

## Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Karlılığı Üzerine Etkileri: İMKB’de Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma

Mikail ALTAN\*  
Gamze ŞEKEROĞLU\*\*

### ÖZET

Firmalar için karlılık, var oldukları günden beri en önemli amaçlardan biridir. Çalışma sermayesi ile firma karlılığı arasındaki sıkı ilişkiden dolayı firmalar için önem arz eden çalışma sermayesi yönetiminin başarısında karlılık, risk ve likidite arasındaki dengenin sağlanması da önemli bir etkidir. Bu dengenin kurulması ise firmaların hangi finanslama stratejisini uygulayacağına bağlıdır. Yapılan bu çalışmada, çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma karlılığı üzerine etkileri belirlenmeye çalışılmış ve İMKB’de kayıtlı doküman sanayinde faaliyette bulunan 16 firma üzerinde bir araştırma yapılmıştır. Araştırma verileri 2003 – 2012 yılları arasında doküman sanayinde faaliyet gösteren firmaların mali tabloları kullanılarak hesaplanan oranlardan oluşmaktadır. Zaman serilerinin durağanlığı Eviews programı yardımıyla birim kök testi ile test edilmiştir, daha sonra da verilerin durağan olduğu görülüp SPSS 15.0 programı kullanılarak basit regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda, çalışma sermayesini finanslama stratejileri ile aktif karlılık arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna göre atılan finansman stratejisini takip eden firmaların aktif karlılıklarının en yüksek olduğu, dengeli finansman stratejisini takip eden firmaların ikinci sırada yer aldığı ve muhazakar finansman stratejiyi takip eden firmaların ise son sırada yer aldığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Çalışma Sermayesi, Karlılık, Finanslama Stratejisi

**Çalışmanın Türü:** Araştırma

## The Effects of Working Capital Financing Strategies on Profitability: A Research on Companies Listed on ISE

### ABSTRACT

Profitability is one of the most important objectives for companies since they have been. A firm which completed its founded phase and ready for production needs money and credit to cover raw materials, labor, storage and insurance expenses in order to start production. Here, in order to start production necessary money and credit that are connected to income groups are called as working capitals.

Due to the tight relationship between the profitability of the company with working capital, profitability in the success of working capital management which are important for firms, is a major factor to ensure balance between liquidity and risk. Working capital depends on ensuring efficiency in management, determining optimum level of working capital which is needed by company and financing those working capital items in a correct way. Therefore, initially the investment level of current assets should be determined, and then it should be considered that how necessary financing will be provided for this investment.

An ideal economy, it should be that short-term assets must be financed with short-term assets and long-term assets must be financed with long-term assets and owners equity. Otherwise, the firm can be in trouble in terms of financing. So firms should operate their activities in most profitable and efficient way. Because profitability brings risk at the same time, firms should establish policies to ensure the balance of risk and profitability. Therefore this is directly related to which working capital financing strategy will be chosen. Because, there are 3 financing strategy as conservative, balanced and aggressive and all of them have different level of profitability and risk.

A research is carried out on 16 publicly traded companies which operates in weaving industry on ISE. Research data consist of calculated ratios using financial statements of companies which operate in the weaving industry in between 2003-2012 years. Stationary of time series has been tested with unit root test with the help of Eviews program and having seem that data are stationary and a simple regression analysis was performed using SPSS 15.0 software.

According to analysis, working capital financing strategies are represented by the current rates of the last 10 years of weaving industries. Profitability levels are represented by the rate of return on assets. Accordingly, it is investigated that the effect of current ratio variable on the profitability of weaving industry firms listed on the ISE. For these firms which are considered in the paper, they are evaluated according to if their current ratio variable is equal or bigger than 2 ( $CR \geq 2$ ) conservative financing

\* Doç. Dr., Selçuk Üniversitesi

\*\* Arş. Gör., Selçuk Üniversitesi

strategy, if the variable  $1 \leq CR < 2$ , balanced financing strategy and if current ratio variable is smaller than 1 ( $CR < 1$ ) aggressive financing strategy are applied.

As a result of analysis, it has been found that there is significant relationship between working capital financing strategies and return on assets. Accordingly, it is identified that firms who follow brash financing strategies have highest return on assets, firms who follow balanced financing strategies take second place and firms who follow conservative financing strategy in last place.

**Keywords:** Working capital, Profitability, Financing Strategy.

**The Type of Research:** Research

## GİRİŞ

Günümüz rekabet koşullarında firmaların sürekliliklerini koruyabilmeleri için ellerinde yeterli miktarda çalışma sermayesi bulundurmaları gerekmektedir. Bunun için de etkin bir çalışma sermayesi yönetimini benimsemeleri zorunludur. Çalışma sermayesi yönetiminin ise iki temel boyutu vardır. Bunlardan ilki çalışma sermayesi kalemlerinin nasıl yönetileceği, ikincisi ise çalışma sermayesi finansmanının nasıl olacağıdır. Çalışma sermayesi kalemlerinin etkin yönetilmesi ve etkin bir çalışma sermayesi finanslama stratejisinin benimsenmesi firmaların karlılığını artırmaktadır.

Firmanın kısa sürede paraya çevrilebilen ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade eden çalışma sermayesi, bilançolarda da dönen varlıklar altında toplanan nakit ve nakit benzeri varlıklar, menkul kıymetler, alacaklar ve stokları kapsamaktadır (Chowdhury ve Amin, 2007: 75).

Çalışma sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretiminin kesintisiz olarak devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılabilmesi, kredibilitésinin artırılabilmesi, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmesinin önlenebilmesi, faaliyetlerinin karlı ve verimli bir şekilde yürütülmesinin sağlanabilmesi açılarından büyük önem taşımaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 5).

İşletmeler için bu kadar önemli olan çalışma sermayesi yönetiminde, çalışma sermayesinin finansmanı da önem taşımaktadır. Finansal yönetimde finansal kaynakların vadesi ile bu kaynakların hangi varlıklara yatırıldığı konusu arasında uyum olması bir kural olarak kabul edilmektedir. Buna göre; kısa vadeli yatırımlar kısa vadeli kaynaklarla, uzun vadeli yatırımlar ise uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmelidir (Apak ve Demirel, 2013: 216).

Çalışma sermayesi tutarının geçici ve devamlı olarak ayrılışı, finansal yönetimdeki bu kural dolayısıyla, çalışma sermayesi finansmanında çeşitli stratejiler ortaya çıkarmıştır (Apak ve Demirel, 2013: 216). Bu finansman stratejileri temelde 3 tanedir:

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

Muhafazakar finanslama stratejisini tercih eden firmalar, hemen hemen tüm çalışma sermayesi yatırımlarını uzun vadeli yabancı kaynaklarla ya da özkaynaklarla finanse etmektedirler (Sariaslan ve Erol, 2008: 362). Buna karşılık beklenmedik durumlarda fon ihtiyacının karşılanması için çok az miktarda kısa vadeli yabancı kaynak bulundurmaktadırlar (Brigham ve Ehrhardt, 2005: 766). Muhafazakar finanslama stratejisini uygulamanın başlıca sebebi, firmaların riske karşı duyarlı olmaları ve riskten kaçınmak istemeleridir. Ancak riskin az olmasının yanında, bu stratejide uzun vadeli yabancı kaynak kullanımından dolayı sermaye maliyeti yüksektir (Okka, 2012: 589). Özetle, geleneksel finansman kuralına en uygun strateji olarak kabul edilen muhafazakar finanslama stratejisi riskin ve karlılığın en az, maliyetlerin ise en yüksek olduğu stratejidir (Apak ve Demirel, 2013: 216). Bu stratejide cari oran 2'den büyüktür.

Dengeli finanslama stratejisinde, duran varlıklar ile sürekli çalışma sermayesi uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklarla finanse edilirken, çalışma sermayesinin dalgalı kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir (Emery ve diğerleri, 1998: 583). Kaynakların sağlandığı süre ile kullanılan varlıkların paraya çevrilme zamanlarının uyumlu olması kuralına dikkat eden dengeli strateji (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 31), risk ve karlılık bakımından orta yol olarak kabul edilmektedir (Apak ve Demirel, 2013: 217). Bu stratejide cari oran 1 ile 2 arasında yer alır.

Atılğan finanslama stratejisinde ise firmalar kısa vadeli finansman kaynaklarını daha fazla oranda tercih etmektedirler. Bu da riski artırmaktadır. Ancak riskin yükselmesi, beraberinde karın da artmasına sebep olmaktadır (Okka, 2006: 87). Bu stratejide cari oran 1'den küçüktür.

Çalışmanın amacı, çalışma sermayesi finansmanı stratejilerinin firmaların aktif ve karlılığı üzerindeki etkisini belirlemektir.

## LİTERATÜR

Çalışma sermayesi yönetimi konusunda yapılan ilk teorik çalışmanın 1955 yılında John Sagan tarafından yapılan “Çalışma Sermayesi Yönetimi Teorisi” adlı çalışma olduğu söylenmektedir. Sagan, fon ihtiyacının sağlanmasıyla ilgili bazı metotlar geliştirilmesi gerektiğini belirtmiş ancak kendisi bu konuyla ilgili sadece teorik olarak çalışıp, ampirik bir çalışma yapmamıştır. Walker, 1964 yılında ampirik testlerle de desteklenen bir çalışma sermayesi teorisi geliştirmiş ve bu alanda yapılan çalışmalara öncülük etmiştir. Çalışmasında, çalışma sermayesi yönetiminde risk-getiri dengesini inceleyen Walker, 9 adet endüstri şirketinin çalışma sermayesi seviyesindeki değişikliğin firma gelirleri üzerindeki etkisini değerlendirmiş ve negatif bir ilişki bulmuştur. Daha sonra ise 1973’te Marville ve Tavis, 1986’da Hawawini ve diğerleri, 1991 yılında Belt ve Smith çalışma sermayesiyle ilgili çeşitli teorik çalışmalar yapmıştır.

1996 yılında Jose ve diğerleri, çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkiyi çalışan ilk kişiler olmuştur. Daha kısa nakit dönüşüm döngüsünün daha iyi bir karlılığa neden olduğunu bulmuşlardır. Daha sonra, bu bulgu farklı örneklem ve sabit sonuçlar ile diğer araştırmacılar tarafından farklı zamanlarda test edilmiştir. Ulaşılan sonuç ise, nisbi karlılığın atılan çalışma sermayesi yönetimi ile geliştirilebileceği olmuştur. Topuz, 1998 yılında Çankırı ilindeki tarım firmalarında kaynakların etkin kullanılmaması ve firma büyüklüklerine göre farklı dönemlerdeki çalışma sermayesi yetersizliğinin gelir düşüklüğüne neden olduğunu tespit etmiştir.

Yücel ve Kurt, 2002 yılındaki çalışmalarında nakit dönüş süresinin likidite oranları ile pozitif, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile negatif ilişkisi olduğunu tespit etmiş, ayrıca yüksek kaldıraç oranının, firma likiditesini ve karlılığını olumsuz yönde etkilediğini bulmuştur. Deloof, 2003 yılındaki çalışmasında çalışma sermayesi yönetimi ile kurumsal karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizden çıkan sonuçlar brüt operasyonel gelir ile ölçülen karlılık ile nakit dönüşüm döngüsü ve alacakların tahsilat süresi ile stoklar arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir.

2006 yılında Yıldırım, konaklama firmalarında çalışma sermayesi (alacak-nakit-stok) yönetiminin firma karlılığı üzerine etkilerini 28 soruluk bir anket düzenleyerek incelemiş ve stok yönetim işlemlerinin tek elden yürütülmesinin önemli bir faktör olduğunu vurgulamıştır. Raheman ve Nasr, 2007 yılında çalışma sermayesi yönetimi değişkenleri olan ortalama tahsilat süresi, gün olarak stok devir hızı, ortalama tahsilat süresi, nakit dönüşüm döngüsü ve karlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca, satışların doğal logaritması ile ölçülen şirket ölçeği ile karlılık arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir.

Danuletiu 2010 yılındaki çalışmasında, çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ile karlılık arasındaki ilişki Pearson korelasyon analiziyle 20 şirketin yıllık finansal tablolarından oluşan örneklem kullanarak incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, çalışma sermayesi yönetimi göstergeleri ile karlılık oranları arasında zayıf bir doğrusal korelasyon bulunmuştur.

Akbulut’un 2011 yılındaki çalışmasında çalışma sermayesi yönetimi nakit döngüsü ile ölçülmüşken, firma karlılığı aktif karlılık ile ölçülmüştür. Yapılan regresyon analizleri sonucunda çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 2011 yılındaki çalışmalarında Coşkun ve Kök, firmaların çalışma sermayesi politikalarının karlılık üzerine etkisi incelemişlerdir. Çalışma sermayesi politikalarının ölçütü olarak sektöre göre düzeltilmiş nakit dönüş süresi, alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi ve stok devir süresi ile karlılık ölçütü olarak aktif karlılığı kullanılmıştır. Sonuçta nakit dönüş süresi, alacak tahsil süresi ve stok devir süresi ile karlılık arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca borç ödeme süresi ile karlılık arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

## MATERYAL VE METOT

Bu çalışmada, doküman sanayinde faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB’ye kayıtlı olan firmaların karlılığı ve çalışma sermayesi finanslama stratejileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada kullanılan veriler, 2003 – 2012 yılları arasında İMKB’de işlem görüp, doküman sanayinde faaliyet gösteren firmaların yıllık verileridir. 30.06.2013 tarihi itibarıyla İMKB’ye kayıtlı doküman sanayindeki firma sayısı 23 olup, bazı

dönemlerde kayıt dışı kalan firmalar çıkarıldığında 10 yıl boyunca kesintisiz olarak işlem görüp uygulamada yer alan firma sayısı 16 olmuştur.

Bu çalışmada modelin hipotezi şu şekilde kurulmuştur;

$H_0$  : Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin aktif karlılık oranına etkisi yoktur.

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

• **Bağımlı Değişken:**

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

• **Bağımsız Değişken:**

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

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

- $CO \geq 2$  ise; muhafazakar finanslama stratejisi
- $1 \leq CO < 2$  ise; dengeli finanslama stratejisi
- $CO < 1$  ise; atılgen finanslama stratejisi

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

## BULGULAR

Aktif karlılık oranı ile ilgili hipotez için SPSS programında yapılan basit regresyon analizinin sonuçları şöyledir;

**Tablo1.** Model özeti

Durum	I	II	III
Hipotezler	Muhafazakar finanslama stratejisi	Dengeli finanslama stratejisi	Atılgen finanslama stratejisi
R	0,534	0,261	0,442
R <sup>2</sup>	0,285	0,068	0,195
F	13,13	6,453	7,99
Sig.	0,001	0,013	0,008
Constant	0,006	-0,079	-0,957
B	0,014	0,061	1,243
T	3,624	2,540	2,827
Sonuç	Red	Red	Red

Tablodaki her durum için significance level (p) 0,05'ten küçük olduğu için model istatistiksel olarak anlamlıdır ve hipotezler reddedilmektedir. Bulunan sonuçlara göre her bir durum için kurulan modeller ve yorumları sırasıyla aşağıdaki gibidir:

$$AKO_{\text{muhafazakar}} = 0,006 + 0,014CO$$

Muhafazakar stratejide cari oradaki 1 birimlik değişme aktif karlılık oranı değişkeninde 0,014 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır.

$$AKO_{\text{dengeli}} = -0,079 + 0,061CO$$

Dengeli stratejide cari oradaki 1 birimlik değişme aktif karlılık oranı değişkeninde 0,061 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır.

$$AKO_{\text{atılgen}} = -0,957 + 1,243 CO$$

Atılgen stratejide cari oradaki 1 birimlik değişme aktif karlılık oranı değişkeninde 1,243 birimlik bir değişmeye neden olmaktadır. Yani üç durumda da cari oran arttıkça aktif karlılık oranı artmaktadır. Ancak atılgen stratejide aktif karlılık oranı en fazla artarken ikinci sırada dengeli strateji, son sırada ise muhafazakar strateji yer almıştır.

## SONUÇ

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

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

## KAYNAKLAR

- Akbulut, Ramazan (2011). İMKB'de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2), 195-206.
- Aksoy, Ahmet ve Yalçiner, Kürşat (2005). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Apak, Sudi ve Demirel, Engin (2013). *Finansal Yönetim Cilt 2: Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi* (2. Baskı). İstanbul: Papatya Yayıncılık.
- Belt, B. and Smith, K. V. (1991). Comparison of Working Capital Management Practices in Australia and the United States. *Global Finance Journal*, 2, 27-54.
- Brigham, Eugene F. and Ehrhardt, Michael C. (2005). *Financial Management : Theory and Practice* (11th Edition). Mason, Ohio : Thomson/South-Western .
- Chowdhury, Anup ve Amin, Muntasir. (2007). Working Capital Management Practiced in Pharmaceutical Companies Listed in Dhaka Stock Exchange. *BRAC University Journal*, 4(2), 75-86.
- Coşkun, Ender ve Kök, Dünder (2011). Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 11(Özel Sayı), 75-85.
- Danuletiu, Adina E. (2010). Working Capital Management And Profitability: A case of Alba Country Companies. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 12(1), 364- 374.
- Deloof, Marc (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3-4), 573-587.
- Emery, Douglas R., Finnerty, John D. and Stowe, John D. (1998). *Principles of Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Hawawini, Gabriel, Viallet, Claude and Vora, Ashok (1986). Industry Influence on Corporate Working Capital Decisions. *Sloan Management Review*, 27(4), 15-24.
- John, Sagan (1995). Towards a Theory of Working Capital Management. *The Journal of Finance*, May, 121-129.
- Jose, M. L., Lancaster, C. and Stevens, J. L. (1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycles. *Journal of Economics and Finance*, 20, 33-46.
- Merville L. J. and Tavis, L. A. (1973). Optimal Working Capital Management Policies: A Chance-Constrained Programming Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(1), 47-59.
- Okka, Osman (2006). *İşletme Finansmanı* (1. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.
- Okka, Osman (2012). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler* (1. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.
- Raheman, Abdul and Nasr, Mohamed (2007). Working Capital Management And Profitability–Case Of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279 – 300.
- Sarıaslan, Halil ve Erol, Cengiz (2008). *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler* Ankara: Siyasal Basın Yayın Dağıtım.

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

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

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