



Disciplines: Business Administration, Economy, Econometrics, Finance, Labour Economics, Political Science, Public Administration, International Relations

FİRMALARIN İŞLETME SERMAYESİ STRATEJİLERİ İLE RİSK, GETİRİ VE KARLILIK YETENEKLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BİST ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

An Investigation of the Relationship Between Risk, Return And Profitability of Companies with the Working Capital Strategies: An Empirical Study on ISE

Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ

Atatürk Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, tondes@atauni.edu.tr Erzurum/Türkiye

Eisa PAGHEH

Doktora Öğrencisi, Atatürk Üniversitesi, İİBF, İşletme (Muhasebe-Finansman) Bölümü,
i.pagheh@gmail.com Erzurum/Türkiye

Öndeş, T., & Pagheh, E. (2018). "Firmaların İşletme Sermayesi Stratejileri İle Risk, Getiri ve Karlılık Yetenekleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: BİST Üzerine Ampirik Bir Çalışma", International Journal of Academic Value Studies, Vol:4, Issue:21; pp:801-813

Makale Türü: Araştırma Makalesi

ARTICLE INFO

Article History

Makale Geliş Tarihi

Article Arrival Date

23/06/2018

Makale Yayın Kabul Tarihi

The Published Rel. Date

26/07/2018

Anahtar Kelimeler

İşletme Sermayesi
Finanslama Stratejisi,
İşletme Sermayesi Yatırım
Stratejisi, Risk, Getiri,
Karlılık

Keywords:

Investment Policy of
Working Capital, Financing
Policy of Working Capital,
Firms Risk, Stock Returns,
Firms profitability.

ÖZ

Bu çalışmanın amacı firmaların işletme sermayelerinin yatırım ve finansman stratejileri ile hisse senet getiri, risk ve karlılık arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Firmalar için karlılık ve piyasa değerlerini artırmak en önemli amaçlarından 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. Çalışmanın uygulama bölümünün başında panel verilerin durağanlık ve korelasyon testleri yapıldıktan sonra, bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı probleminin olup olmadığı VIF yöntemi ile hesaplanmıştır. Çalışma devamında regresyon analizin diğer önemli ön testlerinden biri de yatay kesit birimlerine ait hata terimlerin değişen varyans gösterip göstermediğini tespit eden White testi yapılmıştır. Son olarak tüm bu ön testler yapıldıktan sonra, araştırmanın varsayımlarını test edebilmek için regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan regresyon analiz sonuçlarına göre BİST'te kayıtlı olan firmaların İşletme Sermayesi Yatırım Stratejisi (IP) ile getiri arasında aynı yönlü ve İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisi (FP) ile ters yönlü ilişki tespit edilmiştir. Diğer taraftan IP ile RISK arasında ters yönlü ve FP ile RISK arasında aynı yönlü ilişki tespit edilmiştir. Son olarak IP ile karlılık arasında aynı yönlü ve FP ile Karlılık arasında ters yönlü ilişki tespit edilmiştir

ABSTRACT

The main purpose of this study is to determine the relationship between the Capital Working Investment and Financing Strategies with Firm's Stock Return, Risk and Profitability. One of the most important purposes for companies is increasing profitability and market value. There is tight link between working capital and firm's profitability. The balance between profitability and liquidity is also an important factor in the success of working capital management. The establishment of this balance depends on the firms that which financing strategies will be applied on.

After the panel data were tested for stability and correlation at the beginning of the study, the VIF method was used to determine whether, there was a multiple connection problem between the independent variables or not. After that White test is one of the other important preliminary tests of regression analysis that is done. Finally, after all these preliminary tests have been performed, regression analysis is performed to test the research assumptions. According to the results of the regression analysis, there is a direct relationship between IP and return and also there is reverse relationship between FP and return of the BIST firm's. On the other hand, there is an opposite direction between IP and RISK and a direct relationship between FP and RISK is found. Finally, the study shows that there is an opposite relationship between IP and profitability, and direct relationship between FP and profitability.

1. GİRİŞ

İşletme sermayesinin yönetimi, her büyüklükteki işletmenin finansal sağlığı için önemlidir. İşletme sermayesine yatırılan miktarlar genellikle kullanılan toplam varlıklarla orantılıdır ve bu nedenle bu miktarların verimli ve etkili bir şekilde kullanılması hayati önem taşımaktadır. Bununla birlikte, küçük işletmelerin işletme sermayelerini yönetmede çok iyi olmadığına dair kanıtlar vardır. Birçok küçük işletme, sermaye yeterliliklerinin düşük olması nedeniyle, işletme sermayesi yatırımlarında sıkı kontrol yapmanın önemini abartmaktadırlar (Padachi, 2006: 47).

Genelde firmaların kaynaklarının, dikkat çekici bir bölümü işletme sermayesinde yatırılmaktadır. İşletme sermayesi yönetiminin önemini belirleyen bir diğer husus, dönen varlıklara yapılan yatırımların tutarıdır. İşletmelerin büyük bir kısmında dönen varlıklar, toplam varlıkların yarısından daha fazla bir kısmını oluşturmaktadır ki bu da işletme sermayesinin önemini artırmaktadır. Ayrıca şirketler elde ettikleri fonları, çeşitli yerlerde kullanmaktadırlar. Örneğin yeterli nakit elde tutmanın, stok yetersizlik riskini düşürerek, üretimdeki düzensizlikleri azaltacağı gibi diğer taraftan fazla stoklamalar ve ya müşterileri daha fazla kredilendirmeler çalışma sermayesinin, işletme kaynakları içindeki payını yükseltecektir. İşletmeler, varlıklar ve bu varlıkları elde etmek için gereken kaynakların miktar ve bileşimini belirlerken bu konu ile ilgili risk ve getiriye de göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

Kurumsal finans literatürü, geleneksel olarak, yatırımlar, sermaye yapısı, temettüler ve şirket değerlendirme kararları gibi uzun vadeli finansal kararların incelenmesine odaklanmıştır. Bununla birlikte, kısa vadeli varlık ve yükümlülükler toplam varlıkların önemli bileşenleri olup özenle analiz edilmelidir. Bu kısa vadeli varlık ve yükümlülüklerin yönetimi, işletme sermayesi yönetimi firmanın kârlılığı, riski ve değeri için önemli bir rol oynadığından dikkatle incelemeyi daha fazla gerektirecektir. İşletme sermayesinin optimal seviyesi, büyük ölçüde cari varlık ve borçların yönetimi için alınan yöntemlerle belirlenir. İşletme sermayesinin çeşitli bileşenlerini uygun seviyede tutmak için sürekli izlemeyi gerektirir (AL Shubiri, 2001: 39).

Bu araştırmanın temel amacı Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların yatırım ve finanslama işletme sermaye stratejilerinin, bu firmaların getiri, risk ve karlılık aralarındaki ilişkiyi incelemektir.

2. İŞLETME SERMAYESİNİN FİRMA İÇİN ÖNEMİ

Etkin işletme sermayesi yönetimi, firmanın uzun vadeli büyümesi ve canlılığını devam ettirebilmesi için hayati öneme sahiptir. Eğer bir firma satışlarını ve üretimini genişletmek için işletme sermayesi ihtiyacını karşılamıyorsa, satış gelirlerini ve dolayısıyla kârlarını kaybetme riskiyle karşı karşıya olacaktır. Kısa süreli borçlarını ödeme yeteneğine sahip olmayan işletmenin, finansal açıdan büyük sıkıntı içine girmesi ve dolayısıyla kredibilitesinde düşme görülmesi kaçınılmaz olacaktır (Hacıoğlu ve Dinçer, 2009: 281).

Satışlar ve kârlar gibi mali hedefler, şirketler için birincil amaçtır. Başka bir deyişle, firmaların piyasa değerini artırabilmek bu firmaları kuran kişiler tarafından takip edilen ana hedefdir. İşletme sermayesi yönetimi, şirketlerin likiditesini ve kârlılığını doğrudan etkilediği için kurumsal finansmanın çok önemli bir bileşenidir (Deloof, 2003; Eljelly, 2004; Raheman ve Nasr, 2007). Bu nedenle, işletme sermayesinin etkin yönetimi, genel bir şirket stratejisinin hissedar değeri yaratmanın temel bir parçasıdır. Genel olarak, şirketler, değerlerini en yükseğe çıkaracak optimal bir işletme sermayesi tutmaya çalışırlar (Howorth and Westhead 2003, Deloof, 2003; Afza & Nazir, 2007).

İşletme sermayesi yönetiminin amacı, firmaların karlılık ve riskleri arasında bir dengeye ulaşabilmeleri için, dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlarına optimum bir şekilde yatırım tutarını belirleyebilmeleridir (Noreen vd. , 2009: 160). Bir firmanın varlıklarının içinde dönen varlıklara yatırımın tutarı genelde önemli bir miktara ulaşmaktadır. Bu yatırım tutarını verimli ve etkili bir şekilde kullanılması, firmalar için çok önemlidir. İyi tasarlanmış ve uygulanmış bir işletme sermayesi yönetiminin bir şirket değerinin yaratılmasına olumlu katkıda bulunması beklenmektedir (Padachi, 2006, 45).

İşletme amacının elde edilmesinde işletme sermayesi yönetimi çok önemli bir fonksiyona sahiptir. İşletme sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması, kredi değerliliğinin artırılması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetin kârlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 1998: 211). Etkin işletme sermayesi yönetimi, firmanın uzun vadeli büyümesi ve canlılığını devam ettirebilmesi için hayati öneme sahiptir. Eğer bir firma satışlarını ve üretimini genişletmek için işletme sermayesi ihtiyacını karşılamıyorsa, satış gelirlerini ve dolayısıyla kârlarını kaybetme riskiyle karşı karşıya

olacaktır. Kısa süreli borçlarını ödeme yeteneğine sahip olmayan işletmenin, finansal açıdan büyük sıkıntı içine girmesi ve dolayısıyla kredibilitesinde düşme görülmesi kaçınılmaz olacaktır (Hacıoğlu ve Dinçer, 2009: 281).

Gelişmekte olan ekonomiler, genellikle kaynaklarını etkin şekilde kullanılmaması sorunu ile karşı karşıyadır. Bu yüzden söz konusu ekonomilerde sermaye, en büyük üretken kaynaktır ve bu kaynakların doğru kullanılması büyüme oranını artırır ve aynı zamanda maliyeti düşürür ve tüm bunlar üreten sistemin verimliliğini artırır. Sabit sermaye ve işletme sermayesi, gelişmekte olan ülkenin toplam sermayesine çok güçlü bir şekilde katkıda bulunmaktadır. Sabit sermaye yatırımı üretim kapasiteyi artırırken, işletme sermayesi bu kapasiteyi kullanmayı mümkün kılmaktadır. Böylece, işletme sermayesi davranışı üzerine yapılan çalışmalar finansal yönetim alanında önemli bir yer tutmaktadır. Finansal yönetimin daha önceki vurgusu, uzun vadeli finansal kararlar üzerinde daha fazla durmuştur. Kısa vadeli finansal kararlarla ilgili olan işletme sermayesi yönetimi, finans literatüründe nispeten ihmal edilmiş gibi gözükmektedir (Panigrahi, 2014: 108-109).

3. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ

Günümüzün dinamik iş ortamında, şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getiremedikleri sürece, kazanç elde etmelerine rağmen örgütün hayatta kalması belirsizdir. Kurumsal finans, temel olarak, sermaye yapısı kararları, sermaye bütçeleme kararları ve işletme sermayesi gibi üç karar ile ilgilidir. Bunların arasında, işletme sermayesi yönetimi, bir şirketin kârlılığını ve likiditesini ve nihayetinde değerini etkilediğinden, kurumsal finansmanın çok önemli bir bileşenidir ve temel olarak dönen varlıklar ve kısa vadeli yükümlülükler ile cari varlık ve borçların finansmanında izlenen yöntemler konusunda sorumludur. Verimli işletme sermayesi yönetimi, bir yandan kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirememeye riskini ortadan kaldıran ve aşırı yatırımdan kaçınacak şekilde, cari varlıkları ve kısa vadeli borçları planlayarak, kontrol etmektir (Eljelly, 2004).

Bir işletmenin finansman ihtiyacı, dönen ve duran varlıkların toplamına eşittir. Dönen varlıklar iki grupta toplanabilir. Bunlar sabit dönen varlıklar ve dalgalanma gösteren dönen varlıklar olarak tanımlanabilir. Dönen varlıkların dalgalanma gösteren kısmı, işletme satışlarının mevsimsel ya da konjonktürel yapısıyla etkilenir. Birçok işletmenin alacakları ve stokları yılın belirli dönemlerinde en yüksek noktalara ulaşır. Dönen varlıkların sabit kısmını ise, işletmenin uzunca bir süre ihtiyacını karşılayabilecek nakit ve envanter olarak bulundurulması gereken miktar oluşturur (Aydın ve Diğerleri, 2010: 141).

Temel olarak, muhafazakâr yaklaşım, atılğan yaklaşım ve ılımlı yaklaşımı içeren üç çeşit işletme sermayesi stratejisi vardır (Nwankwo, 2005). Aşağıda işletmelerin çalışma sermayelerinin finansmanı ile ilgili çeşitli finansman politikaları şekil yardımıyla açıklanmaktadır.

3.1. Agresif (Atılğan) Finanslama Stratejisi

Bu yaklaşımda firmalar, duran varlıklarının tümünü uzun vadeli finansman ve dönen varlıkların değişken ve sabit kısmı kısa vadeli finansman yolu ile finanse edilmektedir. Bu politikada, şirketin toplam varlıklarının nispeten küçük bir bölümü cari varlıklardan oluşmaktadır. Agresif yaklaşımında daha düşük işletme sermaye ve daha yüksek risk seviyesi ile çalışılarak daha fazla karlılık sağlamak amaçlanmaktadır. (AL Shubiri, 2011: 41). Cari borçlar toplamının toplam varlıklara oranı, agresif finansman politikasının derecesini ölçmek için kullanılır ve bu oran her ne kadar yüksek olursa politikanın daha agresif olduğunu göstermektedir (Nazir ve Afza, 2007: 23).

Bir firma, agresif bir işletme sermayesi yönetimi politikasını benimseyebilir. Bu yöntemde toplam varlıklarının yüzdesi olarak cari varlıkların düşük bir seviyede olması veya şirketin toplam borçlarının yüzdesi olarak cari borçların yüksek bir seviyede olmasıdır. Aşırı derecede cari varlıkların kullanılması, firma kârlılığına olumsuz etki yaratabilir. Bu stratejiyi uygulayan firmaların cari varlıkları, likidite ve stoklar seviyesi daha düşük olup, sorunsuz operasyonların sürdürülmesinde güçlük çekilebilme ihtimali yüksektir (Van Horne ve Wachowicz 2004). Aşırı seviyedeki cari varlıkların firmanın kârlılığını olumsuz yönde etkileyebileceği gibi, düşük seviyedeki cari varlıkların da daha düşük likidite ve stok sıkıntısıyla pürüzsüz operasyonların sürdürülmesinde zorluklarla sonuçlanabileceği düşünülmektedir (Van Horne ve Wachowicz 2004).

Atılğan çalışma sermaye stratejiyi uygulayan yöneticiler, dönen varlıkları en az ve kısa vadeli borçlar seviyesini en fazla yaparak firmayı yöneteceklerdir. Bu stratejide likidite riski çok yüksek olacak ve bu stratejiyi kullanan firmalar vadesi gelen borçlarını ödeyebilmeme durumuna düşebilmektedir. Diğer taraftan, dönen varlıkların tutarı en düşük seviyede olduğu için, yatırım getiri oranı (şirket iflas etmediği takdirde) en yüksek seviyeye çıkacaktır (Neveu, 2015: 6-7. Çeviri: Jahankhani ve Parsaiyan).

3.2. İlimli (Dengeli) Finanslama Stratejisi

Duran varlıklar ile dönen varlıkların minimum nakit, alacak ve stok düzeylerinden oluşan sabit kısmının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi, dönen varlıkların mevsimsel dalgalanmalardan etkilenen değişen kısmının ise, kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesidir. Diğer iki alternatife göre, bu alternatifte orta derecede risk alınmaktadır (Hacıoğlu ve Dinçer, 2009: 285). Kaynakların elde edildiği vade yapısı ile bu kaynakların kullandığı varlıkların vade yapısı büyük ölçüde uyum gösterdiği için bu strateji ortalama işletmelerin daha çok benimseyeceği bir özellik taşıyabilir (Poyraz, 2013: 259).

Finans literatürdeki temel görüş bu stratejide öngörüldüğü gibi kısa vadeli yatırımlar kısa vadeli kaynaklarla ve uzun vadeli yatırımlar da uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmelidir. Bu yöntemin diğer iki yöntem ile belirgin farkı, atılgan finanslama stratejisi gibi yüksek riskli ve muhafazakar finanslama stratejisi gibi düşük getirili olmadığıdır. Aşağıdaki şekilde de görüldüğü gibi bu yöntemde duran varlıkların tamamı ve dönen varlıkların sabit kısmı uzun vadeli finansman yolu ile ve dönen varlıkların değişken kısmı kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmektedir.

3.3. Muhafazakar Finanslama Stratejisi

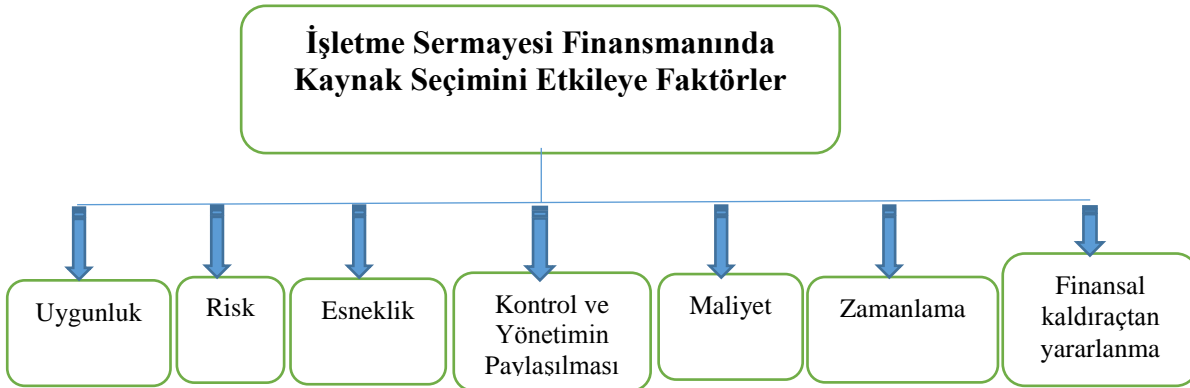
Bir firma, işletme sermayesine ihtiyaç duyulandan daha fazla miktarda yatırım yapacak olursa, bu kaynakları duran ya da uzun vadeli varlıklara yatırarak üretilebilecek kârlar azaltılacaktır. Üstelik firma, stokların daha uzun süre depolanma maliyetinin yanısıra aşırı envanteri taşıma maliyetine katlanmak zorunda kalacaktır (Arnold, 2008). Bu yaklaşımda, duran varlık gereksinimlerinin tümünü ve dönen varlıkların bir kısmını veya tamamını karşılamak için uzun vadeli finansman kaynak yolu ile finanse edilmektedir. Çalışma sermayesi yönetiminde muhafazakar yaklaşım göz önüne alındığında, firmanın toplam varlıklarının büyük bir kısmı cari varlıklardan oluşmaktadır. Sonuç olarak bu durum şirketin kârının düşük olmasına neden olur, ancak finans kaynağının geri çekilmesinin bir sonucu olarak likidite problemiyle karşı karşıya kalma riskini taşımaz (AL Shubiri, 2011: 41).

Firmalar değişik çalışma sermaye stratejilerinden yararlanarak şirketin likiditesini etkileyebilmektedirler. Bu stratejileri belirleyen iki önemli etken firmaların bekledikleri getiri ve üstlenebilecekleri risklerdir. Muhafazakar çalışma sermaye stratejisi kullanıldığı zaman, firmanın likiditesi yüksek seviyede olacaktır. Bu strateji kullanıldığı zaman, vadesi gelmiş olan borçların ödeyebilmeme riskini en düşük seviyede olacaktır. Bu yöntemde, yönetici, büyük bir miktarda dönen varlıklar (ki getiri oranı düşüktür) elde tutmaya çalışmaktadır, bu yüzden bu stratejiyi kullanan firmaların likidite riskleri düşük diğer yandan getiri oranları da düşük olacaktır (Neveu, 2015: 6-7. Çeviri: Jahankhani ve Parsaiyan).

4. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANINDA KAYNAK SEÇİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bir firma işletme sermayesini finaslama için çeşitli kaynaklar arasından seçim yapabilir. Bu kaynaklar borç ya da özsermaye olabileceği gibi zamanlama açısından uzun ya da kısa vadeli olabilir. Finanslama işi direkt olarak firmanın değerini etkileyebilmektedir. İsbetli bir finanslama stratejisi firmanın değerini artırabileceği gibi, buradaki en küçük bir yanlış firmanın değerine negatif etki yapabilmektedir. Bunun için bir firmanın işletme sermayesini finanslama konusunda kaynak seçimini etkileyen faktörleri aşağıdaki şekilde görüldüğü gibi sıralayabiliriz:

Şekil 1: İşletme Sermayesi Finansmanında Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler (Poyraz, 2015: 250-252).



Bu faktörler kısaca şöyle açıklanabilir:

Uygunluk: Uygunluk, elde edilen fonlar ile bu fonların kullanıldıkları varlıkların niteliği ile tutarlı ve uyum içinde bulunması kastedilmektedir. Daha açık bir ifade ile işletmenin duran varlıklarının uzun vadeli kaynaklarla, dönen varlıkların dalgalanan kısmının kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gerektiği şeklinde ifade edebiliriz.

Risk: İşletmelerin borç oranı, öz sermaye oranını aşmaya başladığı andan itibaren kârlılık artacağı gibi beraberinde risk de artacaktır. Satışlarında dalgalanama gözlenen işletmelerde riskin azaltılması için varlık finansmanında öz sermayeye borçtan daha fazla yer verilmesi gerekmektedir.

Esneklik: Esneklik, finansman kaynaklarının işletmenin gereksinimine göre ayarlanabilmesi, başka bir deyişle, işletmenin varlıkları arttığı zaman genişleyebilmesi, azaldığı zaman da kolaylıkla daralabilmesidir. Finansmanda esneklik sağlanması, işletmenin elinde bir süre için de olsa atıl kalabilecek fon tutarını en düşük düzeye indirerek, kaynak maliyeti ve işletmenin kârlılığı üzerinde olumlu etki yapar. Kısa süreli kaynaklar, finansmanda esnekliği arttıran araçlardır. Kredi sözleşmelerine konulabilecek geri ödeme şartları ile bu esneklik daha da geliştirilebilir.

Kontrol ve Yönetimin Paylaşılması: Finansmanda kullanılacak kaynakların planlanmasında göz önünde bulundurulacak diğer bir nokta, işletmenin mevcut sahip veya sahiplerinin işletme üzerinde kontrol yetkilerini paylaşmak arzusu taşıyıp taşımadıklarıdır. Kredi sözleşmelerine konulan sınırlandırıcı hükümlerle yönetimin serbest kalması engellenebilmektedir. Bu durum uzun vadeli krediler için geçerli olup, kısa vadeli kredilerde geri ödeme yakın olduğu için sınırlandırmaya gidilmemektedir. Kısa süreli kaynaklar krediyi veren kurumlarca da bazen tercih edilmektedir. Kredi taleplerinin yüksek olduğu dönemlerde sık sık yenilenen kısa vadeli kredi verme kredi kuruluşlarınca da tercih sebebidir. Özellikle kredi faizlerinin dalgalandığı dönemlerde belirsizliği azaltmak için ve fonların kontrolünü yenileyerek sağlamak amacıyla tercih edilirler.

5. FİRMALARIN İŞLETME SERMAYESİ STRATEJİLERİ İLE RİSK VE KARLILIK YETENEKLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BORSA İSTANBULDA AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

5.1. Araştırmanın Modeli

Araştırmanın hipotezleri ve model içindeki değişkenleri belirleyebilmek için literatür taraması yapılarak birçok bilimsel kaynaktan faydalanılmıştır. Bunun için kullanılan modellerin bir çoğu incelenerek birbirleriyle karşılaştırılmıştır. İncelenen modeller içinden Javid ve Prudence Marie Zita (2014)'in işletme sermayesi stratejilerinin firma karlılık üzerindeki etkileri konusunda yapmış oldukları çalışmanın ortaya koyduğu modelin, çalışmanın amacına uygun olduğu kanaatine varılmıştır. Ayrıca modelimizdeki bağımsız değişkenin bağımlı değişkenlerin üzerindeki etkisini ölçen pek çok çalışma (Deloof (2003), Padachi (2006), Raheman ve Nasr (2007), Afza ve Nazir (2007), Valipur ve Hoseyni (2009), AL Shubiri (2011), Nelima (2012), Panigrahi (2014), Anandasayanan (2014)) bu modelin oluşmasına yardımcı olmuştur. Böylece model içinde yer alan değişkenlerin boyutlarının çalışmaya uygunluğu değerlendirilmiş ve çalışmanın amacına uygun yeni değişkenler eklemek suretiyle model genişletilmiştir.

5.2. Araştırmanın Hipotezleri

İşletmeler faaliyetlerini yürütmek için dönen varlıklara yatırım yapmak zorundadırlar. Dönen varlıklara yatırım işletmelerin likiditeleri ve karlılıkları üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Bu nedenle dönen varlıklara yatırım ve bunların finansmanı, diğer bir deyişle çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili kararlar işletmelerin performansı açısından çok önemlidir (Canbaş ve Vural, 2010: 105). Döner varlıklara gereğinden fazla yatırımın fırsat maliyeti söz konusudur. Öte yandan, döner varlıklara aşırı yatırım, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme kabiliyetini artırır. Başka bir ifadeyle, böyle bir durumda, işletmenin yükümlülüklerini yerine getirme olasılığı artar. Öte yandan, döner varlıklara aşırı yatırım, kârlılıktan fedakârlık demektir. Finans yöneticileri, döner varlıklara yatırımı azaltarak, işletmelerin kârlılığını arttırabilir. Böyle bir durumda işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme kabiliyeti de artar (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 292).

Likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Likit varlıkların toplam varlıklar içerisindeki oranı çoğaltıp, likidite derecesi yükseldikçe firmanın sağlayacağı kârlar azalmaktadır. Likidite derecesi yükselen firmaların riskleri azalıp kârlılıkları düşmektedir. Risk ile likidite arasındaki ilişki ters yönde, risk ile kar arasındaki ilişki de aynı yöndedir. İşletme sermayesinin oluşumu firmanın likidite derecesini, riskliliğin ve sonuçta da karlılığını etkilemektedir. Esasında, sadece varlık yapısının ele alınarak likiditenin analiz edilmesi ve karlılığa etkisinin incelenmesi yeterli olmamaktadır. Varlıkların hangi kaynaklardan finanse edildiğinin de analize katılması gerekir. Tümüyle öz kaynaklardan finanse

edilmiş bir firmanın yükümlülükleri ile borç yükü fazla bir firmanın yükümlülükleri birbirinden çok farklıdır. Elbette kârlılığa etkisi de yükümlülüklerine göre değişecektir (Aksoy ve Yalçın, 2013: 12-15).

Yukarıdaki anlatımlara göre aşağıdaki varsayımlar geliştirilebilir:

H1: Firmaların işletme sermayesi yatırım stratejileri ile hisse senet getirileri arasında anlamlı ilişki vardır.

H2: Firmaların işletme sermayesi finanslama stratejileri ile hisse senet getirileri arasında anlamlı ilişki vardır.

H3: Firmaların işletme sermayesi yatırım stratejileri ile riskleri arasında anlamlı ilişki vardır.

H4: Firmaların işletme sermayesi finanslama stratejileri ile riskleri arasında anlamlı ilişki vardır.

H5: Firmaların işletme sermayesi yatırım stratejileri ile karlılıkları arasında anlamlı ilişki vardır.

H6: Firmaların işletme sermayesi finanslama stratejileri ile karlılıkları arasında anlamlı ilişki vardır.

5.3. Araştırmanın Veri Seti

Araştırmanın yapıldığı tüm ana kütle evren olarak tanımlanırken, belirli kıstaslar dikkate alınarak araştırmanın yapılacağı evrenden seçilerek evreni temsil yeterliliği taşıyan küçük evren parçası ise örneklem olarak ifade edilmektedir. Araştırmalarda genellikle örneklem parçaları üzerinde yapılarak sonuçları ilgili evrene genellenmektedir (Karasar, 2005: 110-111). Bu çalışmada, veri seti, 123 firmanın verilerinden oluşan ve 2009-2016 yılları arasında sekiz yıllık dönemde 984 gözlemi kapsayan panel veri setidir. Veri seti için BIST arşivi, www.kap.gov.tr sitesi ve Finnet Mali Analiz paket programı arşivinden yararlanılmıştır. Söz konusu yerlerden elde edilen veriler düzenlenerek analize uygun hale getirilmiştir. Ekonometrik analizler Eviews 9 programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada uygulanan analizler için Eviews 9.0 sürümü kullanılmıştır. Araştırmanın uygulama bölümünün ilk başında değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 1' de görülmektedir.

Tablo 1: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	IP	FP	R	RISK	ROA	SIZE
Ortalama	0.51050	0.337000	0.447709	0.475356	0.039834	8.250434
Medyan	0.50288	0.324190	0.209413	0.488494	0.035299	8.334401
Maksimum	0.99807	0.957633	13.88372	0.999376	0.532790	10.13165
Minimum	0.01213	0.001686	-0.987813	-0.021423	-0.258943	5.659763
Std. Sapma	0.21895	0.193683	1.008117	0.231462	0.082479	0.822067
Çarpıklık	0.07954	0.412014	4.869132	-0.050523	0.373310	-0.654200
Basıklık	4.59342	2.052544	5.597698	2.226622	2.533301	3.732407
Toplam	502.332	331.6078	440.5455	467.7500	39.19696	8118.428
Std. Sapma. Toplam	47.1261	36.87531	999.0226	52.66411	6.687112	664.3056
Gözlem Sayısı	984	984	984	984	984	984

Çalışmanın değişkenlerine ait açıklayıcı istatistikler, verilerin dağılımının genel görüşünü göstermektedir. Değişkenlere ilişkin tabloda yer alan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde; İşletme Sermayesinin Yatırım Stratejilerinin ortalama ve medyan'ı sırasıyla 0.51 ve 0.5, İşletme Sermayesinin Finanslama Stratejilerinin ortalama ve medyan'ı sırasıyla 0.34 ve 0.32, Getirinin ortalama ve medyan'ı sırasıyla 0.44 ve 0.21, Risk'in ortalama ve medyan'ı sırasıyla 0.47 ve 0.49, Karlılığın ortalama ve medyan'ı sırasıyla 0.04 ve 0.035 ve son olarak Firmaların Büyüklüğünün ortalama ve medyan'ı sırasıyla 8.25 ve 8.33 dir. Ekonometrik analizde kullanılacak olan değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerinden hareketle tüm değişkenlerin ortalama değerlerinin, ne maksimum değerlerine ne de minimum değerlerine çok yakın olmadığı görülmektedir. Aynı zamanda değişkenlerin standart sapmalarının da ortalamadan dağınık olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak veri setinde örneklem sapmasının olmadığı söylenebilir. Veri setine ait çarpıklık değerlerine bakıldığında sadece RISK ve SIZE değişkenleri için dağılımın sol kuyruklu olduğu söylenebilir. Bu değişkenlerin dışında kalan değişkenler için çarpıklık değerleri pozitif olduğundan bunlar için dağılımın sağ kuyruklu olduğu söylenebilir. Basıklık değerleri incelendiğinde tüm değişkenlerin basıklık değerleri üç ve üçe yakın değerler aldığı görülmektedir. Bu değişkenler için dağılımın normale nazaran daha basık bir yapıya sahip olduğu ifade edilebilir. Diğer bir ifadeyle dağılım daha az bombeli bir yapıya sahiptir. Standart sapma değerlerine bakılarak tüm değişkenlerin ortalamaya göre daha az yaygın bir yapıya sahip olduğu ifade edilebilir.

Panel veri baz alınarak yapılan regresyon analizlerinde sağlıklı sonuç alabilmek için verilerin durağan olması gerekmektedir, durağan olmadıkları takdirde durağanlıklarını sağlamak gerekmektedir. Serilerin durağanlaştırılmasının sebebi, hata terimlerine ait varsayımları sağlayabilmektir. Bu varsayımlar, serilerin ortalamasının sıfır ve varyanslarının sabit olmasıdır. Durağan olmayan değişken setine regresyon analizi uygulanması halinde herhangi bir şok veya yapısal kırılmadan sonra değişkenler arasında gerçekte varolmayan ilişkiler (sahte regresyon) elde edilme sorunu ortaya çıkabilmektedir (İnci, 2014: 211).

Çalışmada panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (2002) testi ile birim kök süreçleri araştırılırken, bunun yanı sıra her birim için (firmalar) PP - Fisher Chi-square testi yardımıyla birim kök süreci test edilmiştir. Panel birim kök test sonuçları Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: Levin, Lin ve Chu ve PP - Fisher Chi-square Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Değişken	Levin, Lin & Chu Testi		PP-Fisher Chi Square Testi	
		İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
1	IP (SABİT)	-12.2458	0.0000	417.984	0.0000
	IP (SABİT VE TREND)	-40.4626	0.0000	611.866	0.0000
2	FP (SABİT)	-25.5794	0.0000	475.183	0.0000
	FP (SABİT ve TREND)	-27.9918	0.0000	627.469	0.0000
3	R (SABİT)	-36.8789	0.0000	1208.18	0.0000
	R (SABİT ve TREND)	-40.3201	0.0000	994.663	0.0000
4	RISK (SABİT)	-6.46218	0.0000	300.085	0.0105
	RISK (SABİT ve TREND)	-21.0083	0.0000	472.427	0.0000
5	ROA (SABİT)	-20.1487	0.0000	475.911	0.0000
	ROA (SABİT ve TREND)	-29.7525	0.0000	627.424	0.0000
6	SIZE (SABİT)	-6.23807	0.0000	284.858	0.0449
	SIZE (SABİT ve TREND)	-26.5044	0.0000	415.926	0.0000

*%5 Anlamlılık düzeyi baz alınmıştır.

Tablo 2 incelendiğinde modelde kullanılan değişkenlerin tamamı, seviye düzeyinde olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğu için durağan olduğu belirlenmiştir. Sonuç olarak her iki test sonuçlarına göre tüm değişkenler düzey seviyesinde durağan çıkmışlardır.

İşletme sermayesi stratejileri ile risk ve karlılık yetenekleri arasındaki ilişkinin incelenmesinin ölçümünde kurulacak modellerde, kullanılması planlanan üç bağımlı değişken, iki bağımsız değişken ve bir kontrol değişken arasındaki korelasyon matrisi Tablo 2'de görülmektedir.

Tablo 3: Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayısı

	IP	FP	R	RISK	ROA	SIZE
IP	1.000					

FP	0.501	1.000				
	0.000	-----				
R	0.053	0.054	1.000			
	0.091	0.089	-----			
RISK	0.271	0.079	0.105	1.000		
	0.000	0.000	0.000	-----		
ROA	0.157	-0.322	0.139	-0.429	1.000	
	0.000	0.000	0.000	0.000	-----	
SIZE	-0.026	-0.010	-0.028	-0.004	0.064	1.000
	0.407	0.753	0.374	0.893	0.044	-----

Tablo 3 sonuçlarına göre İşletme Sermayesi Yatırım Stratejileri ile: İşletme Sermayesi Finanslama Stratejileri (0.50), Risk (0.27), Karlılık (0.16) arasında 1% anlamlılık seviyede ve İşletme Sermayesi

Yatırım Stratejileri ile Getiri (0.05) arasında 10% anlamlılık seviyede korelasyonları vardır. İşletme Sermayesi Finanslama Stratejileri ile: Risk (0.07) ve Karlılık (-0.32) arasında 1% anlamlılık seviyede ve İşletme Sermayesi Finanslama Stratejileri ile Getiri (-0.05) arasında 10% anlamlılık seviyede korelasyonları vardır. Getiri ile: Risk (-0.11) ve Karlılık (0.14) arasında 1% anlamlılık seviyede korelasyon vardır. Risk ile Karlılık arasında (-0.43) arasında 1% anlamlılık seviyede korelasyon vardır ve son olarak Karlılık ile Firma Büyüklüğü (0.06) arasında 5% seviyede korelasyon vardır.

5.4. Panel Regresyon Analizi Sonuçları

İşletme sermayesi yatırım ve finanslama stratejileri ile firma getiri, risk ve karlılık arasındaki ilişkiyi inceleyen modellerin sonuç ve yorumları aşağıda verilmiştir.

Model 1: İşletme Sermayesi Yatırım ve Finanslama Stratejileri ile Firma Getiri İlişkisi Sabit Etkiler Panel Regresyon Analizi Sonuçları

İşletme getirisini ifade eden R bağımlı değişkeni ve bağımsız ve kontrol değişkenler ile 2009-2016 dönemine ait sabit etkiler regresyon tablosu ve regresyon denklemi aşağıda görülmektedir.

Tablo 4. Birinci Modelin Panel Veri Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: Getiri (R)				
Yöntem: Panel EGLS (Period weights)				
Dönem: 2009-2016				
Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 113				
Paneldeki (Dengeli) Toplam Gözlem Sayısı: 984				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P-Değeri
IP	0.453717	0.087222	5.201859	0.0000
FP	-0.321779	0.099637	-3.225482	0.0013
SIZE	0.042907	0.020188	2.125415	0.0338
C	-0.029610	0.173497	-0.170667	0.8645
R Kare	0.213567		Bağımlı Değişken Ort.	0.375355
Düzeltilmiş R Kare	0.205485		Bağımlı değişken std. Sapması	0.922677
Standart Hata	0.860936		Hataların Toplamının Karesi	721.1974
F İstatistiği	26.42325		Durbin-Watson İstatistiği	1.895664
P Değeri (F-istatistiği)	0.000000			

$$R = 0.45371749085*IP - 0.321378712905*FP + 0.0429069130644*SIZE - 0.0296102088531$$

F testi (0.000) modelin anlamlı olduğunu göstermiştir. R bağımlı değişkenindeki varyansın bağımsız değişkenler tarafından açıklanma oranını gösteren R-kare değeri 0.205 olarak gerçekleşmiştir. Bu da Modele alınan değişkenler, bağımlı değişken olan R değişkenini %21 oranında açıklamaktadır. Durbin Watson değeri 1.90 çıkmıştır. D.W değerinin 2'ye yakın bir değer olduğu için regresyon modelimizdeki hata terimlerin arasında serial korelasyon problemin olmadığını göstermektedir.

Modeldeki tüm bağımsız değişkenler istatistiksel olarak anlamlı ve önemlidir. %1 anlamlılık düzeyinde Getiriyi (R) en güçlü açıklayan değişken 0.45 katsayısına sahip İşletme Sermayesi Yatırım Stratejisi (IP)'dir ve getiri ile aynı yönlü ilişkiye sahiptir. Böylece R ile IP arasında aynı yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuca göre, işletmeler İşletme Sermayesi Yatırım Strateji belirledikleri zaman her ne kadar muhafazakar bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin getirileri artmakta olup ve her ne kadar atılған stratejiye yönelirlerse getirileri düşmektedir. Diğer yandan İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisi (FP) 1% anlamlılık düzeyinde -0.32 katsayısına sahip olup bağımlı değişken ile ters yönde ilişkiye sahiptir. Firma büyüklüğü de 5% anlamlılık düzeyinde 0.04 katsayısına sahip olup, getiri ile aynı yönlü ilişkiye sahiptir. Dolayısıyla R ile FP arasında ters yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Yani işletmeler İşletme Sermayesi Finanslama Strateji belirledikleri zaman her ne kadar atılған bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin getirileri düşmekte ve her ne kadar muhafazakar stratejiye yönelirlerse getirileri artmaktadır.

Model 2: İşletme Sermayesi Yatırım ve Finanslama Stratejileri ile Firma Risk İlişkisi Sabit Etkiler Panel Regresyon Analizi Sonuçları

İşletme riskini ifade eden RISK bağımlı değişkeni, bağımsız ve kontrol değişkenler ile 2009-2016 dönemine ait sabit etkiler regresyon tablosu ve regresyon denklemi aşağıda görülmektedir.

Tablo 5. İkinci Modelin Panel Veri Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: Risk Yöntem: Panel EGLS (Period weights) Dönem: 2009-2016 Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 113 Paneldeki (Dengeli) Toplam Gözlem Sayısı: 984				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P-Değeri
IP	-0.074569	0.028908	-2.579553	0.0100
FP	0.726353	0.027679	26.24193	0.0000
SIZE	0.019467	0.009075	2.145020	0.0322
C	0.108031	0.077108	1.401039	0.1615
R Kare	0.478301		Bağımlı Değişken Ort.	1.412169
Düzeltilmiş R Kare	0.472939		Bağımlı değişken std. Sapması	1.608994
Standart Hata	0.934498		Hataların Toplamının Karesi	849.7082
F İstatistiği	89.20588		Durbin-Watson İstatistiği	1.716665
P Değeri (F-istatistiği)	0.000000			

$$RISK = -0.0745686907486*IP + 0.726352929928*FP + 0.0194670008845*SIZE + 0.108031044565$$

F testi (0.000) modelin anlamlı olduğunu göstermiştir. RISK bağımlı değişkenindeki varyansın bağımsız değişkenler tarafından açıklanma oranını gösteren R-kare değeri 0.473 olarak gerçekleşmiştir. Bu da Modele alınan değişkenler, bağımlı değişken olan RISK değişkenini %47 oranında açıklamaktadır. Durbin Watson değeri 1.71 çıkmıştır. D.W değerinin 2'ye yakın bir değer olduğu için regresyon modelimizdeki hata terimlerin arasında serial korelasyon problemin olmadığını göstermektedir.

İşletme Sermayesi Yatırım Stratejisi (IP) 1% anlamlılık düzeyinde -0.075 katsayısına sahip olup bağımlı değişken ile ters yönlü ilişkiye sahiptir. Böylece RISK ile IP arasında ters yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Yani işletmeler İşletme Sermayesi Yatırım Strateji belirledikleri zaman her ne kadar atılgan bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin riskleri artmakta ve her ne kadar muhafazakar stratejiye yöneldikleri zaman riskleri düşmektedir.

İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisi (FP) 1% anlamlılık düzeyinde Riski (RISK) en güçlü açıklayan değişken 0.73 katsayısına sahip olup bağımlı değişken ile aynı yönlü ilişkiye sahiptir. Böylece RISK ile FP arasında aynı yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

Model . 3: İşletme Sermayesi Yatırım ve Finanslama Stratejileri ile Firma Karlılık İlişkisi Tesadüfi Etkiler Panel Regresyon Analizi Sonuçları

İşletme Karlılığını ifade eden ROA bağımlı değişkeni, bağımsız ve kontrol değişkenler ile 2009-2016 dönemine ait tesadüfi etkiler regresyon tablosu ve regresyon denklemi aşağıda görülmektedir.

Tablo 6. Üçüncü Modelin Panel Veri Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: Karlılık (ROA) Yöntem: Panel EGLS (Period weights) Dönem: 2009-2016 Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 113 Paneldeki (Dengeli) Toplam Gözlem Sayısı: 984				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	P-Değeri
IP	40.1473110	0.021669	6.798123	0.0000
FP	-0.193040	0.020490	-9.421374	0.0000
SIZE	0.006512	0.004767	1.365881	0.1723
C	-0.024036	0.041783	-0.575264	0.5652
R Kare	0.128791		Bağımlı Değişken Ort.	0.015090
Düzeltilmiş R Kare	0.126124		Bağımlı değişken std. Sapması	0.058373
Standart Hata	0.054568		Hataların Toplamının	2.918104

		Karesi	
F İstatistiği	48.29129	Durbin-Watson İstatistiği	1.658986
P Değeri (F-istatistiği)	0.000000		

$$ROA = 0.147310816701*IP - 0.193040486726*FP + 0.0065115152713*SIZE - 0.0240361308137$$

F testi (0.000) modelin anlamlı olduğunu göstermiştir. ROA bağımlı değişkenindeki varyansın bağımsız değişkenler tarafından açıklanma oranını gösteren R-kare değeri 0.126 olarak gerçekleşmiştir. Bu da modele alınan değişkenler, bağımlı değişken olan ROA değişkenini %13 oranında açıklamaktadır. Durbin Watson değeri 1.65 çıkmıştır. D.W değerinin 2'ye yakın bir değer olduğu için regresyon modelimizdeki hata terimlerin arasında serial korelasyon problemin olmadığını göstermektedir.

Bu sonuca göre, işletmeler İşletme Sermayesi Yatırım Strateji belirledikleri zaman her ne kadar muhafazakar bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin karlılıkları artmakta olup ve her ne kadar atılgan stratejiye yönelirlerse karlılıkları düşmektedir. Diğer yandan %1 anlamlılık düzeyinde Karlılığı (ROA) en güçlü açıklayan değişken ve -0.19 katsayıya sahip İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisi (FP), Karlılık ile ters yönde ilişkiye sahiptir. Böylece ROA ile FP arasında ters yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Yani işletmeler İşletme Sermayesi Finanslama Strateji belirledikleri zaman her ne kadar atılgan bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin karlılıkları düşmekte ve her ne kadar muhafazakar stratejiye yönelirlerse karlılıkları artmaktadır.

Yukarıdaki sonuçlar Gardner ve Diğerleri (1986), Deloof (2003), Eljelly (2004) ve Teruel ve Solano (2005) bulgularıyla çelişmektedir. Bununla birlikte, Afza ve Nazir (2009), Raheman ve diğerleri (2010), Nelima (2012), Şahin (2011), Poyraz (2012), Çakır ve Küçükkaplan (2012), Arshad ve Gondal (2013) ile uyumludurlar ve işletme sermayesi politikalarının saldırganlığı ile kârlılığın arasında negatif bir ilişki vardır. Yöneticiler, işletme sermayesi yatırımları ve işletme sermayesi finansmanı politikalarına karşı agresif bir yaklaşım benimseyip, değer yaratamazlar. Bununla birlikte, firmalar kısa vadeli yükümlülüklerini yönetirken agresif bir yaklaşım benimserlerse, bu durum yatırımcılar tarafından algılanmış olup yatırımcılar bu firmalara daha az değer verirler. Bu çalışmanın sonuçları, gelişmiş ekonomilerde yapılanlardan biraz farklıdır. Türkiye yükselen ekonomilerden biridir ve Türkiye pazarları, bilgilerin etkisini tamamen absorbe etmek için tamamen şeffaf ve etkili değildir. Çalışma sonuçları Türkiye pazarlarının durumunu doğruluyor.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletme sermayesi günlük firma faaliyetleri, firmanın tam kapasite çalışmasının, üretime kesintisiz devam edebilmesinin, kısa vadeli borçlarını ve faizlerini ödeyebilmesinin sağlanması için gerekli olan faaliyetlerdir. Bu faaliyetlerin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi için, firmaların yeterli düzeyde nakit ve benzeri varlıklar ile bir yıldan daha kısa sürede paraya dönüşebilme özelliği taşıyan varlıklara sahip olmaları gerekmektedir. Bir firmanın varlıklarının içinde dönen varlıklara yatırımın tutarı genelde önemli bir miktara ulaşmaktadır. Bu yatırım tutarını verimli ve etkili bir şekilde kullanılması, firmalar için çok önemlidir. Verimli işletme sermayesi yönetimi, bir yandan kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirememesi riskini ortadan kaldıran ve aşırı yatırımdan kaçınacak şekilde, cari varlıkları ve kısa vadeli borçları planlamak ve kontrol etmektir.

Satışlar ve kârlar gibi mali hedefler şirketler için birincil amaçtır. Başka bir deyişle, firmaların piyasa değerini artırmak, bu firmaları kuran kişiler tarafından takip edilen ana hedefdir. İşletme sermayesi yönetimi, şirketlerin likiditesini ve kârlılığını doğrudan etkilediği için kurumsal finansmanın çok önemli bir bileşenidir. Bu nedenle, işletme sermayesinin etkin yönetimi, genel bir şirket stratejisinin hissedar değeri yaratmanın temel bir parçasıdır. Genel olarak, şirketler, değerlerini en yükseğe çıkaracak optimal bir işletme sermayesi tutmaya çalışırlar. İyi tasarlanmış ve uygulanmış bir işletme sermayesi yönetiminin bir şirket değerinin yaratılmasına olumlu katkıda bulunması beklenmektedir.

İşletme sermayesi, ekonomik bir varlığa hayat verici güç olarak ve firma yönetiminin en önemli fonksiyonlarından biri olduğu düşünülür. Kurumsal mali sorumlunun ana kaygısı, rekabetin yüksekliği, sermayenin maliyetinin artması ve hiperenflasyon karşısında çelişkili kurumsal likidite ve karlılık şartını yerine getirmektir. Yukarıdaki hedeflere ulaşmada herhangi bir ticaret organizasyonunun başarısı, çoğunlukla planlama ve kontrol tekniklerindeki yeterliliğe atfedilir. İşletme sermayesi yönetiminin amacı, firmaların karlılık ve riskleri arasında bir dengeye ulaşabilmeleri için, dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarına optimum bir şekilde yatırım tutarını belirleyebilmeleridir.

İşletme amacının elde edilmesinde işletme sermayesi yönetimi çok önemli bir fonksiyona sahiptir. İşletme sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması, kredi değerliliğinin artırılması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetin kârlı ve verimli bir şekilde yürütülebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Genel olarak bakıldığında çalışmanın birinci ve ikinci hipotezi kabul edildiği görülmektedir. Bu sonuca göre, muhafazakar çalışma sermayesi yatırım politikasının uygulanması firma getirisini arttırıcı etkiye yol açarken daha çok kısa vadeli borç kullanmayı ifade eden saldırgan finansman politikası ise getiriye azaltıcı etkiye yol açmıştır. Kısa vadeli borç kullanmak (saldırgan strateji) kaynak maliyetlerini azaltmasına rağmen firma getirisini azaltıcı negatif bir etki göstermesi, ilgili dönemde kısa vadeli borçların meydana getirdiği yüksek risklerin bu maliyet avantajını yok ettiğini göstermektedir.

Diğer yandan araştırmanın üçüncü ve dördüncü hipotezleri, yapılan uygulamalar sonucunda kabul edilmiştir. İşletme Sermayesi Yatırım Stratejisi RISK ile ters yönlü ilişkiye sahiptir. Yani işletmeler her ne kadar atılgan bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin riskleri artmakta ve her ne kadar muhafazakar stratejiye yöneldikleri zaman riskleri düşmektedir. Bu durumun tam tersi İşletme Sermayesi Finanslama Stratejisi Riski en güçlü açıklayan katsayısına sahip olup bağımlı değişken ile aynı yönlü ilişkiye sahiptir. Böylece RISK ile FP arasında aynı yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuca göre, işletmeler İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerini belirledikleri zaman her ne kadar muhafazakar bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin riskleri düşecek ve her ne kadar atılgan stratejiye yönelirlerse riskleri artacaktır. Bu bulgu, işletme sermayesi strateji literatüründe Büyüksalvarcı ve Abdioğlu (2010), görüşüyle uyumludur.

Son olarak yapılan anazliz sonuçlarına göre çalışmanın beşinci ve altıncı hipotezleri de kabul edilmiştir. Bu sonuçlara göre, ROA ile FP arasında ters yönlü ve ROA ile IP arasında aynı yönlü anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Yani işletmeler İşletme Sermayesi Finanslama Strateji belirledikleri zaman her ne kadar atılgan bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin karlılıkları düşmekte ve her ne kadar muhafazakar stratejiye yönelirlerse karlılıkları artmaktadır. Dönen varlıkların payının yüksek olması çalışma sermayesi için daha çok kaynak kullanma ve dolayısıyla kaynak maliyetlerinin daha yüksek olması anlamına gelmesine rağmen firma karlılığı üzerindeki bu pozitif etki inceleme dönemi içerisinde çalışma sermayesi sıkıntısı yaşanmamasının meydana getirdiği avantajların karlılık arttırıcı etkilerinin oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.

Koruyucu çalışma sermayesi yatırım politikasının uygulanması aktif karlılığını arttırıcı etkiye yol açarken daha çok kısa vadeli borç kullanmayı ifade eden atılgan finansman politikası ise ROA'yi azaltıcı etkiye yol açmıştır. Kısa vadeli borç kullanmak (saldırgan) kaynak maliyetlerini azaltmasına rağmen firma performansını azaltıcı negatif bir etki göstermesi, ilgili dönemde kısa vadeli borçların meydana getirdiği yüksek risklerin bu maliyet avantajını yok ettiğini göstermektedir. Yani işletmeler İşletme Sermayesi Finanslama Strateji belirledikleri zaman her ne kadar atılgan bir strateji uygulamaya yönelirlerse, işletmelerin karlılıkları düşmekte ve her ne kadar muhafazakar stratejiye yönelirlerse karlılıkları artmaktadır.

Çalışma sermayesi ve firmalar üzerindeki finansal etkilerini incelemek üzere yapılmış çeşitli araştırmalardan da görüldüğü gibi günümüzde çalışma sermayesi yönetimin önemini gözardı ederek firmaların faaliyetlerine devam etmeleri olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Halka açık şirketlerde iyi çalışma sermayesi yönetim yatırımcıların tercihlerini olumlu yönde etkilemek için giderek zorunlu hale gelmektedir. Halka açık olmayan şirketlerde ise bu durum tedarikçiler, müşteriler ve çalışan ilişkileri açısından olumlu sonuçlar doğuracaktır, şirketleri nitelikli insanların çalışmak isteyeceği iş ortamı haline getirecektir.

Bu çalışmada BİST'te işlem gören 123 firmasının çalışma sermayesi yönetimlerinin firma getiri, risk ve karlılık üzerindeki etkisi incelenmiştir. Dolayısıyla araştırma BİST'te değişik alanlarda faaliyet gösteren firmaların tümünü kapsamaktadır. Değişik sektörlerde faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesine olan ihtiyacı farklıdır. İlerde yapılacak çalışmalarda konuyu değişik sektörlerde faaliyet gösteren firmaların üzerinde ayrı ayrı inceleyerek sonuçları birbiriyle kıyaslanılabilir. Diğer taraftan çalışma sadece Türkiye'de faaliyet gösteren ve BİST'te işlem gören firmaları araştırmıştır. Daha sonraki yapılacak çalışmalarda örneklem farklı ülkelerdeki firmalarla Türkiye'deki firmalar arasında kıyaslama yapan çalışmalarda gerçekleştirilebilir. Ayrıca KOBİ'ler için de çalışma sermayesi yönetimi büyük önem arz etmektedir. İleride yapılacak çalışmalarda KOBİ'lerde çalışma sermayesi yönetiminin firma getiri, risk ve karlılık üzerindeki etkisi incelenebilir.

KAYNAKÇA

- Afza, T. and Nazir, M, S,. "Working Capital Management Practices of Firms: Empirical Evidence from Pakistan", in the Proceedings of 9th South Asian Management Forum (SAMF) held on February 24-25, pp. 334-343, North South University, Dhaka, Bangladesh, 2007.
- Akgüç, Özetin., "Finansal Yönetim", (7. Baskı), İstanbul Üniversitesi Yayını No 3344, İstanbul, 1998.
- Aksoy, Ahmet ve Yalçiner, Kürşat., "İşletme Sermayesi Yönetimi", (5. Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2013.
- Al Shubiri, Faris Nasif, "The Effect of Working Capital Practices on Risk Management: Evidence from Jordan", Global Journal of Business Research, Vol. 5, No. 1, pp. 39-54, 2011. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1873494>
- Anandasayanan, Sarathadevi,. "Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Sri Lanka", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2385940> , 2014.
- Arnold, G,. "Corporate financial management", Pearson education limited, 4th edition, 2008.
- Arshad, Zubair ve Muhammad Yasir Gondal. "Impact of Working Capital Management on Profitability A Case The Pakistan Cement Industry", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol:5, No:2, 2013, s.384-390.
- Aydın, N., Başar, M. Ve Coşkun, M., "Finansal Yönetim", (2. baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010.
- Büyükşalvarcı , A. ve H. Abdioğlu, "Kriz Öncesi Ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama". Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 24 (2), 47-70, 2010.
- Canbaş, S. ve Vural, G., "Finansal Yönetim, Açıklamalı Örnekler ve Problemler", (1. Baskı), Karahan Kitabevi, Adana, 2010.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan., "İşletmelerde Finansal Yönetim", (12. Baskı), Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2012.
- Çakır, Hafize Meder ve İlhan Küçükkaplan. "İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:56, 2012, s.69-86.
- Deloof, M., "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?" Journal of Business, Finance and Accounting 30(3&4): 573-587, 2003.
- Eljelly A M A., "Liquidity-Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market ", International Journal of Commerce and Management, Vol. 14, No. 2, pp. 48-61, 2004.
- Hacıoğlu, Ümit. Dinçer, Hasan., "Finana Giriş: Teori ve Uygulama", (1. Basım), Beta yayını, İstanbul, 2009.
- Howorth, C. and P, Westhead., "The Focus of Working Capital Management in UK Small Firms", Management Accounting Research 14(2): 94-111, 2003.
- İnci, Cihan., "Finansal Yönetim Kararlarının Firmanın Karlılığı ve Piyasa Değeri Üzerindeki Etkileri: Bist'deki Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, 2014.
- Karasar, Niyazi., "Bilimsel Araştırma Yöntemi", Nobel Yayıncılık, 2005.
- Nelima, Wanyama Violet., "The Effect of Wworking Capital Management Policy on Profitability of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange", Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, School of Business, University of Nibori, Kenya, 2012.
- Padachi, Kesseven, (2006), "Trends in Working Capital Management and Its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms", International Review of Business Research Papers, Vol.2 No. 2. October, 45 -58.
- Panigrahi, Ashok Kumar., "Understanding the Working Capital Financing Strategy (A Case Study of Lupin Limited)", Journal of Management Research & Analysis, Vol.1, No.1, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2512692> , 2014 .
- Poyraz, Erkan., "Finansal Yönetim", 2. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2015.
- Neveu, Reymond P,. (Çeviri: Jahankhani, Ali ve Parsaiyan, Ali),. "Finansal Yönetim 2", 18. Baskı, Samt Yayınevi, Tahran, 2015.
- Nwankwo, O., "Dimensions of Financial Management" (p. 451). Enugu: Jones Communication and Publishers, 2005.
- Raheman, A., & Nasr, M. "Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms", International Review of Business Research Papers , 3, 279-300, 2007.
- Raheman, A. ve T. Afza., "Working Capital Management And Corporate Performance Of Manufacturing Sector İn Pakistan", International Research Journal Of Finance And Economics, (2010).

- Şahin, Osman,. "*İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileriTehrani*", Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 6(2), 123-141, Ekim 2011.
- Valipur, Haşem ve Hoseyni, Z Sadat, "*İşletme Sermaye Stratejileri ve Firma Karlılığı*", Finans Araştırmaları Dergisi, No:1, pp: 15-33, 2009 .
- Van, Horne, JC and JM, Wachowicz,. "*Fundamentals of Financial Management*", (12th Edition). NewYork: Prentice Hall Publishers, 2004.