0528 | 0.12167 |
| Toplam | 60 | | | | |

Tablo 22'den görüleceği üzere, her bir değişkene ilişkin gözlem sayısı (N) 60'a eşittir. Finanslama stratejisinin aritmetik ortalaması 0.1883; standart sapması ise 0.07858 bir değere sahiptir. Finanslama stratejisinin maksimum değeri 0.34'ken minimum değeri 0.08 olarak çıkmıştır. Finanslama stratejisi açısından, muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen işletmelerin ortalaması, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin ortalamasından iki kat daha düşük belirlemiştir. Bunu, muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen işletmelerin, borçlara ilişkin riskten kaçarak varlık finansmanında daha az kısa vadeli kaynak kullanması

olarak açıklanabilir. Büyüklük açısından bu kategorideki işletmelerin büyüklüğü ortalama olarak 19.2619'dur, Standart sapma ise 1.00913'tür. İşletme büyüklüğünün maksimum değeri 21.44'ken minimum değer 17.68'tir. Buna göre, büyüklük açısından muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen işletmelerin agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelerine göre, standart sapması daha büyüktür. Ayrıca, işletmelerin yıllık satışlardaki büyüme oranı 0.0601'ken minimum ve maksimum değerler ise, sırasıyla -0.45 ve 0.47 olarak çıkmıştır. Başka bir ifadeyle, ortalama olarak muhafazakâr finanslama stratejisini benimseyen işletmeler yılda %6'lık satışlarda büyüme elde etmektedirler. Bu agresif finanslama stratejisini izleyen işletmelere göre daha düşüktür. Buna rağmen, iki grubunda satışlardaki büyümesinin standart sapması aynı olup yaklaşık olarak%14'tür.

Tablo 22'den görüleceği gibi, borçlanma derecesinin aritmetik ortalaması 0.2694'tir, standart sapması ise 0.13470'dir. Muhafazkâr finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin maksimum borçlanma derecesi 0.64'ken minimum seviyesi ise 0.10'dur. Yine, bu sonuç, agresif finanslama stratejisini izleyen işletmelerdeki sonuçla kârşılaştırıldığında, sermaye yapısı yönünden iki grup arasında farklılık ortaya çıkmaktadır. Agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin varlıklarının %60'ı borçla finanse edilmiştir, geri kalan kısmı ise öz sermaye ile finanse edilmiştir. Muhafazakâr finanslama stratejisi benimseyen işletmeler açısından varlıkları %27'sin borç ile finanse edilirken, %73'ünün özsermaye ile finanse edildiği görülmüştür. Burada, muhafazakâr işletmelerin riski en aza indirme eğilimi görülmektedir. Dolayısıyla, bu işletmeler yabancı kaynak finansı yerine özsermaye finansını tercih ederler. Araştırmanın bağımlı değişkenlerinden birisi olan aktif kârlılığın aritmatik ortalaması 0.0464, standart sapması ise, 0.07072 olarak bulunmuştur. Aktif kârlılığın maksimum değeri 0.20'ken minimu değeri -0.22'dir. Özsermaye kârlılığı açısından ise, maksimum ve minimum değerler sırasıyla 0.25 ve -0.47'dir.

Tanımlayıcı istatistik sonuçlarına göre, kağıt ve kâğıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe, muhafazakâr finanslama stratejisini benimseyen işletmeler, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelere nazaran daha çok kâr elde etmişlerdir.

- **Pearson Korelasyon Analizi**

Aşağıdaki Tablo 23'te, muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen işletmelerin finansal tablolarından toplanan veriler kullanılarak, bağımlı, bağımsız ile kontrol değişkenler arasındaki ilişki Pearson korelasyon matrisi ile analiz edilmiştir.

**Tablo23:** Pearson Korelasyon Katsayının Matrisi

| Değişken | Finanslama Stratejisi | İşletme Büyüklüğü | Satışlardaki Büyüme | Borçlanma derecesi | Aktif Kârlılığı | Özsermaye Kârlılığı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finanslama Stratejisi** | 1 | | | | | |
| **İşletme Büyüklüğü** | -0.059 (0.655) | 1 | | | | |
| **Satışlardaki Büyüme** | -0.041 (0.757) | -0.026 (0.843) | 1 | | | |
| **Borçlanma Derecesi** | 0.727** (0.000) | 0.457** (0.000) | 0.023 (0.864) | 1 | | |
| **Aktif Kârlılığı** | -0.480** (0.000) | 0.312* (0.015) | 0.180 (0.169) | -0.556** (0.000) | 1 | |
| **Özsermaye Kârlılığı** | -0.410** (0.001) | 0.343** (0.007) | 0.191 (0.144) | -0.498** (0.000) | 0.960** (0.000) | 1 |

** Işareti; istatistiğin %1 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir (2-tailed)

*Işareti ise; istatistiğin %5 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir (2-tailed)

Tablo 23'te, analize dahil edilen tüm değişkenlerin arasındaki ikili korelasyon katsayılarını gösteren bilgiler yer almaktadır. Ancak, burada sadece belirleyici değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki açıklanacaktır. Korelasyon matrisine bakıldığında, çalışmanın bağımlı değişkenleri olan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı üzerinde finanslama stratejisinin nagatif yönlü -0.480 ve -0.410 düzeylerinde bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, ikisinde P-değeri 0.000'dır ve α= %1 anlamlılık seviyesine ulaşmıştır. Finanslama stratejisini temsil eden kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranının artmasında, kârlılık üzerinde ters etki yaratıp kârlılığı düşürecektir. Buna benzer bir şekilde, borçlanma derecesi ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında, sırasıyla -0.556 ve -0.498düzeyinde güçlü negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla, her ikisinde anlamlılık düzeyi %1 ulaşmıştır.Yukarıda bahsedilen ilişkilerden farklı olarak, işletme büyüklüğü ile araştırmanın bağımlı değişkenleri olan aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında pozitif yönlü 0.312 ve 0.343 düzeyinde bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla, bu ilişki istatistiki açıdan anlamlıdır. Ancak, yılık satışlardaki büyüme oranı ile muhafazakâr finanslama stratejisini izleyen

işletmelerin kârlılığı arasındaki ilişki kontrol edildiğinde, korelesyon katsayıları sırasıyla 0.180 ve 0.191 düzeyine düşmüştür. Dolayısıyla, bu ilişki istatistiki açıdan anlamlı değildir ( sırasıyla, P= 0.169 ve P =0.144).

- **Regresyon Analizi**

Bu başlık altında, işletmenin finanslama stratejisinin kârlılık üzerine etkisini test etmek amacıyla, muhafazakâr finanslama stratejisini benimseyen işletmelerine ilişkin regresyon analizleri yapılacaktır. Dolayısıyla, analiz aşamasında, iki tane çoklu regersyon analizi kullanılmıştır.

Tablo 24'de birinci regresyon modeline ilişkin özet bilgiler verilmiştir. Özellikle, Tablo 24'de aktif kârlılığının açıklayıcı değişkenlere olan duyarlılığı analiz edilmiştir.

**Tablo24:** Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu

| Model | R | $R^2$ | Düzenlenmiş$R^2$ | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | .608a | .369 | .335 | .05765 | 1.748 |

a. Belirleyiciler: ( Sabit), Finanslama Strateji, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme

b. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Bu Tablo 24'ea birinci regresyon modelinin R ve $R^2$değerleri yer almaktadır. Dolayısyla, modelin açıklama gücünün gösteren $R^2$ değeri 0,369 olarak çıkmıştır. Bunu aktif kârlılığındaki varyansının %36.9'unun birinci modeldeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanadığı şekilde ifade edilebilir. Dolayısıyla, regresyon modelindeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanamayan ve aktif kârlılığı etkileyen %63.1 varyans daha vardır. Bu varyans çalışmaya dahil edilemeyen diğer faktörlerden kaynaklanabilir.

**Tablo25**: Çoklu Regresyon Analizine ilişkin Katsayıları Tablosu

| Model | Standartlaştırılmamış Katsayılar | | Standartlaştırılmış katsayılar | t İştatistiği | Anlamlılık |
|---|---|---|---|---|---|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 0,580 | 0,146 | | 3,973 | 0,000 |
| Finanslama Stratejisi | -0,444 | 0,096 | -0,494 | -4,640 | 0,000 |
| İşletme Büyüklüğü | 0,024 | 0,007 | 0,337 | 3,168 | 0,002 |
| Satışlardaki Büyüme | 0,074 | 0,052 | 0,151 | 1,419 | 0,161 |

b. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Tablo 25'te, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ve anlamlılık düzeyleri yer almaktadır. Buna göre, finanslama stratejisi ve işletme büyüklüğünün aktifkârlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahipken (P< 0,05), satışlardaki büyümenin anlamlı bir etkisi olmadığı görülmektedir (P=0,161). Modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit olması durumunda, finanslama stratejindeki bir birimlik artış, aktif kârlılığında %49.4'lük azalışa meydana gelmektedir. Buna göre, finanslama stratejisinin aktif kârlılığı üzerinde negatif etkisi vardır. Öte yandan, modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit tutulduğunda, işletme büyüklüğündeki bir birimlik artışı aktif kârlılığında %33.7'lik bir artışa neden olmaktadır. Analiz sonuçlarına göre modelin regresyon denklemi aşağıdaki şekilde olacaktır:

$AK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i$

$AK= 0.580+ \beta1(-0.494) + \beta2(0.337) + \beta3(0.151) + \varepsilon i$

Tablo 26'da, ikinci regresyon modeline ilişkin özet bilgiler gösterilmiştir. Tablo 26'da, muhafazakâr finanslama stratejini benimseyen işletmelerin özsermaye kârlılığının, araştırma değişkenleri tarafında açıklanma düzeyi analiz edilmiştir.

**Tablo26**: Regresyon Analizi Model Özeti Tablosu

| Model | R | $R^2$ | DüzenlenmişR$^2$ | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|---|---|---|---|---|---|
| 2 | .574a | .330 | .294 | .10222 | 2.007 |

a. Belirleyiciler: ( Sabit), Finanslama Stratejisi, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme

b. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Tablo 26'da, regresyon modelinin R ve $R^2$ değerleri görülmektedir.Modelin açıklama gücü olarak ifade edilen $R^2$ değeri 0.33 olarak hesaplanmıştır. Özsermaye kârlılığındaki varyansın %33'ünün modeldeki bağımlı değişkenler tarafından açıklanırken, geri kalan %67'sinin ise modele dahil olan bağımsız değişkenler ile açıklanamadığı anlamına gelmektedir.

**Tablo27**: Çoklu Regresyon Analizine İlişkin Katsayılar Tablosu

| Model | Standartlaştırılmamış Katsayılar | | Standartlaştırılmış katsayılar | t İştatistiği | Anlamlılık |
|---|---|---|---|---|---|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 1.012 | 0.259 | | 3.906 | 0.000 |
| Finanslama Stratejisi | -0.658 | 0.170 | -0.425 | -3.873 | 0.000 |
| İşletme Büyüklüğü | 0.044 | 0.013 | 0.363 | 3.314 | 0.002 |
| Satışlardaki Büyüme | 0.139 | 0.093 | 0.164 | 1.499 | 0.139 |

c. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Tablo 27'de, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ve anlamlılık düzeyleri yer almaktadır. Buna göre, finanslama stratejisi ve işletme büyüklüğü özsermaye kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahipken (P<0,05), satışlardaki büyümenin anlamlı bir etkisi olmadığı görülmektedir (P=0.139). Modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit tutulması durumunda, finanslama stratejisindeki bir birimlik artış, özsermaye kârlılığında %42.5'lik bir azalışa neden olmaktadır. Buna göre, finanslama stratejisinin özsermaye kârlılığı üzerinde negatif etkisi vardır. Buna ek olarak, modeldeki diğer değişkenlerin etkisinin sabit tutulduğunda, işletme büyüklüğündeki bir birimlik artışı özsermaye kârlılığında %36.3'lük bir

artışa yol açmaktadır. Dolayısıyla, ikisi aynı yönde değişmektedirler. Analiz sonuçlara göre modelin regresyon denklemi aşağıdaki şekilde olacaktır:

$ÖK = \alpha + \beta1( KVYK/ TA) + \beta2( İBÜY) + \beta3(SBÜY) + \varepsilon i$

$ÖK= 1.012+ \beta1(-0.425) + \beta2(0.363) + \beta3(0.164) + \varepsilon i$

### 3.5.3. Hipotez Testi

Hipotez, araştırma ve iş hayatında yaygın olarak kullandığı için hipotez testinde kullanılan istatistik teknikleri çıkârımsal istatistikte en önemli istatistik tekniklerden birisidir (Bagchi & Khamrui, 2012; s. 10). Aşağıda %5'lik anlamlılık düzeyi kullanarak oluşturan hipotezler ve sonuçları görülmektedir.

İlk hipoteze göre, kâgıt ve kâgıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe, finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerine etkisi olup olmadığı test edilecektir. Buna göre, sıfır hipotez aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

**Hipotez 1**

- **H0:**Kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerinde etkisi yoktur.

**Tablo28:** Aktif Kârlılığı ileHipotez 1'in Test sonuçları

| Model | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|
| Regression | 0.249 | 3 | 0.083 | 20.564 | 0.000 |
| Residual | 0.428 | 106 | 0.004 | | |
| Total | 0.677 | 109 | | | |

a. Bağımlı Değişken: Aktif kârlılığı

**Tablo29**: Özsermaye Kârlılığı ile Hipotez 1'in Test Sonuçları

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2 | Regression | 8.866 | 3 | 2.955 | 8.846 | 0.000 |
| | Residual | 35.413 | 106 | 0.334 | | |
| | Total | 44.279 | 109 | | | |

a. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Her iki tabloda görüldüğü gibi; hesaplanmış (Sig.) değeri, önem düzeyi gösteren α değerden daha küçüktür. Diğer bir ifadeyle, P-değer 0,000<0,05; buna göre, finanslama stratejisi işletme kârlılığı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade edilmiş olan H1 hipotezi kabul edilmiştir. H0 hipotezi ise reddedilmiştir. Bu sonuca dayanarak, kağıt ve kağıt ürenleri üreten basım ve yayın sektöründe, işletme sermayesi fianslama stratejisi işletme kârlılığı üzerinde anlamlı etkisi vardir.

İkinci hipotezde ise, agresif finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerinde negatif etkisi olup olmadığı test edilecektir. Buna göre, sıfır hipotez aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

**Hipotez 2**

- **H0:**Kağıt ve kağıt ürünleri üreten, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif finanslama stratejisinin kârlılık üzerine negatif etkisi yoktur.

**Tablo 30:** Aktif Kârlılığı ile Hipotez 2'nin Test Sonuçları

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Regression | 0.074 | 3 | 0.025 | 4.156 | 0.011 |
| | Residual | 0.274 | 46 | 0.006 | | |
| | Total | 0.349 | 49 | | | |

a. Bağımlı değişken: Aktif Kârlılığı

**Tablo 31**: Hipotez 2'inin Test Sonuçları

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2 | Regression | 7.857 | 3 | 2.619 | 3.743 | 0.017 |
| | Residual | 32.182 | 46 | 0.700 | | |
| | Total | 40.039 | 49 | | | |

a. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Test sonuçları gösterdiği gibi, P-değeri anlamlılık düzeyinden daha küçüktür. Dolayısıyla, P-değerler; 0.011 ve 0.017 < 0.05. Buna göre, H0 reddedilmiştir. Sıfır hipotezine alternatif olarak kullanılan H1 hipotezi ise kabul edilmiştir. Bu bağlamda, agresif finanslama stratejisinin kâgıt ve kâgıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründeki işletmelerin kârlılığı üzerinde negatif etkisi vardır.

Son olarak üçüncü hipotezde, kağıt ve kağıt ürünleri üreten basım ve yayın sektöründe, agresif ve muhafazkâr finanslama stratejilerin işletme kârlılığı üzerindeki etkileri farklı olup olmadığını belirlemeyi çalışılmıştır. Buna göre, sıfır hipotez aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

**Hipotez 3**

- **H0**:Kağıt ve kağıt ürünleri üreten, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif ve muhafazakâr finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerine etkileri aynıdır.

**Tablo32:** Hipotez 3'ün Test Sonuçları

Bağımsız İki Örneklem T Testi Sonuçları

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | F | Sig. | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference |
| Aktif Karlılığı | Equal variances assumed | 1.342 | .249 | 4.574 | 108 | .000 | .0676173 | .014782448 |
| | Equal variances not assumed | | | 4.502 | 95.9 | .000 | .0676173 | .015020806 |

Tablo 32'de, T değeri 4,574 ve anlamlılık değeri 0.000 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çalışma döneminde, muhafazakâr finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin aktif kârlılıkları, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin aktif kârlılıklarından 0,0676 TL daha yüksektir. Dolayısıyla, bu fark istatistiki olarak da anlamlıdır (P-değeri = 0.000).

**Tablo 33:** Öz sermaye Kârlılığı ile Hipotez 3'ün Test Sonuçları

Bağımsız İki Örneklem T Testi Sonuçları

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | F | Sig. | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference |
| Özsermaye Karlılığı | Equal variances assumed | 18.446 | 0.18 | 2.981 | 108 | .004 | .351318 | .11785604 |
| | Equal variances not assumed | | | 2.728 | 50 | .009 | .351318 | .12879913 |

Tablo 33'te, T değeri 2,981 ve anlamlılık değeri 0.004 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çalışma dönemi, muhafazakâr finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin özsermaye kârlılıkları, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin özsermaye kârlılıklarından 0,3513 TL daha yüksektir. Dolayısıyla, bu fark istatistiki olarak da anlamlıdır (P-değeri = 0.004).

Her iki tablodaki sonuçlardan görüldüğü gibi; hesaplanmış P-değeri, önem düzeyi gösteren α değerden daha küçüktür. Diğer bir ifadeyle, P-değer <0,05; buna göre, agresif ve muhafazkâr finanslama stratejileri işletme kârlılığı üzerindeki etkleri farkıldır şeklinde ifade edilmiş olan H1 hipotezi kabul edilmiştir. H0 hipotezi ise reddedilmiştir. Bu sonuca dayanarak, kağıt ve kağıt ürenleri üreten basım ve yayın sektöründe, agresif ve muhafazkâr işletme sermayesi fianslama stratejisi işletme kârlılığı üzerinde farklı düzeyde etkilemektedirler.

## SONUÇ

İşletmenin başarısı ve daha uzun süre hayatta kalabilmesı kendi finans fonksıyonu ne kadar iyi yönetmesine bağlıdır. Dolayısyla, küreseleşme ve çalışma ortamındaki artan rekabet nedeniyle işletmelerinin hayatta kalabilmesi ve büyümeyi sürdürebilmes için kendi stratejilerini ayarlaması ve iyi finans politikaları benimsemesi gerekir.

Bu çalışmada, kağıt ve kağıt ürünleri üreten basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren Türk işletmelerinin izledikleri finanslama stratejilerininkârlılık üzerindeki etkisi belirlemeye çalışılmıştır. Dolayısıyla, çalışma kapsamı 2005-2014 arasındaki dönemde Borsa İstabul'da kote olmuş faaliyetleri kesintisiz bir şekilde süren 11 işletme ile sınırlanmaktadır. Bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı (KVYK/TV), bağımlı değişken olarak aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı kullanılmıştır. Çalışmanın analiz noktasında, ikincil veri kaynağına başvurulmuştur. Dolayısıyla kullanılan veriler sözkonusu işletmelerin finansal tablolarından elde edilip SPSS yazılımı kullanılarak Pearson Korelasyon ve Çoklu Regresyon Analizi uygulanmıştır.

Analiz sonuçlarına göre, finanslama stratejinin saldırganlığı ile işletme kârlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişk bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, işletme kârlılığı agresif finanslama stratejisi ile azalır. Bu sonuç, agresif finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu kabul eden işletme sermayesi yönetimin geleneksel teorisine aykırı olmasına rağmen aynı sonuç Weinraub ve Visscher (1998); Afza ve Nasir (2007); Binti Mohamad ve Mohd Saad(2010); ve Nyabuti v Alala (20e14)tarafından da ortaya konmuştur. Bunun sebebi kısa vadeli finansal kaynakların maliyetin ucuz olmasına rağmen büyük tutardaki yatırımların finansında uygun olmadığı ve işletme kârlılığı önemli bir şeklinde artıramayacağını açıklanabilir. Bir de, yüksek borçlanma düzeyinde işletmenin borçlarını ödeyememe olasılığı artacağı gibi faiz giderleri de artacaktır.

Son aşamada, araştırma sonuçlarına göre, çalışma dönemi içerisinde muhafazkâr finanslama stratejini izleyen işletmeleragresif finanslama stratejisini izleyen işletmelere kıyasla daha çok kâr elde etmektedirler. Buna göre, araştıma kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektörüne ait işletmelerin işletme sermayesi finansmanında muhafazakâr finanslama stratejisinin ugun olduğunu ortaya koymaktadır.

## KAYNAKÇA


Afza T.; MS Nazir: "Is it Better to be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital?"**Journal of Quality and Technology Management**, 2007, 3 (2), 11-21

Afza T.; MS Nazir: "Working Capital Approaches and Firm's Returns in Pakistan", **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, 2008, 1(1), 25-36.

Agnes, U. Caffaso: **Relationship Between Working Capital Management Financing Policy and Profitability:** A survey of Manufacturing Firms in Kenya, Master Thesis, Üniversity of Nairobi, 2010.

Akgüç, Ö.:**Finansal Yönetimi**, 9. Baskı, Avcıol Basım Yayın, Ankâra, 2011.

Aksoy, A., Yalçıner, K. **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankâra, 2005.

Aksoy, A.:**İşletme Sermayesi Yönetimi**, Basın sayısı, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Ankâra, 1990.

Aksoy, A.:**İşletme Sermayesi Yönetimi**,Gazi Büro Yayınevi, Ankâra, 1993.

Aksöyek, İ.; Yalçıner, K.: **Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetimi**, Birinci baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2011.

Aksöyek, İ.; Yalçıner, K.: **Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetimi**, İkinci baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2014.

Alagöz, A.:**Sanayi İşletmelerinde Çalısma Sermayesi Yönetimi ve Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 1993.

Alataş, A., Güçlü, M.: "Tekstil Sektörü ve Çalışma Sermayesi", 2013 Uluslararası Kobi Şurası - Bildiriler Kitabı, İstanbul, 12-15 Eylül 2013, 134-172

Al-shubiri, F.N.:"Analysis of the relationship between working capital policy and operating risk": an empirical study on Jordanian industrial companies, **Investment Management and Financial Innovations**, 2010; 7, ( 2), 167-176.

Altan, M.; Şekeroğlu, G.: "Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Kârlılığı Üzerine Etkileri": İMKB'de Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2013, Sayı: 30, 223-228.

Arnold, G.:**Corporate Financial Management**, 4th edit., Prentice Hall Essex, 2008.

Aşıkoğlu, R., Demir, S., Kaderli, Y. ve Çelikkol, Y.: **Yatırım Projelerinin Hazırlanması Değerlendirilmesi Ve Realize Edilmesi**, 2. Baskı, Sözkesen Matbaacılık, Ankâra, 2011.

Aydın, N., Koparal, C., Şahin, M., Tenekecioğlu, B., Bilgin, L., Kutlu, E., Önce, S.,Dalyan, F. ve Tonus, Z.: **Uluslararası İşletmecilik,** 3. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2008.

Aydın, N.:**Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004.

Aydın, N.; Coskun, M.; Bakır, H.; Ceylan, A.; Başar, M.: **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2003.

Aytekin, S.:**Hastane İşletmelerinde Finansal Açıdan Stok Yönetiminin Çalısma Sermayesi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006.

Bagchi, B.; Khamrui, B.: "Relationship between Working Capital Management and Profitability": A Study of Selected FMCG Companies in India, **Business and Economics Journal**, Vol. 2012: BEJ-60.

Bakır, P.:**Finansal Yönetim**, Nihad Sayar Yayın ve yardım Vakfi, Istanbul, 1985.

Bektöre, S.:**İşletmelerde Çalısma Sermayesi Analizi**, Basım sayısı, Sevinç Matbaası, Ankâra, 1970.

Berk, N. **Çalışma Sermayesi Yönetimi**, Editörler: Sevil, G., Başar, M., Finansal Yönetim-I, 1.Baskı, Anadolu Üniversitesi Acıkoğretim Fakültesi Yayını, Eskişehir, 2012.

Berk, N.:**Finansal Yönetim,** Basım sayısı, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul,1990.

Binti Mohamad; Mohd Saad: "Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia", **International Journal of Business and Management**, 2010, 5(11); 140-147.

Brian, B.:"Working capital policy and liquidity in the small business", **journal of small business management**, 2009, 17(3), 43-51.

Brigham, F. E.:**Fundamentals of Financial Management**, 5th ed., The Dryden Press, USA 1989.

Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G.: **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Sözkesen Matbaacılık, Ankâra. 2010.

Büker, S., Aşıkoğlu, R.: **Yatırım ve Proje Değerlemesi**, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 1994.

Çakır, A.:**Enflasyonist Ortamda Alacakların Yönetimi Ve Sivas' ta Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas, 2000.

Canbas, S.:**İsletmelerde Finansal Yönetim**, Adana, 1976.

Ceylan, A.; Korkmaz, T.: **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 12. Basım, Ekin Yayınevi, Bursa, 2012.

Collins, M.C. Saxena, A.K., and Wamsley,J. W.: "The role of insiders and divided policy"; A comparison of regulated and unregulated firms, **Journal of finance and strategic decision**, 1996, 9, 2898 – 3021.

Coşkun, E.; Kök, D.: "Çalışma Sermayesi Politikalarının Kârlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması", **Ege Akademik Bakış**, 2011, 11(özel sayı), 75-85.

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

Erdinç, S.B. : "Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi Yönetiminin İncelenmesi", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2008, 10(2), 223-236.

Erdoğan, M.:**Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi**, Atatürk Üniversitesi 1978

Erdoğan, M.:**İşletme Finansmanı**, , Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Okulu Yayınları, Diyarbakır, 1990.

Ergun, Ü.:**Finansal Tablolar**, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir, 2000.

Farrar, D.E.; Gluaber, R.: "Multicollinearity in Regression Analysis": The Problem Revisited, **The Review of Economics and Statistics**, 1967, 49(1), 92-107.

Fettahoğlu, A.:**İşletme Finansmanı**, 2.Baskı, Umuttepe Yayınları, Kocaeli, 2014.

Filbeck G.; Krueger, T.: "Industry Related Differences in Working Capital Management", **Mid-American Journal of Business**, 2005, 20(2), 11-18.

Gallagher. T.; Andrew, J.: **Financial Management: Principles and Practices with Finance Center Disk,** 2nd Edition, Prentice Hall, 2000.

Ganesan, V.:"An analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment Industry", **Rivier Academic Journal**, 2007,3(2), 1 - 10.

Garcia Teruel, P. J.; Martinez Solano, P.: "Effects of working capital management on SME profitability", **International Journal of Managerial Finance**, 2007, 3(2), 164-177.

García-Teruel, P.J.; Baños-Caballero, S.; Martínez-Solano, P.: "Financing strategies of working capital requirement and firm profitability", **Universia Business Review**, 2014, 4(44), 104-122.

Gardner M J, Mills D L & Pope R A.:"Working Capital Policy and Operating Risk": An Empirical Analysis, **Financial Review**, 1986, 21(3), 31-31.

Gitman, L. J.:**Principles of Managerial Finance**, 6th Ed, Harper Collins Publishers, U.S.A, 1991.

Gitman, L. J.: **Principles of Managerial Finance,** 8th Ed, Addison-Wesley, 1997.

Gitman, L. J.:**Principle of Managerial Finance**, 10th Edition, Addison-Wesley, 2002.

Gönenli, A. : **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1988.

Gordon, Marshal, **A dictionary of Sociology**, 1998.

Hatipoğlu, Z.:**Ayrıntılı İşletme Finansı**, Lebib Yalkım Yayınları, İstanbul 1995.

İslamoğlu, A. H.:**Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri,** 3. Baskı, Beta BasımYayın Dağıtım, Kocaeli, 2013.

J. Winger, B.; Mohan, N.: **Principles of Financial Management**, 3rd Ed. Macmillan, New York,1991.

Jose, ML.; Lancaster, C. and Stevens, JL.: "Corporate Returns and Cash Conversion Cycle". **Journal of Economics and Finance**, 1996, 20(1), 33-46.

Kiracı, M.:**İşletmelerin Finansal Basarısızlığında Çalısma Sermayesi Yönetiminin Rolünün Oranlar Yoluyla Tespiti ve Ampirik Bir Arastırma**, Yüksek Lisans Tezi, Eskisehir Osman gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2000.

Lamberg, S., Vålming, S.: **Impact of Liquidity Management on Profitability: a study of the adaptation of liquidity strategies in a financial crisis**, Master Thesis, Umeå University, Sweden, 2009.

Larsson, C-G., Hammarlund, L. F.: **Cash Management for Companies**, 9th edition, Studentlitteratur, Lund, 2007.

Lazaridis I and D Tryfonidis : "Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange",**Journal of Financial Management and Analysis** ,2006, 19 (1), 26-35.

M. Çakir, H.; Küçükkaplan İ.: "İsletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Kârlılıgı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi için Analizi", **Pamukkale Üniversitesi Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 2012, 69-86.

Magadi S.; W.Mwangi, M.: "Effect of aggressive financing policy on profitability of listed Companies at Nairobi Securities Exchange", Kenya, **international Journal of Science and Research**, 2014, 3(4), 444- 448.

McMenamin, J.:"Study of Working Capital Policies and Fixed Assets in Financial Institutions in USA", **ACC Research Report** No. 89.

Methodology Manual, Texas State Auditor's Office, Review 5/95.

Mian, S. L., Smith, C. W.: "Accounts receivable management policy: Theory and evidence", **Journal of Finance**, 1992, 47(1), 169-200.

Nyabuti, W. M.; Alala O. B.: "The Relationship Between Working Capital Management Policy and Financial Performance of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange", Kenya, **International Journal of Economics; Finance and Management Sciences**, 2014, 2(3), 212-219.

Owolabi, S. A.; Alayemi, S. A.: "The Study of Working Capital Management as a Financial Strategy", **Asian Journal of Business and Management Sciences**, 2012, 2 (4), 1- 8.

Özdemir, M.: Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Sakârya, 1997.

Parmar S. J.:**Financial Efficiency – Modern Methods**, Tools & Techniques, Raj Book Enterprises, Jaipur, 2001.

Patel, C.:**Research on Working Capital At Excel Charaphics PVT LTD**, 2010, G.I.D.C Rofel Business School.

Patel, R & Davidsson, B.:**Forskningsmetodikens grunder**: Att Planera, genomföra och rapportera en undersökning, Studentlitteratur, Lund, 2003.

Patel, R & Tebelius, U.:**Grundbok i Forskningsmetodik**: Kvalitativt och Kvantitativt, Studentlitteratur, Lund, 1987.

Pettit, R., Singer, R. : "Small Business Finance: A Research Agenda", **Financial Management**, 1985, 14 (3), 47-60.

Poyraz, E.:**Finansal Yönetim**, Basım sayısı, Ekin Yayınevi. Bursa, 2008.

Sakârya, Ş.:"Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması": İMKB'deki KOBİ'ler Üzerine Ampirik Bir Çalışma, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2008, 13(2), 227-248.

Sathamoorthi CR.:"The Management of Working Capital in selected co-operatives in Botswana", **Finance India Delhi**, 2002, 16(3), 1015-1034.

Shapiro, A.C.:**Multinational Financial Management**, 8th ed., Wiley & Sons Inc., Hobokent, 2006.

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

Smith, K.:**Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management**, in Readings on the Management of Working capital, West publishing Company, New York, St. Paul, 1980.

Taşlıca A. O.:**İşletmelerde Nakit Yönetimi**, Basım sayısı,Türk Dünya Araştırma Vakfı Yayınları. Eskişehir, 1994.

Tekin, V.N.:**SPSS Uygulamalı İstatistik Teknikleri**: Klasık ve Bilgisayarlı Çözümler, 3. Baskı,Seçkin Yayınevi, Ankâra, 2014.

Toma M.:**Financing and Financial Management of Businesses**, Economica Publishing House, Bucharest, 1994.

Tükenmez, M.; Susmus, T.; Özkan, S.; Kutay, N.; Evrim, P.; Baklacı, F. H.; Yücel, T.; Özkol, E.; Durukan, M.B.; Yükçü, S: **Finansal Yönetim**, Vizyon yayınları, yer,1999.

Türko, M.:**Finansal Yönetim**, Alfa Yayıncılık, Erzurum,1999.

TÜRKO, M.:**Döner Sermaye Yönetimi; Prensipler ve Analiz**, Atatürk Üniversitesi Yayını, Erzurum, 1978.

Türko, R. M.:**Finansal Yönetim**, Alfa Yayınları, Erzurum, 2002.

Türko, R. M.:,**Finansal Yönetim,** Alfa Yayınları, Erzurum, 2002.

Usta, Ö.:**İşletme Finansı ve Finansal Yönetimi**, Anadolu Matbaası. İzmir, 1996.

Van-Horne, J.C. and Wachowicz, J.M.:**Fundamentals of Financial Management**, 12th edition, Prentice Hall publishers, New York, 2004.

Vishnani, S.; Shah, B.K.: "Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance: An Empirical Study", **Global Business Review**, 2007, 8(2), 267-281.

Vishnani, S.; Shah, B.K.: "Liquidity vs. Profitability – A Detailed Study in Perspective of Indian Consumer Electronics Industry", **Pranjana**, 2006, 9(2), 25-30.

Watson, R.,& Wilson, N.: "Small and Medium Size Enterprise Financing": A note on some of the implications of a Pecking Order, **Journal of Business Finance and Accounting**, 2002, 29 (3/4), 557-578.

Weinraub, H. J.; Visscher; S.: "Industry Practice Relating to Aggressive Working Capital Policies", **Journal of Financial and Strategic Decisions**, 1998, 11(2), 11-18.

Weston, J.F. and Copeland, T.E.:**Managerial Finance**, 9th Edition, The dryden Press, USA,1992.

Determinin of Working Capıtal, Accountıng Management, URL: http://accountlearning.blogspot.com.tr/2011/07/determination-of-working-capital.html, (Ziyaret Tarihi: 2 Hazıran 2015).

Dabloo, Working Capital Concepts, Scribd, http://www.scribd.com/doc/37055178/Working-Capital-Concepts#scribd ( Ziyaret Tarihi: 18 Mayıs 2015).

Borad, S.: Types of Working Capital, eFinanceManagement, http://www.efinancemanagement.com/working-capital-financing/types-of-working-capital (Ziyaret tarihi: 12 Mayıs 2015).

Shma, Types Of Working Capıtal, Management Educatıon, http://managementation.com/types-of-working-capital/ , ( Ziyaret Tarihi: 27 Nisan 2015).

İşletme Sermayesi Nedir, Reitix, 2013, http://www.reitix.com/Makaleler/isletme-Sermayesi-Nedir/ID=303 ( Ziyaret Tarihi: 19 Mayıs 2015).

Finansman kaynakları, Ekodialog.com: Ozgun Ekonomi ve Makale Arşivi, http://www.ekodialog.com/finansal_eko/finansman_kaynaklari.html , (Ziyaret Tarihi: 20 Eylül 2015).

**EK 1:** Literatür Taraması Özet bilgileri

| Yazar(lar) Adı | Yayın Yılı | Örneklem ve Kapsadığı Dönem | Kullanılan Yöntem | Kullanılan Değişkenler | Sonuç |
|---|---|---|---|---|---|
| Jose, Lancaster & Stevens | 1996 | ABD, 2,718 Firma, 1974-1993 | Regresyon ve Non-Parametrik Testler | ROA, ROE ve Nakde Dönüşüm Süresi | anlamlı bir iliski bulunmamış |
| Shin ve Soenen | 1998 | ABD, 58,985 Firma 1975-1994 | Corelesyon ve Regresyon | Nakde Dönüşüm Süresi ve ROE | Nagatif |
| Weinraub ve Visscher | 1998 | ABD, 216 Firma 1984-1993 | ANOVA | KVB/Aktıfler ve ROA | Negatif |
| Sathyamoorthi | 2002 | Botswana, 1993-1997 | ---------- | ---------- | ---------- |
| Deloof | 2003 | Belçika, 1009 Firma 1992-1999 | Regresyon | ROA, Nakde Dönüsüm Süresi | Negatif |
| Lazaridis ve Tryfonidis | 2006 | Yunanistan, 131 Firma, 2001-2004 | Regresyon | ROA ve Nakde Dönüşüm Süresi | Negatif |
| Ganesan | 2007 | ABD, 349 Firma, 2001-2007 | Regresyon, Corelesyon ve ANOVA | ---------- | Negatif |
| Afza ve Nasir | 2007 | Pakistan, 268 Firma, 1998-2005 | Cross-sectional Regresyon | KVB/Aktifler, Dönen varlık/ Aktifler, ROA ve ROE | Negatif |
| Vishnani ve Shah | 2007 | Hindistan, 23 Firma, 1994-2005 | Corelesyon ve Regresyon | ---------- | Zayif Positif |
| Garcia ve Teruel | 2008 | İspanya, 8,872 Firma, 1996-2002 | Regresyon | Nakde Dönüşüm Süresi | Negatif |
| Afza ve Nasir | 2008 | Pakistan, 263 Firma, 1998-2003 | Cross-sectional Regresyon | KVB/Aktifler, Dönen varlık/ Aktifler, ROA ve | Negatif |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | ROE | |
| Al-shubiri | 2010 | Ürdün, 59 Firma, 2004-2007 | Cross-sectional Regresyon | ---------- | Negatif |
| Binti Mohamad ve Mohd Saad | 2010 | Malesya, 172 Firma, 2003-2007 | ANOVA | Nakit Dönüşüm Süresi, Dönen varlık/Aktifler, Carı Oran, KVB/ Aktifler, ROA ve ROE | Nagatif |
| Coşkun ve Kök | 2011 | Türkiye, 74 Firma, 1991-2005 | Regresyon | Nakit dönüş süresi, Alacak tahsil süresi, Stok devir süresi, Borç ödeme süresi ve ROA | Negatif |
| Owolabi ve Alayemi | 2012 | Nijerya, Nestle PLC, 2005-2009 | Regresyon | Cari oran, Alacak tahsi süresi ve ROE | Negatif |
| Altan ve şekeroğlu | 2013 | Türkiye, 16 Firma, 2003-2012 | Regresyon | Carrı oran ve ROA | ---------- |
| Magadi ve Mwangi | 2014 | Kenya, 38 Firma | Regresyon | ---------- | Pozitif |
| Nyabuti ve Alala | 2014 | Kenya, 10 Firma, 2008-2012 | Regresyon | ---------- | Pozitif |

**Ek2:** Çalışma Analinde Verileri Kullanılan İşletmeler

| **No** | **Kod** | **Şirket Adı** |
|---|---|---|
| 1 | ALKA | AlKIM KAĞIT |
| 2 | BAKAB | BAK AMBALAJ |
| 3 | DOBUR | DOĞAN BURDA |
| 4 | DGZTE | DOĞAN GAZETECİLİK |
| 5 | DURDO | DURAN DOĞAN BASİM |
| 6 | HURGZ | HÜRRİYET GZT. |
| 7 | KAPLM | KAPLAMİN |
| 8 | KÂRTN | KÂRTOSAN |
| 9 | TIRE | MONDİ TİRE KOTSAN |
| 10 | OLMIP | OLMUKSAN-IP |
| 11 | VKING | VİKİNG KAĞIT |
| | | |
| | | |