



**ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ VE FİRMA PERFORMANS
GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN BIST İMALAT
SEKTÖRÜNDE ARAŞTIRILMASI**

İsmail ÖZTANIR

KASIM 2015

DENİZLİ

**ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ VE FİRMA PERFORMANS
GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN BİST İMALAT
SEKTÖRÜNDE ARAŞTIRILMASI**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Muhasebe ve Finansman Programı**

İsmail ÖZTANIR

Danışman: Doç. Dr. Muhsin ÇELİK

**Kasım 2015
DENİZLİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı öğrencisi İsmail ÖZTANIR tarafından Doç. Dr. Muhsin ÇELİK yönetiminde hazırlanan “Çalışma Sermayesi Yönetimi Ve Firma Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkinin BIST İmalat Sektöründe Araştırılması” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından **24/11/2015** tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Başkanı

Doç. Dr. Fikret Çelik

Jüri-Danışman

Doç. Dr. Muhsin Çelik

Jüri

Doç. Dr. Yusuf KADENCİ

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun **10/12/2015** tarih ve .. **25/16**.. sayılı kararıyla onaylanmıştır.

Prof. Dr. Kenan ÇOYAN
Enstitü Müdürü

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

İmza:



Öğrenci Adı Soyadı: İsmail ÖZTANIR

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının hazırlanmasında beni engin tecrübeleriyle yönlendiren, yardımlarını esirgemeyen ve sabırlı bir şekilde çalışmalarımı koordine eden danışman hocam Doç. Dr. Muhsin ÇELİK' e; yüksek lisans döneminde yoğun emekleri bulunan ve birikimlerini benimle paylaşmaktan çekinmeyen Doç. Dr. Ender COŞKUN, Yrd. Doç. Dr. Dünder KÖK ve Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN'a, ayrıca yine katkılarından dolayı değerli mesai arkadaşım Arş. Gör. Umut UYAR'a teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca her zaman yanımda olup desteklerini esirgemeyen, beni motive eden eşim Nihal ve oğlum Emir Furkan'a ve son olarak da beni bugünlere getiren sevgili aileme içtenlikle teşekkür ederim.

İsmail ÖZTANIR

ÖZET

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ VE FİRMA PERFORMANS GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN BIST İMALAT SEKTÖRÜNDE ARAŞTIRILMASI

Öztanır, İsmail
Yüksek Lisans Tezi
İşletme ABD
Muhasebe ve Finansman Programı
Tez Yöneticisi: Doç. Dr. Muhsin Çelik

Kasım 2015, 141 sayfa

Yatırımcılar ellerindeki tasarruflarını kendilerine en yüksek getiriye sağlayacak yatırım araçlarına yönlendirmek istemektedir. Bunun için de ihtiyaç duydukları en önemli kaynak “bilgi”dir. Firma analizi için muhasebe temel kavramlarına, muhasebe ilkelerine, standartlarına ve politikalarına uygun finansal bilgiye ihtiyaç bulunmaktadır. İşte bu finansal bilginin belirli bir raporlama sistemi tarafından üretilmiş ve denetim süzgecinden geçirilmiş olması gerekmektedir.

Günümüz ticari hayatındaki rekabet, işletmelerin sahip oldukları varlıkları yukarıda bahsedilen finansal bilgi doğrultusunda etkin olarak kullanmasını gerektirmektedir. Çalışma sermayesi yönetimi olarak adlandırılan, gün geçtikçe önemi daha da artan varlık yönetimi faktörü, işletme için kritik öneme sahip varlıklardan başta stoklar olmak üzere alacaklar, nakit ve benzerlerinin bir bütün olarak etkin bir şekilde yönetilmesini gerektirmektedir.

Bu doğrultuda yatırımcıların kararlarına yardımcı olmak amacıyla 2000-2014 yılları aralığında BIST imalat sektörüne kayıtlı 131 firmanın firma değeri göstergelerine finansal tablo oranlarının etkisi incelenmiştir. Stok yönetimiyle ilgili oranlar başta olmak üzere likidite, faaliyet, borçluluk vb. oranların firma değeri, piyasa değeri/defter değeri, hisse başı kâr ve net kâr marjı bağımlı değişkenleri üzerindeki etkisi çalışmanın ele alındığı dönemdeki önemli finansal olaylar dikkate alınarak analiz edilmeye çalışılmıştır.

Çalışma sonucunda kullanılan modellerde bağımsız değişken olarak kullanılan finansal oranlar değişiklik gösterse de genel olarak firma değerini etkilediği sonucuna varılmıştır. 15 yıllık tüm dönem dikkate alındığında firma değerini bağımlı değişkenini likit oran haricinde diğer tüm bağımsız değişkenlerin; piyasa değeri/defter değeri oranını net satışlar haricinde diğer tüm bağımsız değişkenlerin; hisse başı kâr bağımlı değişkenini stok devir hızı haricinde diğer tüm bağımsız değişkenlerin; net kâr marjı bağımlı değişkenini ise likidite, faaliyet oranlarıyla birlikte toplam varlıkların ve kaldıraç gibi tüm değişkenlerin anlamlı olarak etkilediği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Stok Yönetimi, Firma Değeri, Muhasebe Standartları, Finansal Oranlar, Çalışma Sermayesi, Panel Veri, Regresyon.

ABSTRACT

AN INVESTIGATION OF THE RELATIONSHIP BETWEEN WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND FIRM PERFORMANCE INDICATORS IN MANUFACTURING SECTOR QUOTED ON BORSA ISTANBUL

Öztanır, İsmail

Master Thesis

Business Administration Department

Accounting and Finance Programme

Advisor of Thesis: Assoc. Prof. Muhsin Çelik

November 2015, 141 pages

Investors would like to conduct their savings in hand to provide the highest return for them. The most important resource they need for this is "knowledge". For financial analysis of firms, they need appropriate financial information harmony with the basic concepts of accounting, accounting principles, standards and policies. This financial information need to be produced by a specific reporting system and must be passed through the auditing processes.

Today's commercial competition requires an effective use of assets owned by the company in accordance with financial information above mentioned. An asset management factor which is called working capital management has greater importance day by day. This factor requires an efficient way to manage as a whole, inventory, receivables, cash and equivalents.

In this context, financial ratio relation of 131 firms have been examined to help the decision of investors in the manufacturing sector registered the BIST within the years of 2000-2014. Mainly related to inventory management liquidity ratios, activity, indebtedness ratio effect to the ratio of enterprise value, market value / book value, in profit per share and net profit margin have been discussed considering important financial events in the study period.

In this study, it is concluded that the financial ratios affect firm value even though the variables vary in different study models. Considering the whole 15 years period, it has seen that all independent variables excluding liquid ratio affect the firm value, all independent variables except net sales affect market value/book value, all independent variables except inventory turnover rate affect profit per share and finally all independent variables including liquidity, turnover ratios with total assets and financial leverage affect net profit margin.

Keywords: Inventory Management, Firm Value, Accounting Standards, Financial Ratios, Working Capital, Panel Data, Regression.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	v
ÖZET.....	vi
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xi
TABLolar DİZİNİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM ÇALIŞMA SERMAYESİ

1.1. Çalışma Sermayesi Unsurları	6
1.2. Çalışma Sermayesi Yönetimi	8
1.2.1. Net Çalışma Sermayesi	10
1.2.2. Çalışma Sermayesi Seviyesi	10
1.2.3. Çalışma Sermayesi Yatırım Politikaları.....	11
1.2.3.1. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklara Yatırım	12
1.2.3.2. Alacaklara Yatırım	13
1.2.3.3. Stoklara Yatırım	14
1.2.4. Çalışma Sermayesi Seviyesi ile Kârlılık Arasındaki İlişki	15
1.2.5. Çalışma Sermayesi Finansman Politikaları.....	17
1.2.5.1. Tutucu (İhtiyatlı) finansman politikası	19
1.2.5.2. İlimli (dengeli) finansman politikası	20
1.2.5.3. Atak (saldırgan) finansman politikası	20
1.3. Finansal Krizlerin Çalışma Sermayesine Etkileri	21
1.4. Muhasebe Standartlarının Çalışma Sermayesi Unsurlarına Etkileri	23
1.4.1. Standartların Nakit Akış Tablosuna Etkisi.....	23
1.4.2. Stoklar Muhasebe Standardı	24
1.4.3. Muhasebe Standartlarına Göre Stok Maliyetleri.....	25
1.4.3.1. Stok Maliyetini Oluşturan Unsurlar	27
1.4.3.2. Stok Maliyetine Dâhil Edilmeyecek Olan Unsurlar	29
1.4.3.3. Stoklar Standardı Kapsamında Hizmet Maliyetleri	30
1.4.3.4. Stoklar Standardı Kapsamında Tam Maliyet ve Normal Maliyet.....	32
1.5. İşletmelerde Stokların Yönetimi, Değerlemesi ve Maliyet Faktörleri	33
1.5.1. Stok Yönetimi	34
1.5.2. Stokların Değerlemesi	36
1.5.2.1. Vergi Usul Kanunu'na Göre Değerleme.....	37

1.5.2.2. Muhasebe Standartlarına Göre Değerleme	38
1.5.2.3. Stok Değerleme Metotları	40
1.5.3. Stok Maliyetleri.....	41
1.5.3.1. Stok Fiyatları	42
1.5.3.2. Stok Tedarik Maliyeti	42
1.5.3.3. Stok Bulundurma Maliyeti	42
1.5.3.4. Stok Bulundurmama Maliyeti	43
1.5.3.5. Stok Yönetim Sistemlerinin Maliyeti	44
1.5.3.6. Fiyat İskontolarının Etkisi Altında Stok Maliyetleri.....	44
1.5.3.7. Enflasyonun Etkisi Altında Stok Maliyetleri	45
1.5.3.8. Belirsizlik Durumunda Stok Maliyetleri.....	45
1.5.4. Optimum Stok Miktarının Belirlenmesi	46
1.6. Değer Kavramı ve Firma Değeri Göstergeleri	47
1.7. Değerlemenin Rolü ve Önemi.....	52
1.8. Stok Yönetimi ve Firma Değeri İlişkisi	53
1.9. Finansal Analiz.....	53
1.9.1. Oran Analizi	56
1.9.1.1. Likitide Oranları	57
1.9.1.2. Finansal Yapı (Kaldıraç) Oranları.....	61
1.9.1.3. Varlık Kullanım (Faaliyet) Oranları.....	63
1.9.1.4. Kârlılık Oranları	68
1.9.1.5. Borsa Performans Oranları.....	70
1.9.2. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi.....	71
1.9.3. Dikey Yüzdeler Yöntemi	71

İKİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE KAPSAMINDAKİ ÇALIŞMALAR

2.1. Firma Değeri ve Kârlılığını Etkileyen Faktörlere Yönelik Çalışmalar	72
2.2. Finansal Oranlar ve Diğer Faktörlerin Firma Performansına Etkisi	77
2.3. Kârlılık Analizine Yönelik Çalışmalar.....	82
2.4. Çalışma Sermayesi Analizi Çalışmaları.....	84
2.5. Finansal Raporlama Standartları Çalışmaları	87
2.6. Hisse Senedi Getirilerinin Ölçümüne Yönelik Çalışmalar	89

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM **METODOLOJİ ve UYGULAMA**

3.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Önemi	92
3.2. Araştırmanın Kısıtları.....	92
3.3. Ana Kütle ve Örneklem Seçimi	93
3.4. Araştırma Hipotezi ve Modeller.....	94
3.5. Tanımsal İstatistikler	97
3.6. Panel Veri Analizi	99
3.6.1. Birim Kök Testi	101
3.6.2. Hausman Testi.....	102
3.6.3. Regresyon Analizi ve F Testi	104
3.6.4. Varsayımlardan Sapmalar	104
3.6.4.1. Değişen Varyans	104
3.6.4.2. Otokorelasyon	105
3.6.5. Panel Veri Analizi Sonuçları.....	106
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	131
KAYNAKLAR	135
ÖZGEÇMİŞ	141

ŞEKİLLER DİZİNİ

	Sayfa
Şekil 1: Alternatif Çalışma Sermayesi Politikaları	18
Şekil 2: İhtiyatlı finansman politikası	19
Şekil 3: İlmli finansman politikası	20
Şekil 4: Atak finansman politikası	20

TABLolar DİZİNİ

Sayfa

Tablo 1: Çalışma Sermayesi Politikalarının Risk ve Kârlılık Göstergeleri Üzerindeki Etkisi	18
Tablo 2: Alternatif Finanslama Politikalarının Finansal Veriler Üzerindeki Etkisi	21
Tablo 3: Analiz Kapsamında İncelenen Firmaların Sektörleri	93
Tablo 4: Bağımlı Değişkenlere Ait 15 Yıllık Tanımlayıcı İstatistikler	97
Tablo 5: Likidite ve Faaliyet Oranlarına Ait 15 Yıllık Tanımlayıcı İstatistikler	98
Tablo 6: Diğer Bağımsız Değişkenlere Ait 15 Yıllık Tanımlayıcı İstatistikler	99
Tablo 7: Değişkenlere Ait Panel Birim Kök Testi İstatistikleri	101
Tablo 8: 1. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi	103
Tablo 9: 2. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi	103
Tablo 10: 3. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi	103
Tablo 11: 4. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi	103
Tablo 12: 1. Model 1. Dönem Sapma Testi Sonuçları	106
Tablo 13: 1. Model 1. Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	107
Tablo 14: 1. Model 2. Dönem Sapma Testi Sonuçları	108
Tablo 15: 1. Model 2. Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	109
Tablo 16: 1. Model 3. Dönem Sapma Testi Sonuçları	109
Tablo 17: 1. Model 3. Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	110
Tablo 18: 1. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları	111
Tablo 19: 1. Model Tüm Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	111
Tablo 20: 2. Model İlk Dönem Sapma Testi Sonuçları	112
Tablo 21: 2. Model İlk Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	113
Tablo 22: 2. Model İkinci Dönem Sapma Testi Sonuçları	113
Tablo 23: 2. Model İkinci Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	114
Tablo 24: 2. Model Üçüncü Dönem Sapma Testi Sonuçları	115
Tablo 25: 2. Model Üçüncü Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar	115
Tablo 26: 2. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları	116
Tablo 27: 2. Model Tüm Dönem Regresyon Testi	117
Tablo 28: 3. Model İlk Dönem Sapma Testi Sonuçları	118
Tablo 29: 3. Model İlk Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	119
Tablo 30: 3. Model İkinci Dönem Sapma Testi Sonuçları	120
Tablo 31: 3. Model İkinci Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	120
Tablo 32: 3. Model Üçüncü Dönem Sapma Testi Sonuçları	121
Tablo 33: 3. Model Üçüncü Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	121
Tablo 34: 3. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları	122
Tablo 35: 3. Model Tüm Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	123
Tablo 36: 4. Model İlk Dönem Sapma Testi Sonuçları	124
Tablo 37: 4. Model İlk Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	124
Tablo 38: 4. Model İkinci Dönem Sapma Testi Sonuçları	126
Tablo 39: 4. Model İkinci Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	126
Tablo 40: 4. Model Üçüncü Dönem Sapma Testi Sonuçları	127
Tablo 41: 4. Model Üçüncü Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	128
Tablo 42: 4. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları	128
Tablo 43: 4. Model Tüm Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları	129

GİRİŞ

Yatırımcılar ellerindeki tasarruflarını kendilerine en yüksek getiriye sağlayacak yatırım araçlarına yönlendirmek istemektedir. Bunun için de ihtiyaç duydukları en önemli enstrüman “bilgi”dir. Bu bilgi makro anlamda piyasalarla ilgili olması gerektiği gibi mikro anlamda yatırım yapılacak menkul kıymetle ilgili bilgileri kapsamalıdır. Tasarruflarını kısa süreli ve genellikle getirisi önceden belirli olan para piyasalarında değerlendirmek isteyen yatırımcılar için makro değişkenlerin (faiz, enflasyon, kur vb.) analizi göreceli olarak önemli iken sermaye piyasalarında özellikle de menkul kıymet borsalarında hisse senedi yatırımı yapacaklar için makro değişkenlerle birlikte firmaların analizi de önem arz etmektedir. Firma analizi için ise muhasebe temel kavramlarına, muhasebe ilkelerine, standartlarına ve politikalarına uygun finansal bilgiye ihtiyaç bulunmaktadır. İşte bu finansal bilginin, şirketin muhasebe ve finansal raporlama sistemi tarafından üretilmiş, şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilgili, para ile ifade edilen, bağımsız denetim süzgecinden geçerek kullanıcılara sunulan finansal raporlar ve özel durum açıklamaları şeklinde olması gerekmektedir (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2004:4).

Günümüz ticari hayatındaki rekabet, işletmelerin sahip oldukları varlıkları yukarıda sözü edilen finansal bilgi doğrultusunda etkin bir şekilde kullanmasını gerektirmektedir. İşletmeler arası rekabette varlıkların işletme amaçları doğrultusunda temin edilmesi ve kullanılması, işletmenin finansal başarısında ya da başarısızlığında etkili olur. Dolayısıyla işletme için kritik öneme sahip varlıklardan başta stoklar olmak üzere alacaklar, nakit ve benzerlerinin bir bütün olarak etkin bir şekilde yönetilmesi son derece önemlidir. İşletmenin bir hesap döneminde nakde çevrilebilir ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade eden çalışma sermayesinin etkin yönetimi, işletmenin kısa ve uzun vadeli amaçlarına ulaşmasında önemli katkılar sağlamaktadır (Kiracı, 2009: 161-195).

Çalışma sermayesi yönetimi, varlıklarının önemli bir kısmı döner varlıklardan oluşan imalat şirketleri açısından büyük önem taşımaktadır. İşletmeler faaliyetlerini yerine getirebilmek için çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar. Faaliyetlerin

sürdürülmesi için likiditenin sağlanmasında, şirketin iflas vb. durumlara düşmemesi için yükümlülüklerin zamanında karşılanmasında çalışma sermayesi yönetimi hayati rol oynamaktadır. Ayrıca firma başarısının artırılmasında önemli bir paya sahip olan optimal seviyedeki likiditenin oluşturulmasında, kısa vade riskinin azaltılması ve yatırım maliyetlerinin minimize edilmesinde de iyi bir çalışma sermayesi yönetimi gerekmektedir (Şahin, 2011: 123-141).

Çalışma sermayesinin yönetimi, işletmedeki nakdin, alacağın, stokların ve kısa vadeli borçların yönetimini kapsamaktadır. Etkin bir çalışma sermayesi yönetimi, çalışma sermayesi bileşenlerinden alacaklar, stoklar ve kısa vadeli borçlarda en uygun seviyenin sağlanması ve sürdürülmesine yöneliktir. Bunu başarabilmek için ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçların uygun bir seviyede oluşmasının sürekli izlenmesi ve bu seviyenin korunması gerekmektedir. Ancak bu en uygun seviye, birçok faktörün etkisinin birlikte dikkate alınarak oluşturulması gereken ve dolayısıyla kolayca tanımlanamayan bir seviyedir. Örneğin sektörel faktörler firmanın kredili satış politikasını, stok politikasını ve borçlanma politikasını etkileyebilmektedir (Coşkun ve Kök, 2011: 75-85).

Çalışma sermayesine gereğinden fazla yatırım yapılması faaliyetlerin yerine getirilmesinde rahatlık sağlarken finansman maliyetlerini arttırmakta, yetersiz yatırımlar finansman maliyetlerini azaltırken faaliyetlerin yerine getirilmesinde zorluklara yol açmakta ve işletmenin varlığının sürdürülmesinde önemli risklere yol açabilmektedirler. Etkin bir çalışma sermayesi yönetimi, döner varlıkların ve kısa vadeli borçların iyi bir şekilde planlanmasını, kontrol edilmesini, borçları ödeyememe riskinin ortadan kaldırmasını ve döner varlıklara gereksiz yatırımların yapılmasının engellenmesini ifade eder. Dolayısıyla işletmeler döner varlıklara daha çok yatırım ve daha az kısa vadeli borç kullanmak suretiyle ihtiyatlı, döner varlıklara daha az yatırım ve daha çok kısa vadeli borç kullanmak suretiyle atılğan çalışma sermayesi politikaları takip edebilirler. Atılğan çalışma sermayesi politikası takip edildiğinde işletmeler daha fazla risk almakta, finansman maliyetleri azalmakta ve dolayısıyla daha yüksek kârlılık hedeflenmektedir. İhtiyatlı politika benimsendiğinde ise işletmeler risk almaktan kaçınmakta, finansman maliyetleri artmakta ve daha düşük kârlılığa razı olmaktadır (Şahin, 2011: 123-141).

Yöneticiler tüm kararları işletmenin amaçları doğrultusunda almak durumunda olduğundan, öncelikle işletme amaçlarının açıkça ortaya konulması gerekir. Klasik ekonomik görüş tarafından işletmelerin nihai amacı “kârın maksimize edilmesi” olarak açıklanmıştır. Piyasa ekonomilerinde kârın maksimize edilmesi, minimum girdi ile maksimum çıktının elde edilmesi anlamındadır. İktisatta kâr maksimizasyonu bir etkinlik göstergesi olmaktadır. İşletmeler kârı maksimize ederek faaliyet gösterdiğinde, kaynaklar etkin kullanılacağından toplumsal refah da maksimize edilmiş olacaktır. Ancak, kârı en üst düzeye çıkarma amacının bazı eksik yönleri bulunmaktadır. Örneğin, kâr maksimizasyonunun nihai amaç olarak alınması, hissedarların çıkarlarına ters düşebilmektedir. İşletme yeni hisse senedi ihraç ederek sağlayacağı fonlarla tahvile yatırım yaparak kârını artırabilir. Bu durumda hisse senedi sayısı artacağı için hisse başı kârda düşme olacak, dolayısıyla hissedarların servetleri artmayacaktır. Ayrıca kâr maksimizasyonu amacı durağan bir özellik göstermekte olup, zaman ve risk faktörlerini dikkate almamaktadır. Sonuç olarak kâr maksimizasyonu amacının tek başına işletmenin amacına hizmet etmede bazı eksikliklerinin olduğu görülmektedir (Sevil ve Başar, 2012: 12-13).

Kâr maksimizasyonu amacının eksiklikler taşıması nedeniyle modern finansal yönetim anlayışı çerçevesinde işletme değerini maksimize etme amacı ortaya çıkmıştır. Değer maksimizasyonu, işletmenin kararlarında işletme değerini veya hisse senetlerinin değerini maksimize edecek şekilde hareket etmeleridir. İşletme değerini veya hissedarların varlığını maksimize etme amacında hem zaman, hem de risk faktörü dikkate alınmaktadır. Hissedarların varlıklarını maksimum yapma amacı, finansal kararlarda farklı zaman noktalarındaki nakit akışlarının bugünkü değerlerinin alınmasıyla zaman faktörünü; bugünkü değer hesaplanırken kararın riskine göre iskonto oranının ayarlanmasıyla risk faktörünü dikkate almaktadır. Bu nedenle bu amaç, finansal yönetim tarafından birincil derecede, olması gereken bir amaç olarak gözetilmektedir (Sevil ve Başar, 2012: 14).

İşletmelerin piyasa değeri, hisse senedi ihraç etmişse, hisse senetlerinin fiyatlarıyla ölçülür. Hisse senetlerinin piyasa değeri, menkul değerler piyasasında işlem gören senetlerin bu piyasada oluşan değeridir. Dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa

fiyatları, işletmenin performansını ölçen bir göstergedir. Eğer işletmenin gelişimi, başarısı yeterli bulunmuyorsa yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini ellerinden çıkarabilirler. Çoğunluğun bu şekilde düşünmesi durumunda işletmenin hisse senetlerinin piyasadaki arzı artacağından, değeri düşecektir. Fiyatların düşmesi işletmenin piyasa değerinin düşmesi demektir. Bu da kararların uygun olmadığının bir göstergesi olacaktır. Aynı şekilde performansı beğenilen işletmelerin hisse senetlerine olan talep artacaktır. Mevcut hisse senetlerine olan talebin artması, hisse senetlerinin fiyatını yükselterek işletmenin piyasa değerini arttıracaktır (Sevil ve Başar, 2012: 14).

Finansal analiz; bir işletmenin finansal durumunun ve finansal yönden gelişmesinin yeterli olup olmadığını belirlemek için finansal tablo kalemlerindeki değişikliklerin, kalemler arasındaki ilişkilerin, kalemlerin zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi ve gerektiğinde belirlenen standart ve sektör ortalamaları ile karşılaştırılarak yorumlanması faaliyetlerinin bütünü olarak tanımlanabilir (Önce, 2013: 47).

İşletmelerde yöneticinin ana görevi işletmenin varlık ve kaynaklarını yöneterek hedeflenen kâra güvenli bir şekilde ulaşmasını sağlamaktır. Yani işletme, ancak doğru bir ekonomik yapı (varlık yapısı) ve finansal yapı (kaynak yapısı) ile amaçlarını gerçekleştirebilir. Bunun için de geçmişle ilgili bilgilerden gelecekle ilgili bazı ipuçları elde etmek gerekir. İşletmelerde finansal planlama ve kontrol faaliyetlerinin yürütülebilmesi için işletmelerin mevcut ve olması gereken finansal durumunun bilinmesi gerekir. Finansal durumla ilgili bilgilerin kaynağını da finansal tablolar oluşturur. Bu bağlamda öncelikle finansal raporlama nasıl yapılmalı konusu önem kazanmaktadır. Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları Kavramsal Çerçeve'de finansal raporlamayı amacı mevcut ve potansiyel yatırımcılara, borç verenlere ve kredi veren diğer taraflara, raporlayan işletmeye kaynak sağlama kararları verirken faydalı olacak finansal bilgiyi sağlamak olarak ifade edilmiştir. Finansal raporlama anlaşılır, karşılaştırılabilir ve işletmeyi ölçümlemeye yönelik yapılmalı ki üretilen raporlar işletme hakkında en doğru sonuçları üretebilsin.

Finansal raporlarda yer alan bilgilerin belirli teknikler kullanılarak analizi yapılarak işletmenin ekonomik ve finansal yapısını ve bunların sonuçlarını

değerlendirmek mümkün olur. Analiz sonuçlarından yararlanılarak gelecekle ilgili kararların doğruluk derecesi arttırılabilir. Tespit edilen unsurlardan yararlanmak suretiyle de işletmelerin plan ve bütçelerinin yapılması yoluna gidilir. Finansal tabloların analizi, analizden beklenen amaç, analiz sonuçlarından yararlanacak olan taraflar ve analizi yapan tarafın işletme ile ilişkisi dikkate alınmak suretiyle değişik açılardan yapılabilir (Önce, 2013: 47).

Araştırma çalışma sermayesi unsurlarının ve özelde stok yönetimi oranlarının firma performans göstergeleri üzerindeki etkisine yöneliktir. Stok yönetimi oranlarının firma performansı üzerindeki etkisini 15 yıl gibi geniş bir zaman aralığında incelemesi bakımından çalışmanın önemli olduğu düşünülmektedir. Çalışmada mali analizde kullanılan rasyolar bağımsız değişken, borçlanma oranı, satışlar ve firma büyüklüğü değerleri kontrol değişkeni, son olarak da performans göstergeleri bağımlı değişken olarak analize dâhil edilmiştir. Analiz sonucunda çalışma sermayesi unsurlarındaki değişimin firma değeri ve diğer performans göstergeleri üzerinde kayda değer bir etki oluşturduğu gözlenmiştir. Ayrıca muhasebe standartlarının mali tablolarda uygulanmaya başlanmasından sonraki yıllarda yapılan analizlerde, bu yeni tablolardan elde edilen gerçeğe uygun cari varlık unsurlarının firma performans göstergelerini daha sağlıklı bir şekilde açıkladığı belirlenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ

Çalışma sermayesi, işletmenin bir hesap döneminde nakde çevrilebilir, tüketilebilir ekonomik değerlere yani kısaca dönen varlıklara yaptığı yatırımı ifade eder. İşletmenin dönen varlıklarının toplamı brüt çalışma sermayesi olarak adlandırılırken, dönen varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynaklar düşüldükten sonra kalan kısma net çalışma sermayesi adı verilmektedir.

1.1. Çalışma Sermayesi Unsurları

İşletmeler kısa vadede; nakit, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar ve diğer dönen varlıkların yönetimine odaklanırlar. Çalışma sermayesi unsurları olarak adlandırılan bu varlıkların düzeyini, işletmenin özelliği ve pazar koşulları belirlemekle birlikte, işletmenin duran varlıkları da önemli ölçüde etkiler. Bu varlıkların düzeyi faaliyet dönemi içinde önemli şekilde değişime uğrar. Değişim günlük, haftalık, aylık ya da işletmenin özelliğine göre sezonluk olabilir (Sevil ve Başar, 2012: 163).

Çalışma sermayesi unsurları aynı zamanda likit varlıklar olarak da değerlendirilirler. Likitide derecesi çalışma sermayesinin temel taşıdır. İşletmelerde mali veya ticari kaynaklı olarak kredili yürütülen işlemlerde kredi düzeninin aksamadan işletilmesi, kredilerin zamanında itfa edilmesi sağlıklı olarak planlanmış bir likitide politikasına bağlıdır. Likitide kavramı dar anlamda varlıkların paraya dönüşme derecesi olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda paraya dönüşmesi kolay olan varlıklar olarak kasa ve bankadaki vadesi mevduat likit varlıklar olarak değerlendirilir. Her varlığın likitide kabiliyeti vardır. Ancak, likit varlık değerlendirmesinde iki kritik faktör olarak varlığın paraya çevrilmesinde geçecek süre ve varlığın değerini koruması öne çıkmaktadır. Likitide ile ilgili diğer önemli nokta ise likiditeye dönüşümün işletme faaliyetlerinin durdurulmadan gerçekleşmesidir. Yani, kasa ve vadesiz mevduat haricinde duran varlıklar grubunda yer alan bağlı kıymetler ve sabit varlıklar da satılmak suretiyle hemen nakde dönüşebilir. Ancak bu durum faaliyetlerin durmasına yol açarak işletmenin sonunu getirir. Bu nedenle, likitide varlıkların işletmenin faaliyet süreci içinde nakde dönüşmesini ifade etmektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2008: 78-79).

Nakit kavramı, para ve vadesiz mevduat anlamında kullanılır. Nakit yönetimi, nakit fazlası ve açıklarına meydan vermeden, işletmede bulundurulması gereken optimum para tutarının belirlenmesini amaçlar ve belli bir dönemdeki ödeme ve tahsilat arasındaki dengeyi zamansal açıdan da kurmaya çalışır. Burada işletmenin kasasında bulundurmaya zorunda olduğu ortalama nakit tutarından ziyade ödemelere göre değişen bir para tutarı önem kazanır. Özellikle enflasyonist ortamda bu durum daha da önem kazanmaktadır (Sevil ve Başar, 2012: 167).

Nakit, işletmelerde bulundurulması gereken zorunlu bir varlıktır. Nakit olmadan, işletmenin olağan faaliyetlerini yürütmesi mümkün değildir. Ancak nakit kazanç sağlamayan bir varlık olduğundan, elde nakit tutmanın bir fırsat maliyeti vardır. Bu nedenle işletmeler, nakit pozisyonlarını mümkün olan en düşük düzeyde tutmaya çaba gösterirler. Yeterince nakde sahip olma, işletme yönetiminin büyümeye odaklanmasına, yeni işler bulmasına, yeni müşteriler elde etmesine, yeni ürünler geliştirmesine, yeni işlemler kurmasına ve benzeri durumlara olanak tanır. Finans yöneticisi, nakit yönetimi ile ilgili kararlar alırken, elde tutulacak optimum nakit miktarını belirlemek ve nakit darlığı riski ile söz konusu riski azaltmanın fırsat maliyeti arasında dengeli bir dağılım yapmak durumundadır (Ata, 2009: 45-46).

Bazı satışlar nakitle yapılmasına rağmen, günümüzde satışların çoğunluğu kredili olarak yapılmaktadır. Yapılan kredili satışlar sonucunda hızlı tahsil edilebilen alacaklar ile işletmelerde nakit akışı hızlanmaktadır. Ancak alacakların gecikmesi durumunda ise işletmelerin faaliyet yapısı olumsuz etkilenmekte, özellikle likiditesi zayıf olan işletmeler için borçlarını ödeyememe gibi yaşamsal sorunlara neden olmaktadır. Alacaklar, bağlanan sermayenin alternatif gelir olanakları nedeniyle işletmenin bir yatırımı olarak değerlendirilmelidir. Alacak hesaplarıyla ilgili temel kural, vadeli satışlarda satış tutarı ve ödeme süresinin belirlenmesidir. Kredili satışların koşulları, firmanın maliyet ve kârlılığını önemli ölçüde etkiler. Potansiyel bir müşterinin ödeme yeteneği değerlendirilirken; firmanın ödeme alışkanlığı, finansal gücü, teminat olarak sunulan varlıklar ve genel ekonomik koşullar dikkate alınmalıdır (Sevil ve Başar, 2012: 170).

1.2. Çalışma Sermayesi Yönetimi

Çalışma sermayesi yönetimi işletmelerin varlıklarını devam ettirebilmeleri açısından hayati bir önem taşımaktadır. Çünkü çalışma sermayesi yönetimi günlük olağan faaliyetlerden, hammaddelerin tamamlanmış ürüne dönüşerek, satıştan doğan alacakların tahsiline kadar uzanan geniş bir süreci kapsamaktadır (Sevil ve Başar, 2012: 163-187).

Çalışma sermayesi yönetiminin konusu, bilançodaki dönen varlıklardır. Söz konusu varlıklar, brüt çalışma sermayesini oluşturan ve bir yıl içinde paraya dönüşebilen para, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar, akreditif ve peşin ödenen giderlerdir. İşletmenin hedeflerine başarılı bir biçimde ulaşmasında, çalışma sermayesi yönetiminin önemli bir rolü vardır. Bir işletme ne kadar büyür ve faaliyetleri yayılır ise çalışma sermayesi ihtiyacı da o derece artar. En ucuz ve en uygun çalışma sermayesi, işletmenin kendi faaliyetleri sırasında oluşur. Çalışma sermayesinin etkin yönetimi, nakit oluşturarak kârlılığının artmasını sağlamanın yanı sıra nakit sıkıntısı nedeniyle oluşabilecek riskleri de azaltmaktadır. Çalışma sermayesi yönetimi, günlük operasyonlar ya da daha somut olarak, hammaddeden tamamlanmış ürüne dönüşerek, satıştan doğan alacakların tahsiline kadar ki süreci kapsar. Bu süreç aynı zamanda satış yoluyla işletmeye nakit girişleri sağlar. Nakit fazlalığı olan işletmeler de çalışma sermayesi yönetimine ihtiyaç duyarlar. Zira, işletmeye para bağlayan yatırımcılar ya da hissedarlar, kâr beklentisi ile hareket ederler (Sevil ve Başar, 2012: 163-187).

İşletmelerde yapılan çalışmalar, finans yöneticisinin zamanının büyük bir bölümünü paranın günlük akışıyla ilgilenerek geçirdiğini ortaya koymuştur. Hammadde, yarı mamul ve mamul alımı, kredi verilmesi veya alınması gibi günlük işlemler çalışma sermayesi yönetimini önemini artırmaktadır. Ayrıca dönen varlıklara yapılan yatırım tutarı da çalışma sermayesine önem kazandırmaktadır. Faaliyet konusuna göre değişmekle birlikte işletmelerin toplam varlıkları içinde döner varlıkların payı önemli tutarlardadır. İmalat işletmelerinde toplam aktifin genellikle %50'si, toptan ve perakende ticaretle uğraşan işletmelerde ise yaklaşık %70'i döner varlıklardan oluşmaktadır. Aynı zamanda iş hacmiyle çalışma sermayesi tutarı arasında da bağlantı bulunmaktadır. Bir işletmenin satış hacminin artması, çalışma sermayesinde de aynı yönde artışa neden olacaktır. Satışların büyümesi, işletmenin hammadde alışlarında,

stoklarında, alacaklarında, nakit ve benzeri varlıklarda da büyümeye neden olacaktır. Ancak, satışlarla çalışma sermayesi arasındaki bu yakın ilişki doğrusal olmayabilir. Diğer bir deyişle, etkin bir çalışma sermayesi yönetimi ile çalışma sermayesindeki artış oranı, satışlardaki artış oranından daha düşük seviyelerde gerçekleştirilebilir (Aydın vd., 2010: 195-209).

İşletmeler çalışma sermayesi tutarını belirlerken kârlılık ve risk faktörlerini dengelemek durumundadırlar. Çalışma sermayesi için yatırılan fonların bir alternatif maliyeti vardır. İşletme çalışma sermayesi yatırımını artırarak likiditeyi yükseltip riski düşürmüş olabilir, ancak bu durum kârlılığın da azalmasına neden olacaktır. Daha fazla fonun tutulması, bu paranın alternatif kullanımından vazgeçilmesine neden olacaktır. Örneğin, bu fazla fonun borç ödemelerinde kullanılmasıyla faiz yükünden kurtulmak mümkündür. Yine daha fazla çalışma sermayesi yatırımıyla daha fazla stok bulundurma stokların bozulması, modasının geçmesi gibi zararlara neden olabilecektir. Yine alacaklara daha fazla fonun bağlanması, şüpheli alacak tutarını artıracaktır (Aydın vd., 2010: 195-209).

Diğer taraftan, kârlılığı artırmak için çalışma sermayesine daha az yatırım yapıldığında kısa vadeli borçların ödenmeme riski artacağı gibi, işletmenin tam kapasite çalışmasını engellemekte, üretimde kesintilere neden olarak olası siparişlere cevap verememe ve kârlılığın düşmesiyle sonuçlanacaktır (Aydın vd., 2010: 195-209).

Çalışma sermayesi yönetimi özellikle küçük işletmeler açısından çok daha önemlidir. Çünkü bu işletmeler duran varlıklarını kiralama yoluyla sağlarken dönen varlıkları karşılama zorlanmaktadırlar. Ayrıca kasa, stoklar, alacaklar gibi döner varlıklara yapacakları yatırımı azaltmaları zordur. Diğer yandan, küçük işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamaları da zor ve sınırlı olduğundan, kısa vadeli kredilere bağlı kalmak durumundadırlar. Bu durum ise işletmenin likidite durumunu olumsuz etkilerken riski artırmaktadır (Aydın vd., 2010: 195-209).

Diğer taraftan, likitide yönetimi de çalışma sermayesi yönetiminin temel taşlarından. Vadesi gelmiş borçların ödenme derecesini ölçen likitide teknik likitide, firmanın toplam varlıklarının borçları karşılama durumunu ölçen kriter ise gerçek

likitide adını almaktadır. Teknik likiditenin maliyeti likit varlığa sahip olmakla diğer kazanç sağlayacak varlıklara yatırıp kazanılacak gelirlerin kaçırılmasıdır. Gerçek likiditenin maliyeti ise likiditesi düşük aktiflerin fona çevrilmesi halinde karşılaşılabilecek değer kayıplarıdır (Aksoy ve Yalçın, 2008: 78-79).

1.2.1. Net Çalışma Sermayesi

İşletmelerde dönen varlıklar toplamı brüt çalışma sermayesini ifade ederken, işletmelerin başarıları için çok önemli bir unsur olan net çalışma sermayesi ise dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki farkı ifade etmektedir. Dönen varlıklar kısa vadeli borçlardan fazla ise pozitif net çalışma sermayesi, kısa vadeli borçlar daha fazla ise negatif net çalışma sermayesi söz konusudur. Pozitif net çalışma sermayesi aynı zamanda dönen varlıkların uzun vadeli borçlarla finanse edildiği kısmı göstermektedir. Net çalışma sermayesi, yöneticiler, kreditorler, işletme sahipleri ve tedarikçiler için önemlidir. Çünkü net çalışma sermayesi işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini gösterir. Kısaca net çalışma sermayesi işletmenin potansiyel nakit rezervini ölçmektedir. Net çalışma sermayesinin fazla olması varlıkların atıl tutulduğu anlamına gelirken az olması ise işletmenin yükümlülüklerini yerine getirmesine engel olur. Bir işletmede net çalışma sermayesinin büyüklüğü; işletmenin hacmi, faaliyet konusu, kullandığı teknoloji, yapılan işin birim maliyeti, tedarik, üretim ve satış olanakları, alacak ve stok devir hızları, işletmenin depolama ve satış imkânları vb. faktörler belirlemektedir (Savcı, 2013: 50-60).

1.2.2. Çalışma Sermayesi Seviyesi

Bu seviyeyi işletmenin faaliyet konusu, büyüklüğü ve satışlardaki düzenlilik gibi faktörler etkilemektedir. Ticari faaliyette bulunan işletmeler üretim işletmelerine göre daha çok çalışma sermayesi ihtiyacı duyarlar. Üretim işletmelerinde çalışma sermayesi seviyesi ise üretim sürecine, tedarik ve satış politikalarına bağlı olarak değişir. İşletme sermayesini oluşturan varlıklar da faaliyet döngüsü boyunca sürekli değişmektedir. Örneğin üretim sürecinin uzunluğu stoklara bağlanan fonları artırmaktadır. Öte yandan alışlarda ödemeler geciktirildiği ölçüde nakit ihtiyacı azalmaktadır (Aydın vd., 2010: 195-209).

İşletmelerde çalışma sermayesine yatırımı etkileyen yatırım döngüsü hammaddelerin satın alınmasıyla başlar. Hammadde alımlarında yapılacak ödemeler için geçen süre ticari borçların ödenme süresidir. Hammadde kullanılarak yarı mamul ve mamul haline dönüştürme sürecinde stoklara ilk yatırımla satış tarihi arasında geçen süre stokta bekleme süresi olarak adlandırılır. Satış tarihi ile müşterilerin ödeme tarihi arasında geçen süre ise ticari alacakların tahsil süresi olarak ifade edilir. İlk hammaddelerin alımıyla son ödemeler arasında geçen süre toplam süredir. Bu süre stokta bekleme ve alacak tahsil sürelerinin toplamına eşittir. Ancak nakdin bağlandığı net süre, işletmenin faturalarını ödeme süresi olan borç ödeme süresi bu toplamdan düşülerek bulunur. İşte işletmenin hammaddeye yaptığı yatırım ile müşterilerinden yaptığı tahsilat arasındaki zaman uzunluğuna nakit dönüş süresi denmektedir. Nakde dönüşme süresi uzadıkça işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçları artmaktadır (Aydın vd., 2010: 195-209). Likitide ve borç ödeme konularında problem yaşanmaması için işletmelerin mümkün olduğunca alacak tahsil sürelerini ve stokta bekleme sürelerini azaltıp borç ödeme sürelerini uzatarak nakit döngü sürelerini kısaltmaları önerilmektedir.

Küçük işletmeler büyük işletmelere göre daha yüksek oranda çalışma sermayesine sahip olmak durumundadırlar. Bu durumun sebeplerinden birisi büyük işletmelerin çalışma sermayesine gerekli ilgiyi göstererek etkinliği artırabilmektedirler. İkincisi, büyük işletmeler sermaye piyasalarından daha kolay fon sağlarlar. Üçüncüsü ise büyük işletmelerin daha çok sermaye yoğun teknoloji kullanarak üretim ve dağıtımda daha fazla duran varlığa yer vermeleridir (Aydın vd., 2010: 195-209).

Satışlar ne kadar istikrarlı ise çalışma sermayesi ihtiyacı da o oranda azaltılabilir. Satışlardaki artış çalışma sermayesi kalemlerinde de ani artışlara neden olacaktır. Diğer taraftan satışlardaki azalış ise çalışma sermayesinde azalışa neden olacaktır. Çalışma sermayesi yönetiminde etkinlik arttıkça, satışlardaki artış seviyesinde bir çalışma sermayesine ihtiyaç kalmayacaktır (Aydın vd., 2010: 195-209).

1.2.3. Çalışma Sermayesi Yatırım Politikaları

İşletmelerin çalışma sermayesi unsurlarına yatırımları, yıl içerisinde çeşitli faktörler nedeniyle değişiklik göstermektedir. Örneğin satışları mevsimlik olan

işletmelerin stokları ve alacakları belirli mevsimlerde artmaktadır. Ancak, satışlar durgunlaşıp, alacaklar tahsil edildiğinde, dönen varlıklara yatırım yine başlangıç seviyesine düşmektedir. Çalışma sermayesi yatırımı dendiğinde başlıca nakit ve nakit benzeri varlıklara yatırım, alacaklara yatırım ve stoklara yatırım anlaşılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 238).

1.2.3.1. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklara Yatırım

Finansal yönetimde çalışma sermayesi unsurlarına yatırım incelenirken, öncelikle nakit ve menkul kıymetler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Çünkü işletmelerde nakdi unsurlar vazgeçilemez bir yer tutmaktadır. Özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde (KOBİ) nakdi unsurlara yatırımın yetersiz olması finansal başarısızlığın en önemli sebebi olarak görülmektedir. İşletmelerin nakit bulundurmalarının en önemli nedeni, nakdin likidite sağlayıp, üretimin devamı, satışların artışı ve borçların ödenmesinde, diğer bir deyişle işletmenin faaliyetlerini sürdürmesinde ihtiyaç duyulmasıdır.

Nakit ve menkul değerlere yatırımın iyi yönetilmesi, işletmenin hem finansman giderine katlanmaması, hem de faiz geliri elde etmesine olanak vermektedir. Özellikle son yıllarda finans yöneticileri menkul kıymetlere yatırıma ağırlık vererek işletme kârlılığını artırmaya çalışmaktadırlar. Eskiden yöneticilerin amacı, fazla nakit bulundurarak, yatırım fırsatlarından yararlanmak ve beklenmeyen olaylara karşı ihtiyatlı olmaktır. Bahsi geçen elde mümkün olduğu kadar çok nakit fazlası bulundurma, bir prestij unsuru olarak telakki edilmekteydi. Ancak, bugünün finans yöneticileri ise nakit ve menkul kıymetleri elde mümkün olduğu kadar fazla tutmaktan daha çok etkin bir şekilde yöneterek satışlarını artırma, ilave fonlar yaratma ve faiz geliri elde etme hedefine odaklanmaktadırlar.

Nakdin veya paranın yönetiminde finans yöneticisi için sorunlardan birisi de fonların nakit ve menkul kıymetler arasında dağılımıdır. İşletmelerin fazla fonlarını borçlarını ödemek için kullanmaları veya likiditesi yüksek menkul kıymetlere yatırmaları söz konusudur. Para ve sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde işletmeler için çeşitli seçenekler vardır. Bununla birlikte gelişen ülkelerde seçenekler fazla değildir. Hazine bonoları ve devlet tahvillerinin bankalardan sağlanacak krediler

için güvence olarak kabul edilmesi, devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılması, menkul kıymet olarak önemlerini artırmaktadır.

Nakit yönetimi açısından işletmelerin nakde dönüşüm sürelerinin hesaplanması gerekir. Nakde dönüşüm süresi, stokta geçen süre ile alacakların tahsilinde geçen sürelerin toplamından, borçların ödeme süresinin çıkarılmasıyla bulunur. İşletmelerde nakde dönüşüm süresi ne kadar uzun olursa, işletmenin çalışma sermayesine gereksinimi de o kadar artar. İşletme sermayesi gereksiniminin artması, işletmenin likidite durumu ve borçlarını ödeyebilmesi ve nihayetinde firmanın değeri açısından olumsuz bir durum olarak görülebilir. Yapılan çalışmalarda da nakit dönüş süresinin artmasıyla birlikte işletme kârlılığının olumsuz yönde etkilendiği görülmektedir. Ayrıca çalışma sermayesi unsurlarına daha fazla yatırıma neden olan nakit dönüş süresinin artması firma ortaklarının işletmeden elde ettiği geliri azaltırken, muhtemel yatırımcılar açısından negatif bir izlenime neden olarak firmanın piyasa değerini azaltabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 240-251).

1.2.3.2. Alacaklara Yatırım

Vadeli mal satışı, satışlarını ve pazar paylarını artırmak isteyen işletmelerin başvurduğu önemli bir politikadır. Mal veya hizmet vadeli olarak satıldığında satan tarafından alıcıya kredi açılmaktadır. İşletmeler, vadeli mal satışıyla ya diğer işletmelere kredi açar veya perakende müşterilere tüketici kredisi kullanır. Ticari kredilerin işletmeleri yaşatan, büyüten ve onlara hayat veren bir özelliği vardır. Bu nedenle, işletmelerin alacaklarının toplam aktifler içerisindeki yeri her geçen gün artmaktadır. Örneğin, ABD’de üretim işletmeleri satışlarının %95’ini, toptancılar %90’ını, perakendeci ve hizmet işletmeleri ise %50’sini satıcı kredisiyle yapmaktadır. İşletme sermayesi kalemlerinden biri olan alacaklara yatırım, alacaklar hesabında aşırı miktarda fon birikmesini önlemeyi amaçlamaktadır. Böylece, alacaklara bağlanan fonların maliyeti ile satışların artması sonucu ortaya çıkan kârlılık arasında bir ilişki kurulur. Bu ilişki ile hangi düzeyde bir alacak hacminin, işletme için kârlı olacağını araştırılması, alacak yönetiminin temelini oluşturur. Kredili satış yapan işletmeler için alacakların tahsil edilmemesi veya geç tahsil edilebilmesi riski söz konusudur. Bu nedenle işletmeler yalnız en güvenilir müşterilerine kredili satış yaparak riski minimuma indirebilir. İşletmeler alacak devir hızlarını artırarak alacakların likidite kabiliyetlerini

artırabilirler. Bu da alacaklara ayrılacak olan yatırım tutarının azalmasını beraberinde getirmektedir. Alacaklara yatırım tutarının azalması, işletmenin yaşamsal faaliyetlerinin daha sağlıklı devam etmesini sağlayarak finansal göstergelerinde iyileşme sağlayacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 252-261).

1.2.3.3. Stoklara Yatırım

İşletmelerde stoklar, toplam aktifler içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Stoklara yapılan yatırım, sektörden sektöre değişmektedir. Örneğin, ABD’de tekstil sektöründe stoklar net varlıkların %50’sini, metal sanayinde %23’ünü, matbaacılıkta %15’ini oluşturmaktadır. Bunun yanında toptancı ve perakendeci işletmelerde stoklara yapılan yatırım, toplam varlıkların %32’sini oluşturmaktadır. Stoklara yapılan yatırımın aşırı olması, işletme kârlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Buna karşın, stoklara yetersiz yatırım yapılması ise üretimin ve satışların azalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, satış beklentisi artış yönünde ise stok miktarı da artırılmalıdır. Stoklarla ilgili olarak yapılan çalışmalar, stokların satışlara oranının %12 ile %20 arasında değiştiğini göstermiştir. Stokların toplam varlıklara oranı ise %16 ile %30 arasında değişmektedir.

Son yıllarda gelişmiş ülkelerde stokların satışlara oranında bir düşme gözlenmektedir. Bu düşüşün nedenleri ise stok kontrol yöntemlerinin gelişmesi, stok denetiminde bilgisayarlardan faydalanılması, ulaşım olanaklarının artması ve hızlanması, yeni stoklama yöntemlerinin uygulanması, stok tutma maliyetlerinin artması olarak sayılabilir. Hatta bazı işletmelerin sıfır stokla çalıştığı bilinmektedir. Genelde stoklara yapılacak yatırım tutarını belirleyen faktörler, stok türüne göre önemli değişiklik göstermez. Bununla birlikte bir üretim işletmesinde satış veya üretim hacmi, üretim işleminin uzunluğu ve tekniği, mamulün bozulma durumu veya modasının geçip geçmemesi gibi faktörler, stoklara yapılacak yatırımı belirler. Stoklara yatırımdan yalnız işletmenin ambarındaki mallar değil, parası ödenip yolda olan veya bedeli ödenen akreditifler de stoklar içine alınmalıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 261-262).

Firmalar stoklarının ne fazla ne de noksan olmasını istememekte, kendileri için en uygun stok seviyesini belirlemeye çalışmaktadır. Stok yönetiminin amacı firmanın kârlılığını artırmak için tüm stok maliyetlerinin minimuma indirecek stok seviyesini

belirlemektir. Bir firma açısından stoklara yapılan yatırımın optimum tutarda olup olmadığının saptanması, stok tutmanın gerektirdiği giderler ve taşıdığı risk ile, stok tutmanın faydalarının dengelenmesini gerekli kılar (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 371-372).

Stoklara yapılan yatırımda stok devir hızının yüksek olması stokların likidite yeteneğinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle işletmenin bünyesindeki stokların faaliyet döngüsü içinde hızlı bir şekilde satılarak elden çıkarılıp nakde dönüşmesini ifade etmektedir. Bu durum, stokların bozulma, çürüme vb. bulundurma maliyetlerinin yok edilip stoklara yapılan yatırımın karşılığının alınması demektir. Likit oranla bağlantılı bir oran olan stok bağımlılık oranının yüksek olması ise işletmenin dönen varlıkları içinde stokların ağırlığının fazla olması, likidite sağlanabilmesi için stoklara bağımlı olduğunu ve stokların satılması gerektiğini anlatmaktadır.

1.2.4. Çalışma Sermayesi Seviyesi ile Kârlılık Arasındaki İlişki

Çalışma sermayesi seviyesinin tespiti, firma borçlarının vade yapısına ve varlıkların likidite derecesine bağlı olup, çalışma sermayesi ile ilgili kararlar, kârlılık ve risk arasındaki değişimin etkisi altındadır. Likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Likit varlıkların toplam varlıklar içindeki oranı yükselip likidite derecesi arttıkça firmanın sağlayacağı kârlar azalmaktadır. Bununla birlikte kârı azalan firmanın likidite artışı ile riskliliği azalmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 12-15).

Risk ile kârlılık arasındaki ilişki aynı yönde olmasıyla birlikte risk ile likidite arasındaki ilişki ters yöndedir. İşletme sermayesinin oluşumu firmanın likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir. Likiditenin değerlendirilmesi risk analizinin bir parçasıdır. Likidite artırılarak borçların ödenmeme riski azaltılmaktadır. Ancak bu durum da kârdan vazgeçmeye neden olmaktadır. Diğer bir deyişle likiditeye sahip olmak vazgeçilen kâr kadar bir maliyeti gerektirmektedir. Likidite maliyetinin birinci kısmı likit varlık bulundurma ile diğer kazanç sağlayacak varlıklara yatırımla kazanılacak gelirlerin kaçırılmasıdır. İkinci kısmı ise likiditesi düşük aktif varlıkların paraya çevrilmesi durumunda karşı karşıya kalınacak değer azalışlarıdır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 12-15).

Kısa süreli borçlarla uzun süreli fonlama, işletmelerde likidite açısından yüksek risk taşır. Bir işletme mevsimlik ya da geçici bir mal almak istediğinde bunu kısa süreli borçlarla finanse eder. Kısa süreli borç işletmeye esneklik sağlar. Diğer taraftan firmanın devamlı nitelikteki varlıklarının öz sermaye ve uzun süreli borçlarla finanse edilmesi gerektiği bilinmektedir (Sevil vd., 2013: 11-12).

İşletme sermayesi yönetimi, risk ve kârlılık arasında uygun bir dengenin kurulmasını gerektirir. Çalışma sermayesinin atıl kalması kârlılığın azalmasına yol açarken, çalışma sermayesi açığı da işletmenin borçlarını ödeyememe riskini ortaya çıkarır. Normal pazar şartlarında, dönen varlıkların sağladığı kazanç, duran varlıklara oranla düşüktür. Genel finansman politikasında olduğu gibi çalışma sermayesine yatırım politikası da işletmenin kârlılığını ve riskini etkiler. Çalışma sermayesinin finansmanında daha fazla kısa vadeli kaynaklara yönelmek işletmenin riskini arttırırken, finansman maliyetlerinin düşmesi nedeniyle kârlılığını da arttırır. Toplam varlıklar değişmezken çalışma sermayesine daha fazla yatırım, işletmenin riskini azaltırken, kârlılığını da düşürür (Sevil vd., 2013: 11-12).

Finans yöneticisi, üretim ya da kredili satış süresi boyunca riskleri minimum kılmak amacıyla kredili satışların ödenmemesi ve sermaye bağlama maliyetlerini azaltarak, sınırlayıcı bir kredi politikası izlemeyi tercih edebilir. Aksine pazarlama yöneticisi ise liberal bir satış politikası izlemeyi tercih ederek, uzun ödeme süresi ve olabildiğince fazla satış ilkesiyle maksimum satış amacına ulaşmayı isteyebilmektedir. Böyle bir çelişkinin olması halinde kuşkusuz işletmenin üst hedefleri gözetilerek politika belirlenir (Sevil vd., 2013: 11-12).

Basit bir örnek üzerinde açıklarsak AB işletmesinin stokları domates, patates, soğan ve baharattan oluşmakta ve bir parti üretim için 10.000 TL'lik bir ödemeyi gerektirmektedir. Bir hafta içinde işletme bu stokları üretime dönüştürerek, satışını gerçekleştirmekte ve onu takip eden hafta da müşteri çekleri firmaya ulaşmaktadır. Satılan 10.000 TL değerindeki stokların paraya dönüştürülmesi ya da tahsilâtı işletmelerin tahsilât etkinliğine göre değişir. Bu süreci hızlandırmak yerine işletme üretilen malları stoklarında tutarsa çalışma sermayesi stoklara bağlanan paranın maliyeti yüzünden başarılı yönetilemez. İşletme ürettiği malları bekletmeden ne kadar erken müşterilere satarsa tahsilâtı da onunla orantılı olarak hızlandırılmakta ve yeni bir parti

üretim için hammadde satın alma süreci de öne alınmaktadır. Satıcılara ödeme vadeleri dolduğunda firma stokları ya da mamul maddeyi hala depolarında tutuyorsa satıcılara ödemelerde de problemle karşılaşır. Bu durum müşteri ödemeleri açısından da irdelenebilir. Müşteriler ödemeleri zamanında yapamazsa satıcılara ödemelerde yine problem yaşanır ve işletmenin maliyetleri artar (Sevil vd., 2013: 11-12).

1.2.5. Çalışma Sermayesi Finansman Politikaları

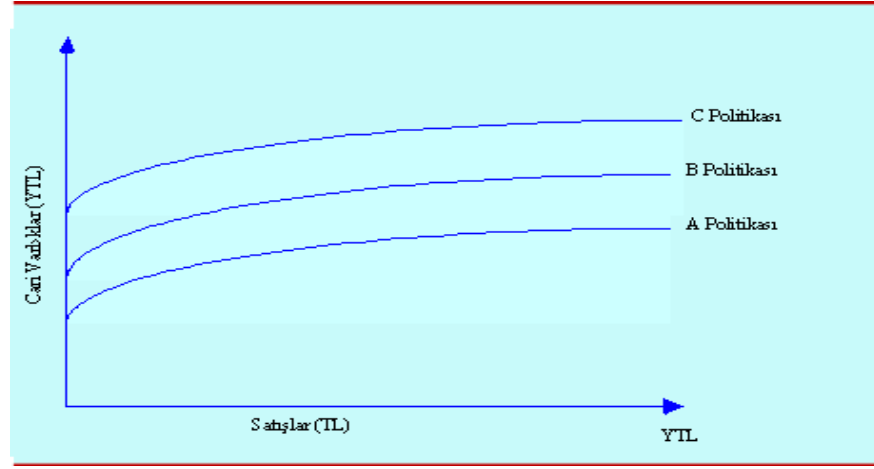
Çalışma sermayesinin düzeyi belirlenirken cari borçların miktarlarının belirlenmesi, likidite ile borçların vadelerine ilişkin kararların verilmesi gerekir. Bu kararlar risk ve kârlılık analizi yapılarak verilebilir. İşletme riskinin değerlendirilmesi için likidite analizi yapılmalıdır. Likiditenin iki boyutlu olduğu ifade edilmektedir. Birincisi varlığın paraya dönüşmesi için gereken süre, ikincisi varlığın nakde dönüştüğündeki değeri ve bu değer belirlidir. Örneğin duran varlıklara yapılan yatırım genelde pazarlanabilir senetlere yapılan yatırımdan daha az likittir. Çünkü bir makinenin satışı pazarlanabilir senetlerin satışından daha uzun sürede gerçekleştirilebilecektir. Ayrıca makinenin satış değerinin belirlenmesi de pazarlanabilir menkul kıymetlerin satış değerinin belirlenmesinden çok daha zordur (Aydın vd., 2010: 195-209).

İşletmelerin sahip oldukları varlıklar ne kadar kısa sürede ve değerinden fazla bir sapma göstermeden paraya dönüştürülebiliyorsa o oranda likittir. Dolayısıyla hazır değerler, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar duran varlıklara göre daha likittir. Dönen varlık kalemlerinin de likidite derecesi farklılık gösterir. En likit dönen varlık kalemleri nakit ve menkul kıymetlerdir. Bilançoda varlık kalemleri likidite derecelerine göre sıralanmıştır. Dönen varlıklardan duran varlıklara doğru likidite azalmakta, buna karşın kârlılık artmaktadır. Sermaye yapısında ise kısa süreli kaynakların kârlılığı (kısa vadeli borç faiz oranının uzun vadeli borca göre daha düşük olduğunda) yüksek olup, uzun vadeli kaynaklara göre finansal riski daha fazladır. Dolayısıyla dönen varlıklar içinde likit varlıkların oranı arttıkça işletmenin hem riski hem de kârlılığı azalmaktadır (Aydın vd., 2010: 195-209).

İşletmeler yukarıda bahsi geçen değişkenleri dikkate alarak temelde 3 değişik çalışma sermayesi finansman politikası takip ederler. Atak çalışma sermayesi

politikasında dönen varlıklara daha az yatırım yapılarak likidite düşük tutulur ve risk düzeyi artırılarak varlıklar oluşturulur. İhtiyatlı çalışma sermayesi politikasında ise dönen varlıklara daha fazla yatırım yapılarak likidite yüksek tutulur ve risk azaltılarak varlıklar oluşturulur. Dengeli veya ılımlı politikada ise likidite ve risk düzeyi arasında bir denge oluşturma çabasıyla varlık profili oluşturulur. Aşağıdaki grafikte A politikası atak, B politikası ılımlı (dengeli), C politikası ise ihtiyatlı (tutucu) politikayı temsil etmektedir (Aydın vd., 2010: 195-209).

Şekil 1: Alternatif Çalışma Sermayesi Politikaları



Atak bir politikayla toplam varlıkların kârlılığı maksimum düzeyde iken, ihtiyatlı politika ile bu durum tersine dönmektedir. Aynı zamanda atak politikada net çalışma sermayesi ihtiyatlı politikaya oranla daha azdır. Finansal yükümlülükleri yerine getirmede işletmenin gücünü ölçen cari oran atak politikada en düşük seviyede iken tutucu politikada en yüksek seviyededir (Aydın vd., 2010: 195-209).

Tablo 1: Çalışma Sermayesi Politikalarının Risk ve Kârlılık Göstergeleri Üzerindeki Etkisi

	Atak	İlmlı	İhtiyatlı
Dönen Varlıklar (DV)	35	40	45
Duran Varlıklar	30	30	30
Toplam Varlıklar (TV)	65	70	75
Kısa Vadeli Borçlar (KVB)	20	20	20
Tahmini Satışlar	100	100	100
Toplam Varlıklar Üz. Bek. Kâr (FVÖG/TV)	%15,38	%14,29	%13,33
Net Çalışma Sermayesi (DV-KVB)	15	20	25
Cari Oran (DV/KVB)	1,75	2	2,25

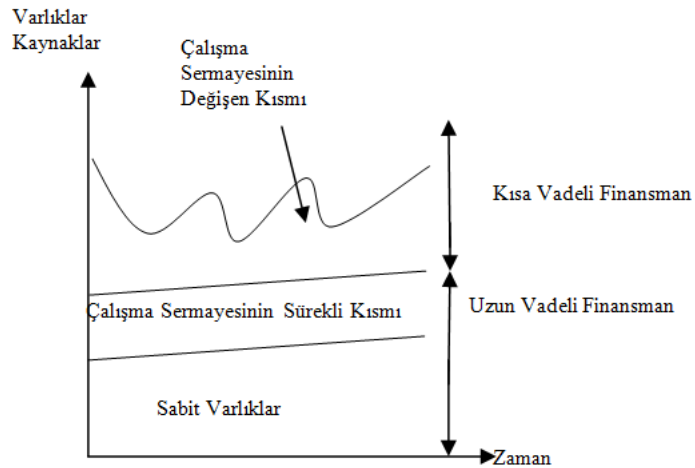
Yapılan çalışmalarda genellikle uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarından daha yüksek olduğu görülmüştür. Diğer taraftan uzun vadeli borçlanmada kısa vadeli borçlanmaya göre esnekliğin azalması nedeniyle efektif maliyet daha da yükselebilecektir. Uzun vadeli borcu olan bir işletme, mevsimsel ya da konjonktürel daralmalarda fona ihtiyacı olmasa bile faiz giderlerine katlanmak zorundadır. Kısaca uzun vadeli borcun maliyeti genellikle kısa vadeli borcun maliyetinden daha fazladır (Aydın vd., 2010: 195-209).

Bir işletmenin finansman ihtiyacı, dönen ve duran varlıkların toplamına eşittir. Dönen varlıklar ise sabit dönen varlık ve dalgalanan dönen varlık olarak ayrılabilir. Dönen varlıkların dalgalanma gösteren kısmı, işletme satışlarının mevsimsel ya da konjoktürel yapısından etkilenir. Birçok işletmenin alacakları ve stokları yılın belirli dönemlerinde en yüksek veya en düşük noktaya ulaşır. Buna karşın dönen varlıkların sabit kısmını ise işletmenin uzunca bir süre ihtiyacını karşılayabilecek nakit ve envanter olarak bulundurulması gereken miktar oluşturur (Aydın vd., 2010: 195-209).

1.2.5.1. Tutucu (İhtiyatlı) finansman politikası

Bu yaklaşımda çalışma sermayesinin dalgalanan kısmı kısa vadeli, çalışma sermayesinin sürekli kısmı ve duran varlıklar uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmektedir. Geleneksel finansman kuralına en uygun yaklaşım budur. Bu yaklaşımda risk ve kârlılık en aza inmektedir. Maliyetler ise en yüksektir.

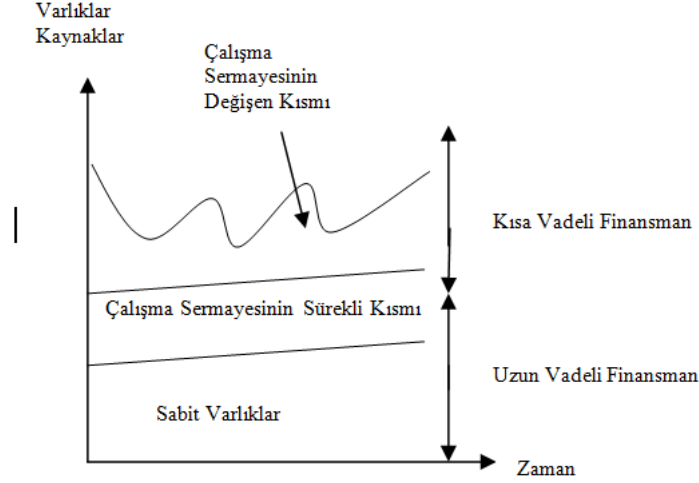
Şekil 2: İhtiyatlı finansman politikası



1.2.5.2. İlimli (dengeli) finansman politikası

Bu yaklaşımda çalışma sermayesinin sürekli kısmının bir bölümü de kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmektedir. Risk alma bakımından orta yol olarak ifade edilebilir.

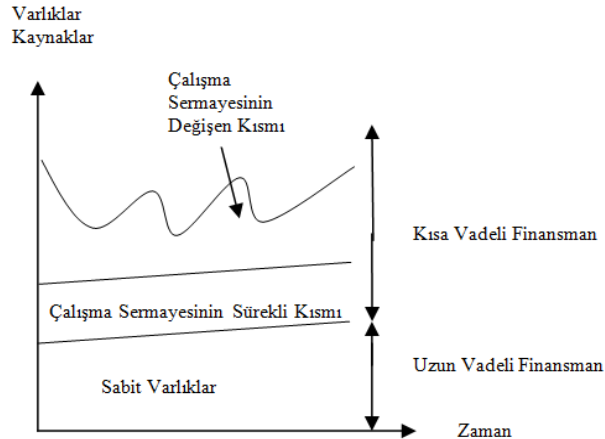
Şekil 3: İlimli finansman politikası



1.2.5.3. Atak (saldırgan) finansman politikası

Bu yaklaşımda ise çalışma sermayesinin tümü kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmektedir. Riskin ve kârın en fazla olduğu finansman seçeneği budur. Teorik olarak maliyetin de en düşük olması gerekir. Ancak ülkemizde kısa vadeli kredilerin temin edileceği ticaret bankaları, bu kredileri oldukça pahalı hale getirmektedir. Bu nedenle bu yaklaşımın maliyeti en düşük hale getirmesi her zaman mümkün olmamaktadır. Bu seçenekte kısa vadeli kredilerin yenilenme sorunu ortaya çıkabilir.

Şekil 4: Atak finansman politikası



Tablo 2: Alternatif Finanslama Politikalarının Finansal Veriler Üzerindeki Etkisi

	Atak	İlmlı	İhtiyatlı
	KVB Oranı Fazla	KVB Oranı Orta	KVB Oranı Az
Dönen Varlıklar	40	40	40
Duran Varlıklar	30	30	30
Toplam Varlıklar	70	70	70
Kısa Vadeli Borçlar (KVB, Faiz %8)	30	20	10
Uzun Vadeli Borçlar (UVB, Faiz %10)	12	22	32
Toplam Borçlar	42	42	42
Özsermaye	28	28	28
Toplam Borç ve Özsermaye	70	70	70
Tahmini Satışlar	100	100	100
Beklenen FVÖG	10	10	10
- Faiz %8 (KVB)	2,4	1,6	0,8
- Faiz %10 (UVB)	1,2	2,2	3,2
Vergilendirilebilir Gelir	6,4	6,2	6,0
- Vergi (%50)	3,2	3,1	3,0
Vergi Sonrası Net Gelir	3,2	3,1	3,0
Özsermayeden Beklenen Kâr	%11,43	%11,07	%10,71
Net Çalışma Sermayesi Durumu	10	20	30
Cari Oran	1,33	2,0	4,0

Tutucu politikada daha fazla uzun vadeli borç ve sermaye toplamı kullanıldığı için kısa vadeli borcun ağırlığı nispeten azdır. Bu durum işletmenin borcunu yenileyememe riskini düşürürken aynı zamanda faiz oranlarının dalgalanmasından kaynaklanan risk de azalacaktır. Buna karşılık uzun vadeli borç daha fazla olduğu ve uzun vadeli borcun maliyeti de daha yüksek olduğu için kârlılık da düşecektir. Kârlılık açısından atak finansal planlamada hissedarların beklenen kârlılığı en yüksek düzeydedir. Özetlenecek olursa kısa vadeli borçlanma oranı arttıkça kârlılık ve risk de artacaktır (Aydın vd., 2010: 195-209).

1.3. Finansal Krizlerin Çalışma Sermayesine Etkileri

2008 yılındaki finansal performans incelendiğinde çalışma sermayesinin krizden önemli derecede etkilendiği görülür. Ancak krizin etkileri çalışma sermayesi ile sınırlı değildir. Azalan talep müşterilerin ödemede gecikmesi veya ödeyememesi zincir satış mağazalarının satış performanslarındaki azalma ya da başarısızlıkları birçok işletmenin

finansal tablolarını olumsuz etkilemiştir. Böylece alacaklarını tahsil etmede zorlanan firmaların borç ödemedeki likit kaynak sorunu yaşadıkları anlaşılmaktadır. Bu zor durumu aşmada temel görev işletmelerin finans yöneticilerine düşmektedir. Finansman politikalarının değiştirilerek, ödeme ve tahsilât alışkanlıklarının yeniden yapılandırılması, böylece şirketin gelir ve büyüme hedeflerinin yeniden oluşturulması gerekir. Kısaca, çalışma sermayesinin kapsamlı bir yaklaşım ile irdelenerek, fonlama maliyetlerinin azaltılması, nakit akım sürecinin hızlandırılması ve işletmenin ödemeler sisteminin tekrar eski pozisyonuna getirilmesi gerekir. Çalışma sermayesi yönetiminde nakit yönetimine özel önem verilmesi, işletmede gereksiz atıl fona yer verilmeyen politikanın izlenmesi önemlidir. Döviz, pay senetleri ve vadeli işlem pozisyonu olan işletmelerin belirsizliklere karşı korunma (hedge) amaçlı işlem yapmaları; günlük nakit harcamalarını aksatmadan aynı zamanda dönemsel nakit planları yapmaları gerekir. Özellikle finansal dalgalanmaların olduğu dönemlerde işletmelerin çalışma sermayesi planlamalarının iyi yapılmış olması önem kazanır (Sevil ve Başar, 2012: 186-188).

Çalışma sermayesinin yönetiminde işletmelerin bütçe alışkanlığı oluşturması, nakit bütçesi ve likidite planları ile dönemsel likidite açıklarından ve fazlarından kaçınmaları gerekir. Türkiye’de ihracata yönelmiş firmaların nakit finansmanında alternatif finansman kaynaklarından yararlanmaları mümkündür. Bu amaçla Eximbank kaynaklarından ve prefinansmandan yararlanılabilir. Çalışma sermayesinin geliştirilmesi işletmenin finans, pazarlama, muhasebe ve üretim departmanları arasında koordinasyonu da dikkate almalıdır. Bir işletme içinde sıfır ile en yüksek seviye arasında sürekli nakit akışı gerçekleşir. Nakit akışının bağımsız ölçülmesi ve değerlendirilmesi “benchmarking”(kıstas) kullanılarak en erken ve en genç ödeme zamanlarını belirlemesi, işletmede kullanılacak kısa, orta, uzun vadeli kaynakların yeterliliğini de kendiliğinden sağlar. Kaynaklar arasında vade açısından geçici transferler işletmenin toplam kaynak ihtiyacını azaltır, çalışma sermayesi yönetimini etkinleştirir. Pazar şartları sürekli değişirken işletmelerin ayakta kalmaları için sektör ortalaması yerine en iyi performans sağlamış bir firmayı kendine örnek alması pazar dalgalanmalarına karşı korurken, likit fonları sayesinde de yeni fırsatları değerlendirmelerine olanak verir. Son finansal krizde ortaya çıkan likidite dar boğazı düşük likidite ile çalışan firmaların olumsuz etkilendiğini göstermiştir. Yeni kısa vadeli kaynak arayışındaki firmalar yüksek maliyetlerle karşılaştıkları bilinmektedir. Kriz

öncesi işletmeler daha çok tahsilâtı artırarak çalışma sermayesi geliştirmek isterken, kriz süresince ve sonrasında borç ödemeleri önem kazanmıştır. Satıcılarla likiditeyi artırıcı görüşmelerde yüksek risklerle karşılaşmıştır. Bu da çalışma sermayesinin maliyetini arttırmıştır (Sevil ve Başar, 2012: 186-188).

Kriz zamanlarında artan sistematik riskler firmaların ticari kredi kullandırmada isteksiz davranmalarına neden olabilir. Ancak, dış finansman bulmada yaşanan sorunlar ticari kredi kullanımını arttırıcı bir etki de yapabilir. Ticari borç bulmada sıkıntı yaşayan işletmeler ayrıca finansman kurumlarının da fon sağlama da isteksizliğiyle mal alışlarını ve tuttıkları stok miktarını azaltmak zorunda kalabilirler. İşletmeler nakit varlıklarını yatırımlara yönlendirmek istememeleri ve geleceğin belirsiz olması nedeniyle kriz dönemlerinde bulundukları nakit miktarlarını arttırabilirler (Sevil ve Başar, 2012: 191).

1.4. Muhasebe Standartlarının Çalışma Sermayesi Unsurlarına Etkileri

Ülkeler arasındaki muhasebe uygulamalarındaki farklılıkları ortadan kaldırarak ortak bir muhasebe dili oluşturmak amacıyla Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları (UMS/UFRS) oluşturulmuştur. Ülkemizde de Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) bu standartların İngilizce metinlerini çevirerek Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları (TMS/TFRS) seti olarak yayımlamıştır (Karğın ve Aktaş, 2011: 3).

1.4.1. Standartların Nakit Akış Tablosuna Etkisi

TMS 1: “Finansal Tabloların Sunuluşu” standardına göre, finansal durum tablosu (bilanço), kapsamlı gelir tablosu ve öz kaynak değişim tablosu ile birlikte nakit akış tablosu, işletmelerin hazırlamak zorunda olduğu finansal tablolar setinin bir parçasıdır. Nakit akış tablosunun hazırlanmasına ilişkin hususlar, ayrı bir standart olarak “TMS 7: Nakit Akış Tabloları” standardında düzenlenmiştir.

TMS 7’ye göre “Finansal tablo kullanıcıları, işletmenin nakit ve nakit benzeri varlıklarını nasıl oluşturduğu ve nasıl kullandığı ile ilgilenmektedirler. Bu ilgi, finansal kurumlarda olduğu gibi işletmenin doğasından kaynaklanan faaliyetlerinden veya

nakdin işletmenin urunu gibi görülmesinden bağımsızdır. İşletmeler kâr etmek amacıyla farklı faaliyetlerde bulunmalarına karşın, özünde faaliyetlerine devam etmek, yükümlülüklerini yerine getirmek ve yatırımcılarına getiri sağlamak gibi benzer nedenlerle nakde ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle, tüm İşletmelerin nakit akış tablosu hazırlamaları zorunludur”.

Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği”ne (MSUGT) göre hazırlanan nakit akış tablosunda, nakit akışları hangi faaliyetlerle ilişkili olduğuna bakılmadan, dönem içi nakit girişleri ve dönem içi nakit çıkışları şeklinde düzenlenmektedir. Buna göre nakit akış tablosunun yapısı aşağıdaki gibidir:

(+) Dönem başı nakit mevcudu XXX
(+) Dönem içi nakit girişleri XXX
(-) Dönem içi nakit çıkışları (XXX)
Dönem sonu nakit mevcudu XXX

TMS 7’ye göre ise, nakit akışları faaliyet türlerine dayalı olarak işletme faaliyetleri, yatırım faaliyetleri ve finansman faaliyetleri şeklinde raporlanmaktadır. İşletme faaliyetleri, bir işletmenin ana gelir getirici faaliyetleri ile yatırım ve finansman faaliyeti olmayan diğer faaliyetlerini kapsamaktadır. Yatırım faaliyetleri, uzun vadeli varlıkların ve nakit benzerleri içerisinde yer almayan diğer yatırımların elde edilmesi ve elden çıkarılmasına ilişkin faaliyetleri içermektedir. Finansman faaliyetleri ise, öz kaynaklar (öz sermaye) ile yabancı kaynakların (borçlanmaların) yapısında ve tutarında değişiklik meydana getiren faaliyetleri ifade etmektedir (Kargın ve Aktaş, 2011: 4).

1.4.2. Stoklar Muhasebe Standardı

Bu standardın amacı; bilançonun varlıklar bölümünde yer alan “Stokların” muhasebe işlemlerini açıklamaktır. Stokların muhasebeleştirilmesindeki temel sorun, stokların bir varlık olarak muhasebeleştirilmesinde, kullanılmasında ve elden çıkarılmasında gerçekleşen gelirler ile karşılaştırılacak olan ilgili maliyetin belirlenmesidir. Bu standart;

- a) stok maliyetlerinin nasıl saptanacağını,
- b) stok maliyetinin içeriğinin nelerden oluştuğunu,
- c) stok maliyetinin gidere nasıl dönüşeceğini,

d) stoklar için uygulanacak değerleme yöntemini ve
e) stoklarla ilgili değerleme sonuçlarının finansal tablolarla nasıl ilişkilendirilerek raporlanacağını açıklamaktadır.

Bu standardın “değerleme” hükümleri aşağıda belirtilen stoklar için kullanılmaz:

a) tarım ve orman ürünleri,
b) hasat dönemi sonrası tarımsal ürünler,
c) mineral ve mineral ürünler üreticilerinin elinde bulundurdukları stoklarda,
d) stoklarını “gerçeğe uygun” değerlerinden “satış giderlerini” düşerek saptayan aracılardan elinde bulundurdukları stoklar ki; bu stoklar, yakın gelecekte satma amacı ya da fiyatlardaki iniş çıkışlardan kâr elde etme ya da aracılık kârı doğurmak amacıyla edinilen stoklardır. Bu standardın “değerleme” hükümleri de dâhil olmak üzere bütün hükümlerinin kapsamına giren stoklar ise aşağıdaki stoklardır;

a) Olağan işletme faaliyetleri kapsamında satılmak amacıyla alınan “Ticari Mal Stokları”,
b) İlk madde ve malzeme stokları,
c) Yarı mamuller,
d) Mamul stokları,
e) Hizmet işletmelerinde işletmenin henüz ilgili geliri elde etmediği hizmetin maliyeti (Demir, 2009: 89-110).

1.4.3. Muhasebe Standartlarına Göre Stok Maliyetleri

Ülkemiz mevcut muhasebe uygulamaları ile muhasebe standartları arasında mal alışları ve satışlarında stokların maliyetinin izlenmesi hususunda farklar bulunmaktadır. Bu farklar özellikle de satışın muhasebe kayıtlarına geçirilmesinde hasılat kaleminde farklılığa neden olmaktadır.

İşletmelerin mal alışlarını çeşitli sebeplerle peşin yapmak yerine vadeli yapmayı seçmeleri durumunda kendilerine tanınan ek süre karşılığında bir bedel ödemek zorunda kalmaktadırlar. Bu ek bedele vade farkı denmektedir. Bu bedel, ülkemiz muhasebe uygulamalarında satın alınan malın maliyet bedeline ilave edilip aktifleştirilerek muhasebeleştirilir. Ancak Türkiye Muhasebe Standartları'nın konuya ilişkin düzenlemeleri uyarınca söz konusu bedel, satın alınan malın maliyet bedeline ilave edilemez, bunun yerine “ertelenmiş (gerçekleşmemiş) ticari borçlar vade farkı”

hesabının borcuna kaydedilir. Söz konusu faiz tahakkuk ettikçe tahakkuk eden tutar finansman gideri hesabının borcuna, ertelenmiş ticari borçlar vade farkı hesabının alacağına kaydedilir. Böylece vade sonunda ertelenmiş ticari borçlar vade farkı hesabı söz konusu satın alma işlemine ilişkin bakiye vermez, hesap kapanır. Satın alma işlemine ilişkin ödenen KDV ise toplam ödenecek tutar üzerinden hesaplanır. Mevcut tekdüzen hesap planında 325 Ertelenmiş Ticari Borçlar Vade Farkı hesabı bulunmamasıyla birlikte bazı işletmeler, vadeli alışlarında katlanmak zorunda oldukları vade farkını mevcut tekdüzen hesap planında boş bırakılan 325 kodlu hesapta takip edebilmektedir. Bu hesap ise pasifi düzenleyen, negatif pasif karakterli bir hesaptır. Bu nedenle bilançoda pasifte “eksi” olarak gösterilir.

İşletmeler, mal alışlarında olduğu gibi mal satışlarını da çeşitli nedenlerle peşin yerine vadeli yapmayı tercih edebilirler. Bu durumda müşterilerine tanıdıkları ek süre karşılığında “vade farkı” adı altında bir bedel talep ederler. İşletmelerin talep ettikleri bu bedel, Türkiye muhasebe uygulamalarında satılan mallardan elde edilen gelirin bir parçası olarak muhasebeleştirilir. Ancak Türkiye Muhasebe Standartları’nın konuya ilişkin düzenlemeleri uyarınca söz konusu bedel, satılan mallardan elde edilen gelirin bir parçası olarak muhasebeleştirilemez; bunun yerine “Ertelenmiş (Gerçekleşmemiş) Vade Farkı Gelirleri” alt hesabının alacağına kaydedilir. Söz konusu faiz tahakkuk ettikçe (gerçekleştikçe) tahakkuk eden tutar “Faiz Geliri” hesabının alacağına, “Ertelenmiş Vade Farkı Gelirleri” alt hesabının borcuna kaydedilir. Böylece vade sonunda “Ertelenmiş Vade Farkı Gelirleri” alt hesabı, söz konusu satın alma işlemine ilişkin bakiye vermez ve hesap kapanır. Satın alma işlemine ilişkin tahsil edilen KDV ise toplam tahsil edilecek tutar üzerinden hesaplanır. Mevcut Tekdüzen Hesap Planında “Ertelenmiş Vade Farkı Geliri” hesabı bulunmamaktadır. İşletmenin mallarını senetli ve senetsiz vadeli satması durumunda müşterilerden talep edilen vade farkları, Türkiye Muhasebe Standartları hükümleri uyarınca satılan mallardan elde edilen satış gelirinin bir parçası olarak muhasebeleştirilemez. Türkiye Muhasebe Standartları hükümleri uyarınca muhasebeleştirilmesi durumunda “Yurtiçi Satışlar” hesabı, malın peşin satış fiyatı kadar, “Ertelenmiş Ticari Alacaklar Vade Farkı” hesabı tahsil edilecek vade farkı kadar, “Hesaplanan KDV” hesabı ise toplam tahsil edilecek tutar üzerinden hesaplanan tutar kadar alacaklandırılır (Banar ve Ekergil, 2013: 165).

TMS 2 ve 23 gereğince vade farkları ve finansman giderlerinin stok maliyetinin unsurları olarak dikkate alınmamaları (Örten, Kaval ve Karapınar, 2010, s.42), VUK'a göre tamamı stok maliyetine dahil edilen genel üretim giderlerinin sabit kısımları, kullanılan kapasite ile orantılı olarak stok maliyetine dahil edilip, kalanının dönem giderlerine aktarılması, stokların değerlendirme gününde maliyet yada net gerçekleşebilir değerinden düşüğü ile değerlendirilmesi gibi nedenlerden ötürü bilançolarda stok tutarlarının daha düşük görünmesine yol açmakta, bu durum cari oranı düşürürken, stok devir hızını ve kârlılığını azaltıp, özkaynağı düşürdüğü için borçlanma oranını yükseltmektedir. TMS 2'ye göre ise hizmet üreten işletmeler hizmetlerini stoklayabileceklerinden finansal tablolarında stok değerleri ve dolayısı ile cari oranları yükselecektir. Canlı varlıkların gerçeğe uygun değeriyle gösterilmesi durumunda, bu değer maliyetten yüksek olduğu sürece cari oran ve aradaki farklar kâr/zarara yansıtılacağı için- kârlılık oranları olumlu etkilenecektir (Balçı, 2012: 4687-4707).

1.4.3.1. Stok Maliyetini Oluşturan Unsurlar

İşletmeler açısından, TMS 2 kapsamında stokların maliyetini oluşturan hususlar aşağıdaki gibidir;

a) Tüm satın alma maliyetleri: Satın alma fiyatı, ithalat vergileri ve diğer gider niteliğindeki vergiler (KDV hariç) ve nakliye, yükleme boşaltma maliyetleri ile mamul, malzeme ve hizmetlerin elde edilmesiyle doğrudan bağlantısı kurulabilen diğer maliyetlerden oluşur. Ticari iskontolar ve benzeri diğer indirimler, satın alma maliyetinin belirlenmesinde indirim konusu yapılır.

b) Dönüştürme maliyetleri: Stokların dönüştürme maliyetleri normal maliyetten oluşur. Diğer bir deyişle, normal kapasite kullanımına göre hesaplanan maliyetlerden oluşur. Tam kapasite ile normal kapasite arasındaki fark, kullanılmayan (atıl) kapasiteyi oluşturur. Bu kapsamdaki maliyet unsurları ise;

- Direkt İşçilik Giderleri
- Değişken Genel Üretim Giderleri ve
- Normal kapasite kullanımına düşen Sabit Genel Üretim Giderlerinden oluşmaktadır.

Dolayısıyla, "Tam Maliyet" yaklaşımından tek farkı, "Kullanılmayan Kapasiteye Düşen Sabit Genel Üretim Giderlerini" kapsamıyor olmasıdır. Kapsam dışında tutulan "Kullanılmayan Kapasiteye Düşen Sabit Genel Üretim Giderleri" dönemin üretim maliyetleri ile ilişkilendirilmeksizin döneme doğrudan "Gider" yazılıp dönemin Gelir

Tablosu ile ilişkilendirilir. Bu giderler Gelir Tablosunda “Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları” başlığında raporlanır. Bu durumda, imalat işletmelerinin üretim maliyetlerini öncelikle;

- değişken üretim giderleri
- sabit üretim giderleri olarak sınıflamaları ve bunun için gerekli alt yapı kurmaları gerekmektedir. Sabit üretim giderlerinin de “normal kapasite kullanımına” düşen kısmını ayrıca hesaplayabilmeleri için de “normal kapasite kullanım oranlarını” saptamaları gerekmektedir.

c) Stokların mevcut durumuna veya konumuna getirilmesi için katlanılan diğer maliyetler: Satın alma ve dönüştürme maliyetleri dışındaki bir maliyet unsurunun (örneğin genel yönetim giderinin) stokların maliyetine eklenebilmesi ancak stokları mevcut konum ve durumuna getirdikleri ölçüde söz konusu olabilmektedir. Burada da muhasebenin temel kavramlarından olan “Özün Önceliği Kavramı” gereği bir gider veya maliyet belirli bir stokla ilişkilendirilebildiğinde (örneğin özel bir müşteri siparişine ilişkin ürün tasarımı ve geliştirme maliyeti gibi) stokların maliyetine eklenebilir. Aksi durumda satın alma ve dönüştürme maliyetleri dışındaki gider ve maliyet kalemleri stok maliyetleri ile ilişkilendirilmeksizin döneme doğrudan gider yazılmalıdır. “Hizmet İşletmeleri” açısından stok maliyeti TMS 2 kapsamında aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

a) Hizmet işletmeleri sundukları (tahakkuk eden) hizmetlerin gelirleri ile giderlerini “Dönemsellik Kavramı” gereği aynı faaliyet döneminde gelir tablosu ile ilişkilendirmelidirler. Dönemsellik ilkesi çerçevesinde, eğer verilen bir hizmete ilişkin gelir unsuru dönem sonu itibarıyla dönemin gelir tablosu ile ilişkilendirilmemiş yani döneme gelir olarak kaydedilmemiş ise; söz konusu hizmetin üretilmesine ilişkin maliyet unsurlarının da dönemin gelir tablosu ile ilişkilendirilmemesi yani döneme gider olarak yazılmaması gerekir. Dolayısıyla, verilen hizmetle ilgili hasılatın mali tablolarına gelir olarak yansıtılmadığı durumlarda ilgili giderler “stok hesabına” yansıtılmalıdır.

b) Stok hesabı ile ilişkilendirilecek olan hizmet üretim maliyeti unsurları ise; hizmetin sunulmasında doğrudan görev alan personelin işçilik ücretleri ve diğer maliyetleri ile bunlarla ilişkili olabilecek genel giderlerden oluşur.

c) Satış ve genel yönetim ile ilgili personelin işçilik ücretleri ve bunlarla ilgili diğer giderleri, hizmetin maliyetine dâhil edilmez.

d) Hizmet sunan bir işletmenin stoklarının maliyeti, kâr marjını veya işletmeler tarafından fiyatlara dâhil edilen üretimle ilgili olmayan maliyetleri içermez (Demir, 2009: 89-110).

1.4.3.2. Stok Maliyetine Dâhil Edilmeyecek Olan Unsurlar

Stokların maliyetine alınacak unsurların neler olacağı konusuna geçmeden önce standardın getirdiği en önemli unsurlardan birini bu noktada belirtmek gerekir ki; o da “Özellikli Stok” ve “Özellikli Hizmet” kavramıdır. “Özellikli Stok” kavramı; “özellikli varlık niteliğinde olan ve satılabilir duruma getirilmesi uzun bir süreyi gerektiren stokları ifade etmektedir. “Özellikli Hizmet” kavramı ise; verilen hizmetle ilgili hasılatın mali tablolara gelir olarak yansıtılmadığı durumlarda ilgili hizmetin oluşumu ile ilgili giderlerin stok olarak kayıtlara alınması hususudur. Aşağıda belirtilen unsurlar stokların maliyetine alınmayacak olup döneme doğrudan gider yazılmalıdır:

- a) Anormal Fireler: Normalin üstünde gerçekleşen ilk madde ve malzeme, direkt işçilik ve genel üretim fire ve kayıplarının maliyeti.
- b) Depolama maliyetleri: Bir sonraki üretim aşaması için zorunlu olanlar dışındaki depolama maliyetleri döneme doğrudan gider yazılır.
- c) Satış giderleri: Satış giderleri döneme doğrudan gider yazılmak üzere “Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri” içerisinde raporlanır.
- d) Genel Yönetim Giderleri: Stokların bulunduğu konum ve duruma gelmesinde katkısı olanlar hariç diğer bütün genel yönetim giderleri döneme doğrudan gider yazılır.
- e) Borçlanma Maliyetleri: TMS 23 kapsamında, “özellikli varlık niteliğinde olan ve satılabilir duruma getirilmesi uzun bir süreyi gerektiren stoklar için katlanılan borçlanma maliyetleri” hariç olmak üzere stoklarla ilgili borçlanma maliyetleri döneme doğrudan gider yazılmalıdır. Dolayısıyla, faiz ve kur farkları stok maliyetine eklenmez. Ancak, özellikli stoklara ait borçlanma (faiz ve kur farkları) maliyetleri söz konusu özellikli stokun maliyetine yansıtılmalıdır.
- f) Peşin Alım Fiyatı ile Vadeli Alım Fiyatı Arasındaki Farklar: Vadeli alışlarda, peşin fiyatı ile vadeli alım fiyatı arasındaki fark için ödenen tutar bir finansman maliyetidir ve malın alış maliyetine eklenmeksizin döneme doğrudan gider yazılmalıdır. Dolayısıyla, vadeli alışlarda, alış fiyatı içinde vade farkı da bulunuyorsa, alış faturasında malın peşin fiyatının ve vade farkının ayrı ayrı belirtilmesi hem alıcı hem de satıcı için işlemlerin muhasebeleştirilmesini kolaylaştırıcı bir uygulama olacaktır. Çünkü satıcı açısından

faturada ayrıca belirtilen vade farkının da “TMS 18 Hasılat” standardı kapsamında “faiz geliri” olarak raporlanması gerekmektedir (Demir, 2009: 89-110).

1.4.3.3. Stoklar Standardı Kapsamında Hizmet Maliyetleri

Hizmet sektöründe satın alınan unsur, bir nesnenin veya sistemin bizzat kendisi değil onun gördüğü işlemdir. Hizmet sektöründe faaliyet gösteren işletme türleri şu ana başlıklar altında toplanabilir;

- Ulaştırma hizmetleri (hava, kara, v.b.),
- Haberleşme hizmetleri (telefon, internet, v.b.),
- Dağıtım hizmetleri (kargo, posta, v.b.),
- Kamu hizmetleri (savunma, belediye hizmetleri, v.b.),
- Finans hizmetleri (bankalar, aracı kurumlar, v.b.),
- Emlak hizmetleri,
- Turizm hizmetleri (oteller, restoranlar, v.b.),
- Medya hizmetleri (TV, radyo),
- Sağlık hizmetleri (hastaneler, tıbbi laboratuvarlar, v.b.),
- Kişisel hizmetler (berberler, v.b.),
- Mesleki uzmanlık hizmetleri (avukatlar, mali müşavirler, v.b.),
- Tamir ve bakım hizmetleri (araba tamircileri, v.b.),
- Eğitim hizmetleri (okullar, kreşler, v.b.).

Türkiye Muhasebe Standartları'nda 2 no'lu standart stoklara ilişkindir. Standardın 6. maddesi "Üretim sürecinde ya da hizmet sunumunda kullanılacak ilk madde ve malzemeler şeklinde bulunan varlıkları" da stok terimi kapsamına almıştır. 37. madde ile de "hizmet işletmesi stoklarının yarı mamul olarak tanımlanabileceği" söylenmiştir. Hizmet sunumu, üzerinde anlaşmaya varılmış sözleşmeye bağlı bir işin taraflarca belirlenmiş sürede işletme tarafından yapılmasını içermektedir. Hizmetler bir veya birden çok dönem içinde sunulabilir.

TMS – 2 Stoklar Standardının 19. Paragrafında hizmet işletmelerinde ortaya çıkan stok maliyetleri aşağıdaki gibi tanımlanmıştır: “Verilen hizmetle ilgili hasılatın mali tablolara gelir olarak yansıtılmadığı durumlarda ilgili giderler stok hesabına

yansıtılır. Hizmet sunan işletmelerde stokların maliyeti, esas olarak, kontrol işlemlerini yürüten personel dahil olmak üzere, hizmetin sunulmasında doğrudan görev alan personelin işçilik ücretleri ve diğer maliyetleri ile bunlarla ilişkili olabilecek genel giderleri içerir. Satış ve genel yönetim ile ilgili personelin işçilik ücretleri ve bunlarla ilgili diğer giderler, hizmetin maliyetine dâhil edilmez. Bu giderler, gerçekleştiği dönemde gider olarak mali tablolara alınır. Hizmet sunan bir işletmenin stoklarının maliyeti, kâr marjını veya işletmeler tarafından fiyatlara dâhil edilen üretimle ilgili olmayan maliyetleri içermez.” Hizmet işletmelerinde stok maliyetlerinin tanımlandığı bu paragraftaki hükümler dikkate alınarak şu tespitler yapılabilir:

- Standart, muhasebe standartlarının özüne uygun olarak dönemsellik kavramını ön plana çıkarmaktadır.
- Standart, hizmet üretim maliyetlerinin, gider olarak yansıtılmadığı durumlarda, stoklanabilir maliyet olarak gösterilmesini öngörür.
- Standart, hizmet üretimi dışındaki giderleri, dönem gideri olarak kabul eder.
- Standart, muhasebenin dönemsellik ilkesini de dikkate alarak mali tabloların gerçeğe uygun olarak hazırlanmasını benimsemiştir.

Bu durumda verilen hizmete ilişkin giderlerin, gelirin elde edildiği döneme kadar gider olarak dikkate alınamayacağını, dolayısıyla stoklarda izlenmesi gerektiğini belirtmektedir. Yine hizmet maliyeti açısından dolaylı giderlerin hizmet maliyetine dâhil edilmeden dönem giderlerine dâhil edilmesini öngörmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun XI-25 no.lu mali tablolar ve raporlamaya ilişkin standardının 147. maddesinde de TMS'nin 2 no'lu standardındaki aynı hükümler yer almaktadır. Dolayısıyla halka açık şirketlerin ticari kârının tespitinde bu hükümlere uyulması gerekmektedir. Aynı tebliğin 136. maddesi ise hizmet satışlarında hasılatın ne zaman gelir kaydedilmesi gerektiğini vergi yasalarından farklı ölçütlere bağlamıştır. Örneğin "işlemlerle ilgili ekonomik faydanın işletmeye akacağı muhtemel olması şartının sağlanması durumunda hasılatın mali tablolara alınması" gerekmektedir. Yine SPK mevzuatına göre "hizmet sunumu ile ilgili işlemlerin sonuçlarının güvenilir bir şekilde tahmin edilebildiği durumda, işlemlerle ilgili hasılat ilgili işlemin bilanço tarihindeki tamamlanma düzeyi dikkate alınarak mali tablolara alınmaktadır" (Kabataş ve Pamukçu, 2010: 191-199).

1.4.3.4. Stoklar Standardı Kapsamında Tam Maliyet ve Normal Maliyet

Stokların muhasebeleştirilmesindeki önemli husus, stokların bir cari varlık olarak muhasebeleştirilmesinde, kullanılmasında ve elden çıkarılmasında gerçekleşen gelirler ile katlanılacak olan fedakârlıkları oluşturan maliyetlerin belirlenmesidir. TMS 2 Standardına göre, üretim miktarının artması durumunda birim başına sabit giderler ve birim mamul maliyeti azalmaktadır. Ancak, üretim miktarının azalması halinde birim başına sabit giderlerdeki artış engellenmekte, maliyetlere yüklenmeyen farkın ise 680 Çalışmayan Kısım Giderleri Hesabına gider olarak kayıtlanması ve buradan da gelir tablosuna aktarılması gerekir. Tekdüzen Muhasebe Sistemindeki uygulamada ise, kullanılmayan kapasiteye isabet eden sabit giderler genellikle üretim maliyetlerine aktarılmaktadır.

TMS 2 stoklar Standardı maliyetlendirmede, normal maliyet yöntemini esas almaktadır. Çünkü, değişken genel üretim giderleri fiili üretime göre maliyetlere yüklenirken; sabit genel üretim giderleri, kapasiteye bağlı olarak dağıtılmaktadır. Ancak; fiili üretimin kapasiteye yakın olmadığı durumda, sabit genel üretim giderlerinin de değişken genel üretim giderleri gibi fiili üretim esas alınarak maliyetlere yüklenmesine, yani tam maliyet yönteminin uygulanmasına izin verilmiştir. Burada amaç, sabit ve değişken giderleri, sabit-değişken gider ayrımı yapma ihtiyacına da gerek bırakmaksızın, tek bir ölçüye yükleme kolaylığı yaratmaktır. Bu uygulama, normal maliyetin terk edilmesi anlamına gelmez. Çünkü fiili üretimin kapasiteye yakın olması, yani tam maliyetin normal maliyete yakın sonuç vermesi şartına bağlanmıştır.

Tam maliyet yönteminde, döneme ilişkin üretime ilişkin doğrudan ve dolaylı biçimde tüm maliyetleri mamul maliyetine aktarılmaktadır. Ayrıca, Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliği'ne göre, üretimin yapılması için zorunlu giderlerin üretimi yapılan birimlere dağıtılması doğal sayılmaktadır. Normal maliyet yönteminde ise, sabit genel üretim giderlerinin üretim kapasitesi yaratan giderler olduğu düşünülerek; bu giderlerin sadece dönem içinde kullanılan kapasiteye ait olan kısmının, üretilen ürünlerin maliyetine aktarılması ve kullanılmayan kapasiteye ait kısmın da dönem gideri olarak muhasebeleştirilmesi gerekir. Dolayısıyla, boş kapasiteye isabet eden genel üretim giderlerinin 680 Çalışmayan Kısım Giderleri hesaplarına gider kaydedilerek buradan gelir tablosuna aktarılması yapılır. Böylece, normal maliyet

yönteminde kullanılmayan kapasiteye bağılı olarak çalışmayan kısım gider ve zararları olması nedeniyle tam ve normal maliyete göre düzenlenen gelir tablolarında dönem net kârında farklılık söz konusu olacaktır. Dolayısıyla, işletmelerin kapasite bağılı olarak maliyete yansıtılmış oldukları sabit maliyetlerin hangilerinin o dönemin maliyeti içerisinde yer alacağıının belirlenmesi önem taşıyacağıından muhasebe meslek mensuplarının ve uygulamacıların söz konusu farklılığın analizini iyi yapmaları gerekir (Akgün, 2012: 229-246).

1.5. İşletmelerde Stokların Yönetimi, Değerlemesi ve Maliyet Faktörleri

Çalışma sermayesini oluşturan unsurlardan stoklar, paraya dönüşme hızı en düşük kalemlerden biridir. İşletmelerin dönen varlıkları içerisinde yer alan stoklar grubu, bir yıl veya normal faaliyet dönemi içerisinde paraya dönüşen veya paraya dönüşmesi öngörülen varlık kalemlerinden oluşur. Bu kalemler dönen varlıklar içinde şu başlıklarda ele alınır: İlk madde ve malzemeler (üretilecek mamulün temelini oluşturan ve üretim sürecinde tüketilecek stoklar), yarı mamuller (üretim sürecinde henüz tamamlanmamış stoklar), mamuller (üretim süreci sonunda satışa hazır stoklar), ticari mallar ve stok kalemlerinin hiç birinin kapsamına girmeyen yan ürün, artık ve hurda gibi kalemlerden oluşan diğer stoklar (Kiracı, 2009: 162).

Stoklar, işletmelerin ana faaliyet konularını yerine getirebilmeleri ve mevcudiyetlerini devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları vazgeçilmez unsurlardır. Bu nedenle faaliyet konuları her ne olursa olsun -ticaret, imalat- tüm işletmelerin finansal tabloları incelendiğinde stokların en önemli varlık kalemleri arasında yer aldığı görülmektedir. Ticaret işletmelerinin ana faaliyet konusu, bir imalat işletmesinden ya da başka bir ticaret işletmesinden almış oldukları malları uygun gördükleri oranda bir kâr ile diğer bir işletmeye ya da nihai müşteriye, başka bir ifade ile ihtiyaç sahiplerine satmaktır. Bu noktada söz konusu işletmeler için kritik karar, satış fiyatının istenen kârlılığa ulaşılacak şekilde belirlenmesidir. Satış fiyatının sağlıklı bir şekilde belirlenmesi ancak ve ancak satılacak malların işletmeye olan maliyetinin doğru bir şekilde ölçülmesi ile mümkün olmaktadır. Bu nedenle satın alınan malların maliyetine giren unsurların belirlenmesi ve söz konusu malların sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesi rekabetin oldukça acımasız ve hassas dengeler üzerine kurulmuş olduğu günümüz

koşullarında işletmeler açısından hiç olmadığı kadar büyük bir önem taşımaktadır (Banar ve Ekergil, 2013: 165).

Stoklar; en genel anlamıyla işletmelerin ana faaliyet konularını yerine getirebilmeleri için tüketmek, satmak ya da üretimde kullanmak amacı ile elinde bulundurduğu varlıklar olarak tanımlanmaktadır. Bu varlıklar tekdüzen hesap planında aşağıdaki hesap gruplarında izlenirler.

- 150 İlk Madde ve Malzeme
- 151 Yarı Mamuller Üretim
- 152 Mamuller
- 153 Ticari Mallar
- 157 Diğer Stoklar
- 158 Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)
- 159 Verilen Sipariş Avansları

Nakit ve alacaklar sabit para değerli unsurlar iken, stoklar sabit olmayan para değerli unsurlar olarak fiyat hareketlerinden etkilenirler. Stokların önemi, işletmenin faaliyet alanına göre değişmektedir. Elektrik ve finans işletmeleri gibi bazı işletmelerde üretilen mamullerin stoklanarak pazarlanması mümkün olmadığı için stok kalemi bulunmamaktadır. Ancak yukarıdaki gibi hizmet işletmelerinin stok kalemine ihtiyacı olmadığı tümüyle doğru kabul edilmemektedir. Bu tür işletmelerde mamul stokuna ihtiyaç duyulmaz, ancak hizmetin gerçekleştirilmesi için bazı girdilerin bulundurulması zorunluluğu bulunmaktadır. Örneğin elektrik üreten bir firmanın ürettiği mamulün stoku mümkün olmadığı için stok kalemi yoktur. Hâlbuki elektriğin üretiminde gerekli yakıt, su vb. malzemelerin üretime hazır olmaları için stoklara alınması gerekir. Tütün ve şarap işletmeleri gibi bazı işletmelerde ise stokların zorunlu olarak tutulmasının yanında özellikli stok olmaları nedeniyle belli bir süre bekletilmeleri gerekmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 367).

1.5.1. Stok Yönetimi

Nakdin, pazarlanabilir senetlerin, alacakların yönetiminin sorumluluğu daha belirgin ve tek merkezde toplanmıştır. Ancak stokların yönetiminde sorumluluk geniş

bir gruba yayılmaktadır. Satın alma bölümü, hammaddenin tedarik edilmesinden, üretim bölümü mamulün oluşturulması için üretim faktörlerinin bir araya getirilmesinden, pazarlama bölümü ise mamullerin müşteriler için hazırlanmasından sorumludur. Finans departmanı ise tüm yukarıda sayılan ilişkileri dikkate alarak stoklara yatırımdan sorumludur (Aksoy ve Yalçın, 2008: 367). İşte bu noktada işletme stoklarını yönetmek profesyonel yaklaşım gerektirir. Yüksek stok tutarları işletmeye önemli maliyetler getirirken, stok yetersizliği de müşterilere zamanında mal gönderememe nedeniyle müşteri kaybına yol açar. Burada temel nokta stokların müşterilere gönderilmeden önce ne kadar süre ile raflarda yer aldığıdır. Stok düzeyi genellikle işletmenin faaliyet gösterdiği sektöre bağlıdır. Örneğin taze sebze meyve satan bir işletme stoklarını üç dört günde bir, halı satıcısı ise birkaç ayda bir devredebilir. Alacak yönetiminde olduğu gibi firmanın stok düzeyinin belirlenmesi de işletme açısından bir yatırım kararı olarak değerlendirilmektedir. Finans yöneticisi, işletme açısından optimum stok miktarını belirlerken, firmanın pazar değerinin maksimum kılınması ilkesinden hareket etmektedir. Yetersiz stok bulundurmamak, işletmelerde olası üretim durması nedeniyle müşteri siparişlerinin karşılanamaması riskine yol açar. Yüksek miktarda stok bulundurmamak ise işletmenin bağladığı sermaye nedeniyle likiditesini olumsuz etkiler (Sevil ve Başar, 2012: 174).

Fiziki ve ekonomik değerini kaybeden stokların normal stoklardan ayrılması gerekir. Stoklar yangın, deprem, sel, fırtına gibi doğal afetle nedeniyle veya uygun koşullarda tutulmaması nedeniyle fiziki görünümünü değiştirerek değer kaybına uğrarlar. Stoklar aynı zamanda fiyatların düşmesi veya tüketici tercihlerinin değişmesi nedenleriyle de ekonomik değerlerinin bir bölümünü kaybedebilirler. Değer kaybına uğramış stoklar, nakit yaratma potansiyellerinin de bir kısmını kaybetmiş varlıklardır. Bu durumdaki stoklar için stok değer düşüklüğü karşılığının ayrılması gerekir (Aksoy ve Yalçın, 2008: 237-238).

Üretim işletmeleri belirli bir düzeyde hammadde ve yarı mamul stokuna gereksinim duyarlar. İşletmelerde, hammadde ve yarı mamullerin yanı sıra üretim sürecindeki mallar ve üretilmiş mallar da yer alır. Hizmet işletmeleri dışındaki tüm işletmeler stoklar üzerine çalışırlar. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde stoklara müşteri siparişlerini karşılamadan önce, spekülasyon amaçlı da yatırım

yapıldığı görülmektedir. Hammadde stokları işletmelere özellikle sipariş bazlı üretimde esneklik sağlar. Ancak stokların yükleme, boşaltma ve depolama maliyetlerinin artması halinde stoklara yapılan yatırımlar ekonomik olmaz. Alacakların yönetiminde olduğu gibi, stoklara yapılan eklemeler sonucunda sağlanan gelirler, ek stok bulundurma maliyetinden yüksek olduğu sürece stoklara yapılan yatırıma devam edilebilir (Sevil ve Başar, 2012: 174).

İşletmelerde stoklara yapılan yatırımları; üretim ya da satış hacmi, üretim süresi ve tekniği ile stoklanan malın bozulma olasılığı/süresi belirlemektedir. Stoklara yapılan yatırımlar yalnızca depolardaki mallara bağlanan sermayeden ibaret sayılamaz. Özellikle satın alma güçlükleri nedeniyle satıcılara avans ödemeleri ve yurtdışından getirilen mallar için açılan akreditifler de işletmelerin stoklara yaptığı yatırımlar arasında yer almaktadır. İşletmenin üretim tekniği, satın alma olanakları ve sahip olduğu depoların özelliği dikkate alınarak, stokların etkin bir biçimde kontrolü gerekmektedir. Stok kontrol sistemi, stokların işletmeye maliyetini minimum kılmaya çalışmaktadır.

Stokların üretim süresi, teslim süresi ve satış oranı uygulamada belirsizlik gösterir. Çalışma hayatında grevler, toplu olarak işten çıkarmalar, satıcıların mal göndermede gecikmeleri ve talepte beklenmeyen dalgalanmalar işletmelerin emniyet stoku bulundurmalarına yol açar. Stok bulundurma maliyetinin optimum kılınması açısından stok bulundurmama maliyeti ile taşıma maliyetleri arasında bir dengenin oluşturulması gerekmektedir. Firmada yeterli stok bulunmaması durumunda zarar ve fırsat maliyetleri gibi olumsuzluklar ortaya çıkmaktadır. Hammadde stok yetersizliği, satıcıların malı geç sevk etmelerinden ya da hammaddenin aşırı fiyat artışından kaynaklanmaktadır. Buna karşı tamamlanmış mal stoklarındaki yetersizlik, hammaddede yetersizliğinden kaynaklanabileceği gibi işletme içi koşullardan ve finansman olanaklarından da kaynaklanabilir. Stok yetersizliği, işletmenin potansiyel satış gelirini düşürmenin yanında, firma imajının olumsuz etkilenmesine de yol açmaktadır (Sevil ve Başar, 2012: 174-177).

1.5.2. Stokların Değerlemesi

Ticari işletmelerin temel faaliyeti stokların alınıp satılmasıdır. Bu nedenle temel faaliyete ilişkin kâr veya zararın gerçeğe uygun bir şekilde ölçülmesi son derece

önemlidir. Finansal tablolarda hem dönem sonu stoklarının hem de dönem içinde satılan stokların gerçek değerleri üzerinden gösterilmeleri bilgi kullanıcılarının doğru karar almasına yardımcı olacaktır. Ancak genellikle devlet ile diğer bilgi kullanıcıları kârın farklı kalemler üzerinden hesaplanmasını istemektedir. Bu durum stokların değerlemesini doğrudan etkilemektedir (Başar, 2012: 87-90).

1.5.2.1. Vergi Usul Kanunu'na Göre Değerleme

VUK, işletmelerin doğrudan satmak amacıyla satın aldıkları stoklarını ve bilanço gününde stok olarak bulunan varlıklarını maliyet değeriyle değerlendirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Kanun maliyet değerini; fatura bedeli, taşıma ve hamaliye giderleri, gümrük vergileri, sigorta giderleri ve KDV dışındaki satın alımları ile ilgili diğer vergilerinin toplamı olarak tanımlamaktadır. Ayrıca maliyet değerine, sadece mal alımı için sağlanmış ve kullanılmış kredilerin faiz ve komisyonları da dâhil edilebilmektedir. Finansal raporlama tarihinde stokların değerlendirilmesi sürecinde kıymeti düşen stokların maliyet değeri üzerinden değerlendirilmesine VUK izin vermemektedir. VUK'na göre, bu tür stokların değerlendirilmesinde emsal bedelinin kullanılması gerektiği belirtilmektedir. Emsal bedelinin stoklara uygulanmasında üç temel kıstas esas alınmaktadır:

- Stokların değer düşüklüğü; yangın, deprem ve su baskını gibi doğal afetlerden kaynaklanmalıdır.
- Stokların değer düşüklüğü; stokların bozulması, çürümesi, kırılması, çatlaması, paslanması gibi durumların sonucunda ortaya çıkmalıdır.
- Stok değer düşüklüğü işletme açısından önemli kabul edilmelidir.

Emsal bedeli, gerçek bedeli belli olmayan veya bilinmeyen ya da doğru olarak tespit edilemeyen bir stokun, değerlendirme gününde satılması halinde emsaline göre sahip olacağı değerdir. VUK emsal bedelin sıra ile üç aşamada uygulanması gerektiğini belirtmektedir (Başar, 2012: 87-90).

a. İlk uygulanması gereken yöntem ortalama fiyat yöntemidir. Aynı cins ve türdeki stoklardan son aylarda satış yapılmışsa, emsal bedeli bu satışların tutarına ve miktarına göre işletme tarafından hesaplanacak ortalama satış fiyatı olarak kabul edilir. Bu esasın uygulanması için, aylık satış miktarının, emsal bedeli belirlenecek her bir malın miktarına göre %25'ten (%10'dan) az olmaması şartı aranmaktadır.

b. İkinci sırada maliyet bedeli yöntemi uygulanmaktadır. Emsal bedeli tespit edilecek stokun, maliyet bedeli biliniyor veya belirlenmesi mümkünse, bu takdirde mükellef bu maliyet bedeline, toptan satışlar için %5, perakende satışlar için %10 (makul bir brüt kâr oranı) eklemek suretiyle emsal bedeli hesaplanır.

c. Son sırada ise takdir yöntemi bulunmaktadır. Yukarıda yazılı esaslara göre belli edilemeyen emsal bedelleri, ilgililerin başvurusu üzerine takdir komisyonunca takdir yolu ile belirlenir. Takdirler, maliyet bedeli ve piyasa değerleri araştırılmak ve kullanılmış eşya için ayrıca yıpranma dereceleri dikkate alınmak suretiyle takdir komisyonu veya değerlendirme yapmaya yetkili kişiler tarafından yapılır. Takdir edilen bedellere mükelleflerin vergi mahkemesinde dava açma hakkı saklıdır. Ancak, dava açılması verginin tahakkuk ve tahsilini durdurmaz (Başar, 2012: 87-90).

1.5.2.2. Muhasebe Standartlarına Göre Değerleme

Muhasebede stoklarla ilgili temel konu, stokların bir varlık olarak muhasebe kayıtlarına alınmasında, kullanılmasında ve elden çıkarılmasında gerçekleşen gelirler ile karşılaştırılacak olan ilgili maliyetin belirlenmesidir. IAS / TMS 2 standardı, stok maliyetlerinin, net gerçekleşebilir değere indirgemeyi de içererek, nasıl saptanacağını ve gidere dönüşeceğini açıklar. Standart ayrıca stok maliyetlerinin oluşumu, içeriği ile uygulanacak değerlendirme yöntemleri hakkında bilgi verir. Standartlarda stok tanımı içerisine işin normal akışı içinde, olağan işletme faaliyetleri kapsamında satılmak için elde tutulan malzemeler, satılmak üzere üretilmekte olan veya üretim sürecinde veya hizmet sunumunda kullanılacak ilk madde ve malzemeler şeklinde bulunan varlıklar girmektedir (Örten vd., 2013: 30-50).

Net gerçekleşebilir değer kavramı işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının düşürülmesiyle elde edilen tutarı ifade eder. Gerçeğe uygun değer ise, karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi veya bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutarı ifade etmektedir. Net gerçekleşebilir değer işletmeye özgü bir değer olmasına rağmen gerçeğe uygun değer işletmeye özgü değildir. Stokların net gerçekleşebilir değeri, stokun

gerçeğe uygun değerinden satış giderlerinin düşürülmesiyle elde edilen tutara eşit olmayabilir (Örten vd., 2013: 30-50).

Net gerçekleşebilir değer tahmini, hesaplama anında mevcut güvenilir kanıtlara göre stokların satılması durumunda elde edilmesi beklenen satış tutarları esas alınarak yapılır. Bu tahmin dönem sonundaki mevcut koşullarla uyumlu oldukları ölçüde dönem sonundan sonra oluşan fiyat ve maliyet dalgalanmalarıyla doğrudan bağlantılı olan olayları da dikkate alır. Geçici fiyat ve maliyet dalgalanmaları net gerçekleşebilir değer saptanmasında dikkate alınmaz. Net gerçekleşebilir değere ilişkin tahminler yapılırken ayrıca stokların elde tutulma amacı da dikkate alınır. Örneğin taahhüt edilen kesin satış veya hizmet sözleşmelerini yerine getirmek için elde tutulan stokların net gerçekleşebilir değerinin belirlenmesinde sözleşme fiyatı esas alınır. Elde tutulan stoklar, satış sözleşmelerinde belirtilenlerden fazla ise fazla olan kısmının net gerçekleşebilir değeri, genel satış fiyatları dikkate alınarak belirlenir (Örten vd., 2013: 30-50).

Üretimde kullanılmak üzere tutulan ilk madde ve malzemelerin değerlemesi özellik arz eder. İlk madde ve malzeme giderlerinin değerlemesinde bunların kullanımı sonucu elde edilecek mamulün satış değerine bakılır. Eğer, mamullerin maliyeti veya maliyetinin üzerinde satılmaları bekleniyorsa, ilk madde ve malzemeler, maliyetlerinin altında bir değerle değerlendirilemezler. Ancak mamullerin maliyetinin, net gerçekleşebilir değerlerinin üstünde olacağı düşünülüyorsa, ilk madde ve malzemelerin değeri net gerçekleşebilir değerlerine düşürülür. Bu durumlarda ilk madde ve malzemelerin yenileme maliyetleri, net gerçekleşebilir değeri yansıtan en iyi ölçü olabilir. Sonuç olarak TMS-2'ye göre stoklar, maliyet ve net gerçekleşebilir değer düşük olanı ile değerlendirilir. Net gerçekleşebilir değer, maliyet değerinin altına düşmesi halinde stok değer düşüklüğü karşılığı gider olarak kayda alınır. Stok değer düşüklüğü ve maddi duran varlıklar değer azalışı karşılıklarının önemli olması halinde gelir tablosunun tablo kısmında veya dipnot kısmında ayrıca açıklanması öngörülmektedir (Örten vd., 2013: 30-50).

1.5.2.3. Stok Değerleme Metotları

Normal şartlarda birbirleri ile ikame edilemeyen stok kalemleri ile özel projeler için üretilen veya satın alınan mal veya hizmetlerin maliyeti, her bir varlığa ilişkin özel maliyeti dikkate alan gerçek parti maliyet yöntemi ile belirlenir. Yukarıda belirtilenler dışında kalan stokların maliyeti, ilk giren ilk çıkar (FIFO) veya ağırlıklı ortalama maliyet yöntemlerinden biri uygulanarak belirlenir. LIFO yönteminin uygulanması standartta kaldırılmıştır. Bir işletme benzer özelliklere ve benzer kullanıma sahip tüm stoklar için aynı maliyet hesaplama yöntemini kullanır. Türü veya kullanım alanları itibarıyla farklı olan stoklar için, farklı maliyet hesaplama yöntemleri kullanılabilir (Örten vd., 2013: 30-50).

Satış kârı, satış tutarı ile satılan mal maliyeti arasındaki farktan oluşur. Maliyetler içerisinde yer alan stoklar, değişik biçimlerde değerlendirilerek maliyetlere aktarılırlar. Her farklı stok değerlendirme türüne bağlı olarak satış kârı değişmektedir. Başlıca kullanılan stok değerlendirme yöntemleri şunlardır:

- İlk giren ilk çıkar (FIFO) yöntemi,
- Son giren ilk çıkar (LIFO) yöntemi,
- Ortalama maliyet yöntemi,
- Spesifik maliyet yöntemi,
- Cari değerleri esas alan maliyet yöntemi,
- Sıradaki stokların ilk çıkacağı (NIFO) yöntemidir.

Yukarıdakilerden ilk üçü en yaygın kullanılan yöntemler olup, firmanın aynı faaliyet hacmini gerçekleştirmesine rağmen sonuçların farklı görünmesine neden olurlar. Gerçekte firmanın fiziki sonuçları aynıdır. Ancak mali sonuçlar yöntemlere göre farklılık göstermektedir. Sadece kârın değişmesi ile kalmayıp firmanın bilançosunda yer alacak stok tutarlarının da farklı olmasına neden olurlar (Aksoy ve Yalçınar, 2008: 80-87).

İlk giren ilk çıkar (FIFO) yönteminin kullanılması halinde stoklar ilk değerlere göre maliyetlere verildiğinden kâr artmış olacaktır. Özellikle enflasyon oranının yüksek olduğu dönemlerde ve stok fiyatlarının hızla yükseldiği işletmelerde fiktif kârlar

oluşmaktadır. Gerçek olmayan şişirilmiş bu fiktif kârlar nedeniyle işletme vergi ödemek durumunda kalacak ve sermayesinin gereksiz şekilde azalması sonucu işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır. Firma fiziki olarak aynı miktarda stoka sahip olmasına rağmen bilançoda görülen stok kalemi tutar olarak fazla görünecektir. Bu fazlalık ise işletme sermayesi ihtiyacını beraberinde getirecektir. Son giren ilk çıkar (LIFO) yöntemi esas alınarak stokların değerlemesi yapıldığında, stokların fiyat artışından korunmuş olacaktır. Firma yüksek bedelle aldığı stokları maliyetlere yüklemiş olduğundan kârın oluşması son fiyatlar üzerinden olacaktır. Bu yöntem, fiyatların yükseldiği dönemlerde firma için en uygun yöntem olarak gözükmektedir. Yöntem yüksek fiyatlarla alınmış stokları maliyetlere yansıttığı için oluşan maliyetler daha gerçekçidir. Enflasyonun yarattığı pozitif kârlar da doğmayacağı için firmanın küçülmesi önlenmektedir. Ancak her işletme için son giren ilk çıkar yönteminin uygulanması mümkün olmamaktadır. Stokların nitelik olarak ilk ve son giren biçiminde ayrılması mümkün olmayan işletmeler vardır. Özellikle sıvı ve akışkan olan, birbirine hemen karışan stok türlerinde hangisinin ilk, hangisinin sonradan işleme dahil olduğunu belirlemek mümkün değildir. Diğer taraftan stoklarını zaman zaman tüketen işletmelerde de yöntemin yararı olmayacaktır. Çünkü tüm stoklar maliyetlere intikal etmiş olmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 80-87).

Ortalama maliyet yönteminin kullanılması durumunda firma stoklarının değeri LIFO ile değerlemeden daha yüksek, FIFO ile değerlemeden ise daha düşüktür. Farklı yöntem uygulaması ile kârlılık ve dolayısıyla işletme sermayesi tutarı etkilenmektedir. Ayrıca stokların fiziki birimleri aynı iken bilançoda farklı tutarlarda yer alması, sahip olunan işletme sermayesi tutarının farklı görülmesine neden olmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 80-87).

1.5.3. Stok Maliyetleri

Stok yönetiminde çeşitli maliyetler söz konusudur. Her bir maliyet unsurunun dengelenmesi ile uygun stok seviyesi belirlenmeye çalışılır. Stok maliyetlerinin arasında başlıcaları stok fiyatları, stok tedarik maliyeti, stok bulundurma maliyeti, stok bulundurmama maliyeti ve stok yönetim sisteminin maliyeti sayılabilir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 371-372).

1.5.3.1. Stok Fiyatları

Stoklarla ilgili ilk ve temel maliyet unsuru stokların fiyatıdır. Stoklara sağlanan paranın kaç lira olduğu, bulundurulmuş stokların fiyatlarına bağlıdır. Stokların tedarik edilmesi için yapılan harcamalar ile bulundurulması için katlanılan giderler stok maliyetlerinin tümünü ifade etmezler. Firmanın tedarik ettiği stokların fiziki miktarları yanında hangi değerleri taşıdığı da bilinmelidir. Çünkü bu değerler stoklara bağlanan paraları, diğer bir deyişle onların maliyetlerini ifade eder. Hammadde ve malzemelerin maliyetleri satın alma fiyatlarıdır. Yarı mamullerin maliyeti, imalatın tamamlanmasında hammadde ve malzeme kullanımlarına, tamamlanan oranda işçilik vb. maliyetlerin eklenmesi ile bulunur. Müşteriler için satışa hazırlanmış tamamıyla bitirilmiş malların toplam mal oluş değerleri de mamullerin fiyatı olarak maliyetini gösterir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 372).

1.5.3.2. Stok Tedarik Maliyeti

Stok tedarik maliyeti, stokların firmanın kullanımına hazır edilmesi amacıyla gerekli işlemlerdir. Malların tedariki ile ilgili olarak ödenen ücretler, yazılı ve her türlü haberleşme giderleri, kalite kontrolü analizleri ile ilgili harcamaların tümü sipariş maliyetinin unsurlarıdır. Sipariş giderleri, sipariş edilen miktarlara bakılmaksızın her siparişin tamamlanmasında aynı tutarda ödenmektedir. Ancak birim sipariş gideri açısından bakıldığında sipariş giderleri azalan bir yapıya sahiptir. Sipariş miktarı arttıkça birim başına sipariş maliyeti azalmış olacaktır. Sipariş giderleri sipariş sayısı ile doğru orantılı olarak artıp azalmaktadır. Firma ihtiyaç duyduğu stokların tümünü bir defada sipariş verdiğinde tek bir sipariş maliyeti ile karşılaşır. Sipariş sayısı arttıkça her seferki sipariş için yeni maliyetlere katlanmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 372-374).

1.5.3.3. Stok Bulundurma Maliyeti

Stok bulundurma maliyeti, bulundurulmuş stok miktarına bağlı olarak değişen, stok miktarı arttıkça artan, azaldıkça azalan bir maliyet türüdür. Firma küçük partiler halinde stoklarını tedarik ederek bulunduracağı stokların miktarını dolayısıyla maliyetini azaltabilir. Büyük partiler halinde ve daha az sipariş ederek stoklarını sağladığında, bulunduracağı stoklar artacak ve sonuçta bulundurma maliyetleri çoğalacaktır. Bazı stok türleri özelliği itibariyle stokta tutmaya uygunken, bazılarının

stokta bekletilmesi mümkün değildir. Ömrü kısa olan ve stokta beklemeleri mümkün olmayan mallar, çeşitli işlemlerden geçirilerek bekleme süreleri uzatılabilir. Bu tür işlemler nedeniyle katlanılacak maliyetler de stok bulundurma maliyetidir. Malların fiziki özellikleri dışında moda, teknolojik değişme vb. unsurlar da stokta bulundurma süresinde etkili unsurlardır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 374-378).

Stok bulundurma maliyetleri, stokların işgal ettikleri yer, stoklar için yapılan hizmetler, stok risklerinden dolayı oluşacak maliyetler olarak değişik kategorilere ayrılabilir. Stokların işgal ettikleri yerle ilgili maliyetler, kira, bakım ve onarım giderleri ile amortisman karşılıkları, çeşitli vergiler, ısıtma ve aydınlatma giderleri ve bekçilik ücretleridir. Hizmet maliyetleri ise stoklar için sigorta primleri, teslim ve taşıma giderleri, kayıtların tutan personele ilişkin giderlerdir. Stok riskleri olarak da fiyatların düşmesinden kaynaklanan risk, talebin düşmesiyle doğan risk, fire ve bozulmalardan dolayı oluşacak zararlardır. Yukarıda belirtilen bulundurma maliyetleri somut maliyetlerdir. Bir de stokları alırken kullanılan kaynağın da maliyeti vardır. Stokların borçla finanse edilmesi halinde stok bulundurabilmek için faiz giderine katlanılmaktadır. Stoklar öz sermaye ile finanse edilse dahi bu kez fırsat maliyetleri vardır. Stok bulundurma maliyeti ortalama bulundurulan stok ile bulundurma maliyetinin çarpılması ile bulunur (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 374-378).

1.5.3.4. Stok Bulundurmama Maliyeti

Stok bulundurmama maliyeti, stoklarla ilgili hesaplanması çok güç olan bir maliyet türüdür. Stok yetersizliğinden dolayı stok eksikliğinin yaratacağı kayıplar bulundurmama maliyetidir. Örneğin bir üretim işletmesinde üretim için gerekli hammadde ve malzemelerin zamanında hazır edilmemesi nedeniyle üretim gecikmektedir. Bu gecikmenin yaratacağı kayıplar çok çeşitlidir. İlk kayıp üretimin aksayıp malların yetiştirilememesi ve bu işlemde elde edilen kârların kaçırılmasıdır. Ancak kayıp kaçırılan kârlarla bitmeyebilir. Üretimin durması halinde bazı giderlerin ertelenmesi mümkün değildir. Firma üretim yapsa da yapmasa da sabit maliyetlere katlanacağından üretim yapılmadan katlanılan sabit maliyetler stok bulundurmamanın sonucudur. Örneğin, stokları zamanında gelmeyen bir firma işçilere ödemesini, işçiler çalışmamış olsa da devam ettirmek zorundadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 378).

Yeterli stok bulundurmamanın sonucunda talepleri karşılanmayan müşteriler firmayı beklemeyeceklerdir. Kaybedilen müşteriler ve kaçırılan kârlar bir kez olduğundan ortaya çıkan maliyet daha az ve karşılanabilir olmaktadır. Stok yetersizliği nedeniyle müşteri taleplerine sıklıkla cevap veremeyen firmaların müşterilerini sürekli olarak kaybetme riski sonucu stok bulundurmamanın maliyeti çok fazla olmaktadır. Bazı durumlarda karşılanamayan siparişler alıcı firmaların da kayba uğramasına neden olurlar. Çünkü her firma karşılayacağı talebe göre faaliyetlerine yön vermektedir. Stok bulundurmamam nedeniyle ortaya çıkan gecikme, müşteri konumundaki firmaların da zarar görmesine neden olduğundan ceza veya tazminat ödemeleri söz konusudur. Bu ceza ödemeleri de stok bulundurmama maliyetleri arasına dâhil edilebilir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 378).

1.5.3.5. Stok Yönetim Sistemlerinin Maliyeti

Geliştirilmiş stok yönetim sistemlerinin kullanılmasıyla birlikte son yıllarda stoklara yatırımın azaldığı görülmektedir. Stokların tedarikinde kullanılan ulaşım sistemleri gelişmiş, hızlanan ulaşım sayesinde stokların hareket kabiliyetin artması sonucu bulundurulan stok miktarları da azalmıştır. Örneğin, boru hatları ile taşıma sisteminin geliştirilmesinden önce bulundurulan stokların hacimleri önemli miktarlarda iken boru hattı ile sürekli sağlanan stokla depolama zorunluluğu ortadan kalkmıştır. Ayrıca depolama sistemindeki gelişmeler ve yeni buluşlar ürün ömrünü uzatarak malların daha uzun süre kullanılmasını sağlamıştır. Stok yönetiminde etkin bilgi sisteminin kurulması, stok kontrolünde bilişim hizmetlerinden faydalanma gibi durumlar, stoklara yatırılan tutarların azalmasını sağlamıştır. Bununla birlikte, stok yönetiminde bahsi geçen kontrol sistemlerinden yararlanma ve yeni geliştirilmiş araçları kullanmanın da bir maliyet vardır. Bir tarafta stok sipariş giderlerinden ve stok bulundurma giderlerinden tasarruf sağlanırken, diğer taraftan bu tasarruf için yeni giderlere katılması gerekmektedir. Stok yönetiminde de fayda maliyet analizinin yapılması bir zorunluluk olarak işletmelerin karşısına çıkmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 379).

1.5.3.6. Fiyat İskontolarının Etkisi Altında Stok Maliyetleri

Satın alınan miktar arttıkça ıskontolardan faydalanma durumu mevcuttur. Ancak, ıskontodan yararlanma düşüncesiyle fazla miktarda stok alınmasının da bulundurma maliyetlerini artıracığı aşikârdır. Bu durumda, stok bulundurma

giderlerindeki artışlar ile satın alma, ıskontoların kıyaslanması ve optimum alım miktarının tespit edilmesi gerekmektedir. Satın alınan stokların büyük partiler halinde olması, birim alış fiyatında ve sipariş maliyetinde düşüğe neden olmasına rağmen stok bulundurma maliyetinin artmasına neden olacaktır. Küçük partiler halinde olması ise fiyat ıskontosundan yararlanamama sonucu birim alış fiyatının ve sipariş maliyetinin yüksek olmasına, buna karşın stok bulundurma maliyetinin ise düşük olmasına neden olmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2008: 386-388).

1.5.3.7. Enflasyonun Etkisi Altında Stok Maliyetleri

Stoklar sabit olmayan para değerli unsurlar olmaları dolayısıyla enflasyon dönemlerinde fiyat değişmelerinden etkilenirler. Fiyat artışları ise stoklara yansımaktadır. Çeşitli stok değerlendirme yöntemleri ile fiyat değişmelerinin durumu değişik biçimlerde stokları etkilemektedir. Özellikle enflasyonist ortamda LIFO yöntemi ile stoklar değerlendirilerek yüksek fiyatlı stokların hemen çıkarılmasıyla fiktif kârlar önlenebilmektedir. Optimal stok seviyesinin fiyatların sabit olması durumu özellikle enflasyonist durumlarda mümkün olmamaktadır. Fiyatların sabit olmadığı ve arttığı durumlarda ekonomik sipariş miktarını hesaplamak da olası değildir. Fiyat artışlarının olumsuz etkilerinden kurtulmak için firma fiyatlar artmadan stoklarını alıp stokta bekletmeyi isteyebilir. Bu durumda ise stok bulundurma maliyetlerine katlanmak gerekecektir. Fiyat artışından kaçınma ile bulundurma maliyetlerindeki artışın kıyaslanması ile en uygun stok seviyesi hesaplanmaktadır. Gerçekte enflasyon dönemlerinde stok maliyetlerinin tümünde artma beklentisi mevcuttur. Stok yönetiminden sorumlu olan finans yöneticisi stokların fiyat artışları ile ilgili beklentisinin, stok maliyetleri üzerinde oluşturacağı beklentiyi inceleyerek en uygun olan hacimle stoklarını sağlamaya çalışmalıdır (Aksoy ve Yalçın, 2008: 388-390).

1.5.3.8. Belirsizlik Durumunda Stok Maliyetleri

Stok yönetiminde her zaman belirlilik şartlarına göre hareket edilmesi yanlıcı olacaktır. Belirsizliklerin de dikkate alınması stok yönetiminin etkinliğini artıracaktır. Bu durumda talebin hesaplanması ve talebin karşılanması için gerekli stok maliyetlerinin hesaplanmasında belirsizliği ölçmek için ihtimal dağılımları kullanılmaktadır. Stok maliyetleri tek çeşit stok veya az sayıda çeşidi bulunan firmalarda daha kolay hesaplanırken, stok çeşitlerinin artması ve stoklarla ilgili

özelliklerin çoğalmasında stok yönetim sistemini kontrol etmek ilave maliyetler gerektirmektedir. Belirsizlik durumu ile ilgili diğer bir konu da stok sipariş zamanlarının veya stokların yerine konulma dönemlerinin belirlenmesidir. Çünkü sipariş verilmesi, taşınması ve firmaya gelmesi zaman almaktadır. Tedarik edilme şartlarına bağlı olarak sipariş noktalarının belirlenmesi gerekir. Stokların kullanılma ve yerine konulma zamanları dikkate alınarak seçilecek sipariş noktaları da stok yönetiminde etkinliği artırır. Geliştirilmiş stok sistemleri sayesinde de firmaların buldukları stokların varlıklara oranı giderek azalma göstermektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 392-395).

1.5.4. Optimum Stok Miktarının Belirlenmesi

Yukarıda açıklanan stoklarla ilgili maliyetlerin tamamının dengelenerek en uygun stok seviyesinin hesaplanması gerekmektedir. Optimum stok seviyesinin belirlenerek stokların yönetilmesi firmanın değerine katkı sağlayacak ve firma değerinin maksimum kılınması kolaylaşacaktır. Stokların fazla miktarda bulundurulması firma açısından faaliyetlerine rahatlık vermektedir. Ancak, bu kez de bulundurma maliyetleri yükselecektir. Fazla bulundurma maliyetinden kaçınmak amacıyla stok varlığından kaçınıldığında bu defa siparişlerin küçük partiler halinde ve sıklıkla verilmesi gerekecek ve bu durumda sipariş maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Ayrıca stok bulundurmama maliyeti de ortaya çıkacaktır.

En uygun stok seviyesi, stok maliyetinin en düşük olduğu stok miktarıdır. Burada temel olarak stok fiyatlarındaki değişim maliyeti doğrudan etkilemektedir. Büyük partiler halinde siparişlerle stokların sağlanması, sipariş maliyetini düşürmenin yanında büyük miktarlardaki alışların iskontosundan da yararlanma imkanı doğurur. Fiyatı yüksek stokların bulundurulması, bağlanan sermayenin artması nedeniyle beraberinde bulundurma maliyetlerini de artırmaktadır. Stokların sipariş maliyetleri stok miktarı ile ters, stok bulundurma maliyetleri ise stok miktarı ile doğru orantılı bir ilişkiye sahiptir. Belirtilen maliyetlerin en düşük tutarı, stok seviyesinin de en ekonomik olduğu durumu verecektir. Stok bulundurma maliyeti ile stok sipariş maliyetinin birbirine eşit olduğu noktada toplam stok maliyeti en düşük ve stok miktarı en uygun seviyededir. Firmaların stok bulundurma maliyetlerinin sipariş maliyetlerinden daha yüksek olmasının nedeni olarak güvenlik stoku bulundurulması gösterilebilir. Güvenlik

stoklarının artmış veya azalmış olması, firmanın optimal stok sipariş seviyesini etkilememektedir. Sadece güvenlik stokları, bulundurulan stokları artıracığı için bulundurma maliyetleri sipariş maliyetinden bağımsız olarak değişmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 379-386).

1.6. Değer Kavramı ve Firma Değeri Göstergeleri

Değer, satın almaya uygun olan bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makina, stok gibi toplam aktiflerinin değerinin takdiri şeklinde tanımlanmaktadır. Bu noktada firma değerlemesinin amacı firmanın uygun ve makul piyasa değerinin saptanmasıdır (Chambers, 2009: 5-8).

Varlık değerlerini tanımlamada; muhasebe kayıtları, alıcı ve satıcıların tespit ettiği fiyat ve gelecekte sağlanan nakit akımları esas alınmaktadır. Bu noktada defter değeri, piyasa değeri ve gerçek değer kavramları karşımıza çıkmaktadır. Defter değeri varlıkların muhasebe kayıtlarında yer alan değerini ifade eder. Bir varlığın defter değeri, varlığın mali tablolarda yer alan değerinden birikmiş amortismanların çıkarılması sonucu elde edilen değerini gösterir. İşletme için defter değeri ise işletmenin varlıklarından yabancı kaynaklarının çıkarılması sonucu elde edilen tutarı, yani öz kaynak tutarını ifade etmektedir. Eğer işletmenin imtiyazlı hisse senetleri bulunuyorsa defter değerinin hesaplanmasında imtiyazlı hisse senetleri dikkate alınmaz, yani varlıklar toplamından çıkarılır. Bunun nedeni, defter değeri kavramının işletmelerde sadece adi hisse senetlerinin değerini ifade etmesidir. İşletmenin defter değerinin adi hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilen değer hisse başına defter değeri olarak adlandırılır (Sevil vd., 2013: 33-60).

Defter değerinin kullanılması gerçeğe uygun değerlendirme açısından bazı problemlere yol açmaktadır. Defter değeri tarihi değerlere dayandığından doğruluğu şüpheli olmaktadır. Örneğin; nakit değerler, ticari alacaklar ve menkul kıymetler gibi dönen varlıkların defter değeri piyasa değerlerine yakın olmakla birlikte, özellikle duran varlıkların piyasa değerleri defter değerlerinden oldukça farklı çıkmaktadır (Sevil vd., 2013: 33-60).

Piyasa değeri kavramı ise bir varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre belirlenen fiyatıdır. Örneğin tahvil ve hisse senetlerinin fiyatları piyasa değerlerini gösterir. Toplam piyasa değeri, hisse senedi fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpılmasıyla hesaplanabilir ve bu değer ayrıca piyasa kapitalizasyon değeri olarak da bilinir. Piyasa değeri, yatırımcılar etkin değerlendirme ile fiyatlama yaptıklarında gerçek değere eşit veya yakın olmaktadır (Sevil vd., 2013: 33-60).

Gerçek değer ise varlıkların değerini etkileyen bütün faktörlerin hesaba katılmaları sonucunda değerlendirme modeli kullanılarak belirlenen olması gereken fiyattır. Bir varlıktan sağlanacak nakit akımlarının yatırımdan istenen getiri oranları kullanılarak bugüne indirgenmesiyle tespit edilen değer olarak da tanımlanır. Çok sayıda rasyonel yatırımcının serbest rekabet koşulları altında işlem yaptığı piyasalarda oluşan denge fiyatının da ilgili varlığın gerçek değeri olduğu söylenebilir. Piyasa değerinin piyasa üzerinden gözlemlenmesi mümkün iken gerçek değer doğrudan gözlemlenmesi mümkün olmamakta, ancak belirli yöntemlere dayanarak tahmin edilmektedir. Piyasa değeri ve gerçek değer varlığın yaratacağı nakit akımları ve riskine bağlıdır. Ancak, yatırımcıların nakit akımı tahminleri ve risk algılamaları gerçeği yansıtmadığı durumlarda gerçek değer ile piyasa değeri farklılaşmaktadır. Bununla birlikte piyasalar etkinse, yani hisse fiyatları piyasada mevcut olan tüm bilgileri yansıtıyorsa, gerçek değer ile piyasa değeri arasında farklılık oluşmamaktadır. Rasyonel yatırımcıların bulunduğu, her türlü bilgiye ulaşılması mümkün olan serbest ve rekabetçi bir piyasada varlıkların piyasa değeri ile gerçek değerlerinin birbirine eşit olması beklenmektedir (Sevil vd., 2013: 33-60).

Modern finans anlayışında, firmaların önde gelen amacı kâr maksimizasyonundan, hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmeye dönüşmüş durumdadır. Bu anlayışa göre çok kâr eden ya da çok satış yapan firmalar değil, piyasa değerini en yükseğe çıkaran firmalar amaçlarına ulaşmış olacaklardır. Piyasa değerini yükseltmek için de firmaların yatırım ve finansman politikalarında doğru kararlar almaları önem taşımaktadır (Chambers, 2009: 5-8).

Firma değeri firmanın sahip olduğu varlıklar, organizasyon yapısı, kullandığı teknoloji ve insan kaynakları ile gelecekte oluşturması beklenen nakit akımlarının analiziyle elde edilir. Firma varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılır. Paranın zaman değeri nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, başka bir deyişle nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunarak değerlendirilir. Benzer şekilde öz sermaye değeri de nakit akımları bugünkü değere indirgenerek hesaplanır. Firma değeri ile öz kaynak değeri arasındaki fark ise firma değerinin sadece ortaklar için değil, işletmenin gelirleri üzerinde hak sahibi olan tüm tarafları ilgilendirmesidir. Ortakların dikkate alacağı değer ise öz kaynak değeridir. İşletme hisselerini satın alan yatırımcılar firma değerini dikkate almazlar, çünkü firma değeri üzerinde borç sağlayan kreditorlerin de hakkı bulunmaktadır (Sevil vd., 2013: 33-60).

Bir firmanın varlıkları üzerinde hissedarlar kadar, firmaya kredi sağlayan kreditor kuruluşlar da hak sahibidir. Çünkü firmanın tasfiyesi durumunda hissedarların sermaye payından önce kreditorlerin alacakları ödenir. Dolayısıyla firma değeri, firmanın net finansal borcu ile hisse senedi değerinin toplamına eşittir. Böyle bir durumda ise firma değeri öz sermaye değerinden farklı olarak sadece hissedarlar için değil, firmanın gelirleri üzerinde hak sahibi olan tüm taraflar için toplam değeri ifade eder. Firma değerinde firmanın öz sermayesi ile birlikte firmaya borç verenler, firmanın çıkarmış olduğu finansal varlıkları alanlar, ayrıcalıklı hisse senedi sahipleri gibi firmayla alacak ilişkisi içinde olanları da kapsayacak şekilde firmanın tümüne yönelik değerlendirilir. Öz sermaye değeri ise yalnızca firmadaki öz sermayeyi değerlendirmektedir. Firma değerini etkileyen faktörlerden bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Firmanın varlık ve sermaye yapısı ile likitide durumu,
- Geçmişte elde edilen kârlar ile gelecekteki kâr yaratma potansiyeli,
- Geçmişteki kâr payı dağıtım politikası,
- Gelecekte yapılması planlanan yatırımlar ve bu yatırımlardan doğacak nakit akımları,
- Kullanılan teknoloji ve ARGE çalışmaları,
- Firmanın şerefîye vb. haklara sahip olma durumu,

- Genel ekonomi ve sektörün içinde bulunduğu durum,
- Firmanın faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
- Ürün ve hizmetlerin pazarlanabilirliği

Sayılan faktörler firmanın büyüme potansiyeli ve riskini etkileyerek firma değerini belirlemektedir (Chambers, 2009: 5-8).

Sermayenin geniş bir yatırımcı kitlesine dağılmadığı ülkelerde halka açık bilgilere fazla talep gelmemektedir. Bu durum, sermaye piyasalarının etkinliğini azaltmakta ve sermayenin daha verimi alanlara hızla hareket etmesine engel olmaktadır. Sermayenin yaygınlaşmaması firma yöneticilerini firma değerini artırma yönünde bir çabadan uzaklaştırmaktadır. Bu çabanın yokluğu yatırımcılar tarafından firmanın piyasa değerinin önemsiz bir gösterge olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır (Ercan ve Üreten, 2000: 6).

Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili alınmış olan kararlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla, birleşmelerle ve yasal düzenlemelerle yakından ilişkilidir. Firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede, farklı düzeylerde de olsa belirli bir etkisi bulunmaktadır. Bu anlamda finansal yönetim politikaları firma değerini etkilemektedir. Finansal yönetimin temel politikaları arasında finansman, yatırım ve temettü politikaları sayılmaktadır. Bu politikaların ortak amacı firma değerinin hissedarlar açısından maksimum yapılmasıdır. Finansman politikasında firma değerinin maksimize edilmesi için firmanın kaynaklarının yapısı üzerine odaklanılmaktadır. Yatırım politikasındaki amaç ise firmanın sağladığı kaynakları hangi varlıklara hangi şartlarda bağlayarak firma değerinin nasıl en yüksek noktaya ulaştırılabileceğinin belirlenmesidir. Yatırım politikasında kritik olan nokta duran varlıklara yapılacak yatırımlardır. Sermaye bütçelemesi olarak da adlandırılan duran varlık yatırım politikasında net bugünkü değeri en fazla olan yatırımlar seçilerek firma değerinin artırılması sağlanmaktadır. Temettü politikasında da aynı firma değeri maksimizasyonu amacı göz önünde tutularak elde edilen kârların ortaklara mı dağıtılacağı yoksa sermaye kazancı olarak firmada mı tutulacağı değerlendirilmektedir (Ercan ve Üreten, 2000: 3-5).

Finans yöneticisi yukarıda sayılan politikalarla bağlantılı olarak firma değerini artırmak için sermaye bütçelemesi, optimal sermaye yapısı ve çalışma sermayesi yönetimi konularında karar vermek durumundadır (Ercan ve Üreten, 2000: 1-3). İşletmelerde finansal yönetimin temel amacının işletmenin piyasa değerinin en yükseğe çıkarmak olduğu hatırlanırsa, optimal sermaye yapısının da bu amaca hizmet etmesi gerektiği açıktır. Optimal sermaye yapısı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum, işletme değerinin maksimum olduğu sermaye yapısıdır (Coşkun, 2011: 167).

Firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan değeri, finansal olarak yatırılan sermayenin getirisi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aştığı zaman ortaya çıkmaktadır. Yani firmalarda değer yaratmak için kritik nokta ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde bir getiri sağlamaktır. Getiriyle ilgili olarak firma değerlemesinde en sık görülen uygulamalardan birisi de firmanın satışlarını ve kâr marjlarını görebileceğimiz gelir tablosunun analiz edilerek benzer firmalarla karşılaştırılmaya çalışılmasıdır. Oysa firma değerlemesinde gelir tablosunun analizi ve yönetimi kadar bilanço kalemlerinin analizi ve yönetimi de önemlidir. Çünkü net sabit kıymetleri, çalışma sermayesini ve diğer varlıkları kapsayan yatırılan sermaye tutarını ihmal ederek, sadece satışlar üzerinden elde edilen getiriye bakmak, son derece yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olur (Ercan ve Üreten, 2000: 30-35).

Firma değerini etkileyen firma içi ana unsurlar olarak satışlar, faaliyet kâr marjı, net çalışma sermayesi, net maddi duran varlıklar ve net diğer varlıklar olarak gruplandırılabilir. Ancak, satış fiyatları artırıldığı zaman firma değeri aynı oranda artmayabilir. Çünkü satış fiyatlarındaki artış firmanın piyasadaki pazar payının azalmasına ve satışlarının düşmesine yol açar. Satış fiyatlarıyla birlikte satış miktarı da artsa bile bu artışlarla maliyetlerin nasıl etkilendiği, ilave bir çalışma sermayesi veya maddi duran varlık yatırımı ihtiyacı olup olmadığı bilinmeden firma değerinin artacağı sonucuna ulaşamaz. Satışları artırıcı ve maliyetleri düşürücü bir politika ile birlikte, etkin bir çalışma sermayesi ve maddi duran varlık yönetiminin firma değeri üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Firma içi unsurlar ile ulaşılan firma değeri, firmanın ulaşabileceği son nokta değildir. Aynı zamanda birleşmeler, satın almalar ve satımlar gibi firma dışı unsurlarla da firma değeri etkilenmektedir. Birleşme ve satın almalarda

firma aktiflerinde bir artış söz konusu iken, firmanın birim veya birimlerinin elden çıkarılması olarak ifade edilen satımlarda da firma aktifleri küçülmektedir. Bir firmanın satın alınarak ortakların hisse senedi değerlerinin maksimizasyonu, satın alma ile yaratılan katma değer, satın alınanın maliyetinin aştığı zaman gerçekleşir (Ercan ve Üreten, 2000: 30-35).

1.7. Değerlemenin Rolü ve Önemi

Yapılan çalışmalarda ulaşılan sonuçlar, artan hissedar değerinin şirketle bağlantıda olan katılımcıların uzun dönemli çıkarlarıyla çoğu zaman örtüşmediğini göstermektedir. Bunun için hissedar değerinin dışında faktörler incelenmelidir. Bu faktörlerin başında firma performansı gelmektedir. Değer için bilinen en iyi ölçü performanstır. Performansı iyi olmayan şirketlere yönelik sermaye akımları rakiplerine yönelmektedir. Değer oluşumunu anlamak için uzun dönemli bakış açısı kullanılmalı, tüm nakit akımları mali tablolarda kontrol edilerek takip edilmeli, risk bazlı farklı zaman aralıklarında elde edilen nakit akımlarının nasıl kıyaslanacağı konusunda fikir sahibi olunmalıdır. Tam bilgiye ulaşmadan doğru kararların alınması neredeyse imkânsızdır. Hiçbir performans ölçüsü bilgiyi tam olarak kullanmamaktadır. İşletmelerin finansal olarak başarılarını ölçen birçok performans ölçüsü bulunmakla birlikte hiçbirisi değer kadar kapsamlı olmamaktadır. Bir şirketin piyasa değeri ile indirgenmiş nakit akımları arasında oldukça güçlü bir doğrusal ilişki vardır (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 19-20).

Değer kısa dönemli olamaz, ancak diğer performans ölçüleri kısa süreli değerlendirilme özelliğine sahip olabilir. Finansal oranlar gelecek birkaç yıl için bilgi veren kısa vadeli yaklaşımlarla uygulanırlar. Ayrıca, kazançlar esas olarak gelir tablosunu oluşturmada önem taşıırken, nakit akımının zamanlaması konusuna odaklanmaz. Hatta yatırım yapılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki fark, kısa dönemli analizlerde kötü bir ölçü olabilir. Değer yöneticisi işini iyi yapması durumunda bu katkının piyasa değerine yansımaları kaçınılmazdır. Kazanç artışı, Özsermaye getirisi ve toplam sermaye getirisi ile sermayenin maliyeti arasındaki fark gibi diğer performans ölçütleri değer oluşumuna göre daha sık ve şirketlerin mevcut piyasa değerleriyle daha az ilişkilidir. Değerlemede önemli olan husus uzun dönemde şirketin sermaye maliyetinden daha fazlasını kazanarak değer yaratmaktır. Oysa şirkete

konulan sermaye ile istenen gelir elde edilemediği sürece, şirketin gelirleri rekabetçi seviyeye ulaşan kadar şirket piyasada değer kaybetmeye devam edecektir. Bu noktada verimlilik ve hissedarın değer ençoklaması arasındaki bağ göz ardı edilemeyecek kadar güçlüdür. Daha az girdi ile daha çok çıktı üretilirse katılımcının değeri daha büyük olur. Uzun dönemde şirket sektöründe para kazanıyorsa işgücü istihdamı dâhil tüm haklar olumlu etkilenmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 19-20).

1.8. Stok Yönetimi ve Firma Değeri İlişkisi

Stok yönetiminde etkinlik arttıkça stokların firma verimliliğine katkısı artmaktadır. Firmanın değeri, stokların katkısının artması ile daha da yükselmektedir. Gerçekte stok yönetiminin amacı yeterli stoklara sahip olmak suretiyle firmanın net şimdiki değerinin artmasına maksimum katkıyı vermektir. Bu katkının göstergesi olarak da yeterli stok miktarına ulaşmak için ilave yatırım karşılığında firmanın kârlılığının artması olarak gösterilebilir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 379-386).

Stokların likiditesinin düşük olması, stok yönetiminde yapılan bir hatanın, düzeltilmesinin zaman almasına ve işletmenin kârlılığını olumsuz etkilemesine neden olur. Ayrıca çalışma sermayesi içerisinde nakdin ve alacakların yönetiminden işletmede kimlerin sorumlu olduğu daha belirgin olmasına rağmen stokların sorumluluğu daha geniş bir gruba yayılmaktadır. Satın alma yöneticisi, üretim yöneticisi, pazarlama yöneticisi, finans yöneticisi gibi. Bu özellikleri itibariyle stoklar, çalışma sermayesi yönetimi içerisinde ayrı bir yere sahiptir ve stokların yönetimi işletmenin performansı üzerinde doğrudan etkilidir (Kiracı, 2009: 161-195).

1.9. Finansal Analiz

İşletmelerde gerçekleşen mali nitelikli işlemlerin tanımlanarak kaydedilmesi, sınıflandırılması ve özetlenmesi muhasebenin birinci fonksiyonunu oluştururken finansal tablolarda özetlenen durumun analiz edilip yorumlanarak ilgili kullanıcılara iletilmesi muhasebenin ikinci işlevini ortaya koymaktadır. Muhasebenin kayıt, sınıflama ve özetleme ile topladığı bilgilerin işletmeyle ilgili taraflarca çeşitli amaçlarla kullanılmasına olanak vermek için özetlenerek gösterildiği tablolara finansal tablolar denir. Finansal tablolar bir anlamda işletmenin faaliyet skor tablosudur. Finansal tablolar çeşitli kullanıcıların ekonomik kararlar verirken faydalanmaları için işletmenin

finansal durumu, performansı, finansal durumundaki değişiklikler ve nakit akışları hakkında bilgiler sağlamayı hedefler. Muhasebeden beklenen bilgi verme işlevi, finansal tablolarla birlikte uygulama alanı bulmuş ve işlerlik kazanmıştır. Finansal tablolar aynı zamanda yöneticilerin yönetme becerilerinin sonuçlarını ve yönetimin idaresine verilen kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığını da ortaya koyar. İşletme sahip veya ortakları adına hareket eden yöneticilerin yeterliliği finansal tablolar ile belirlenebilir. Böylece karar alıcılar, iktisadi kararlarını bu değerlendirmelere dayanarak verebilirler (Önce, 2013: 3).

Finans yöneticilerinin temel kararları işletmenin ihtiyaç duyduğu kaynakların sağlanması, sağlanan kaynakların dönen ve duran varlık yatırımlarında kullanılması ve kâr payı dağıtımıdır. Alınan bu kararların işletmenin piyasa değeri üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi için sonuçların analiz edilmesi geleceğe yönelik planların yapılmasında yol göstericidir. Bu noktada işletme performansının ölçümü finansal analiz yardımıyla olmaktadır. Finansal analiz işletme yöneticileri için bir pusula görevi görmektedir. Yöneticiler finansal analiz yardımıyla yönlerini belirlemekte ve firma hedeflerine daha kısa yoldan ulaşabilmektedir. Finansal analizden sadece işletme yöneticileri değil, aynı zamanda kamu kurumları, kredi verenler, sendikalar, yatırımcılar, araştırmacılar, öğrenciler, sivil toplum örgütleri gibi gruplar da faydalanmaktadır. Kamu kurumları vergi, sigorta ve çeşitli hukuki zorunluluklar dolayısıyla, kreditorler borç ödeme yeterliliğini ölçmek amacıyla, sendikalar çalışan haklarını korumak için, yatırımcılar yatırım kararlarına yön vermek için finansal tablolara ve finansal analize ihtiyaç duyarlar (Coşkun, 2011: 4-6).

Finansal tabloların güvenilir bilgiler sunabilmesi için hazırlanmaları sırasında belirli kurallara uyulması gerekir. Çünkü finansal tabloların analizinden beklenen sonuçların alınabilmesi, bu tabloların gerçeği yansıtmasına bağlıdır. Gerçeğin yansıtılması için de belirli kurallara uymak gerekir. Bu kurallar ise finansal tabloların düzenlenmesinde bir çerçeve oluşturan önem sırasıyla muhasebenin temel kavramları, muhasebe ilkeleri, Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) olarak ifade edilebilir (Önce, 2013: 4-5).

Finansal tablolarda bulunan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bu kalemlerin zaman içinde göstermiş olduğu eğilimlerin incelenmesine finansal tablolar analizi denilmektedir. Finansal analizde hedef temelde işletmelerin borç ödeme gücü ve kârlılık oranlarını değerlendirerek işletmenin mevcut durumunu analiz etmek ve işletmeyle ilgili geleceğe yönelik tahminlerde bulunmaktır (11). Finansal tablolarda yer alan bilgilerin belirli teknikler kullanılarak analizi yapılmaz ise işletmenin iktisadi yapısı ile faaliyet sonuçlarını doğru anlama imkânı azalacaktır. Finansal analiz ve sonrasında yorumlamanın hareket noktasını oluşturan finansal tablolardaki bilgilerin doğruluk ve güvenilirliği, yapılacak analiz ve yorumların doğruluk ve güvenilirliğini de artıracaktır. Sağlıklı bir finansal analiz, analiz edilen finansal tabloların güvenilirliğiyle ve muhasebe analizlerinin niteliğiyle doğrudan ilişkilidir. Finansal tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması da bu açıdan önemli bir güvencedir (Önce, 2013: 4-5).

Finansal analiz teknikleri, işletmelerin değerlendirilmesinde çok önemli rol oynamakla birlikte, değerlendirme sürecinin sadece bir aşamasını oluşturur. Finansal tablolar her zaman kesin, nihai, tarafsız ve gerçek sonuçları göstermeyebilir. İşletmelerle ilgili doğru kararlara varmak için işletmeyle ilgili başka bilgilere de ihtiyaç vardır. Bu nedenle başta bankalar olmak üzere işletmeyle ilgili taraflar, yöneticilerin karakterleri, yetenekleri, işletmenin geçmişi ve faaliyetleri, işletmenin organizasyon yapısı, ekonomik ve finansal koşulları hakkında bilgi sahibi olmaya çalışırlar. İşletmelerin değerlendirilmesi konusunda gerçekten doğru kararlar alabilmek için işletme hakkında mümkün olduğu kadar çok bilgi toplanmalıdır. Elde edilen bilgilerin, yöneticiler tarafından anlaşılması ve yorumlanması önem taşımaktadır. Bilgiler, doğru, tam, açık, ayrıntılı ve güncelse yöneticilere önemli yararlar sağlayabilir. Çünkü yöneticilerin ellerinde yeterli bilginin olması, belirsizliği azaltarak, doğru karar verme şanslarını artırır. Ancak bilgiler bir sistem dahilinde sağlanmalı, analiz edilip işlenebilmelidir. Sistemsiz olarak toplanmayan fazla ve gereksiz bilgiler, maliyet artışına, yönetimin etkinliğinin azalmasına, kritik önemdeki bilgilerin gözden kaçmasına ve yöneticinin baskı altında kalmasına yol açabilirler (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 35-78).

Finansal analizin amacı işletmelerle ilgili olarak likitide durumu, kârlılık durumu, sermaye yapısı, aktiflerini kullanım durumu ve işletme hakkında önemli

trendlerin elde edilmesidir. Finansal analizde başarılı olabilmek için; muhasebe teori ve uygulamaları bilinmeli, işletmenin ve ait olduğu sektörün özellikleri göz önünde tutulmalı, analizin yapıldığı dönemdeki ekonomik koşullar değerlendirilmeli, işletmenin politika ve iş yapım süreçleri analist tarafından bilinmeli ve analiz sonuçları mantıklı bir şekilde yorumlanmalıdır. Finansal analiz statik ve dinamik analiz olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Statik analiz, tek bir dönemle ilgili olarak yapılır ve işletmenin mali durumunu ve faaliyet sonuçlarını cari faaliyet dönemi için gösterir. Statik analizde genellikle rasyolar ve yüzdeler yöntemi kullanılır. Dinamik finansal analiz ise işletmenin cari dönem verilerinin geçmiş yıllar veya rakip işletmelere ait verilerle karşılaştırılması yoluyla yapılır. Dinamik analizde genellikle karşılaştırmalı finansal tablolar ve rasyolardan yararlanır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 35-78).

1.9.1. Oran Analizi

Rasyolar veya oranlar, işletmelerin finansal verilerini özetleyen ve performanslarını karşılaştırmak için en uygun araçlardır. Uygulamada en çok kullanılan mali analiz tekniklerinden biridir. Oran, mali tablolarda yer alan çeşitli kalemler arasındaki basit matematiksel bir ilişkiyi gösterir. Gereğinden fazla oran yerine amaca uygun oranların hesaplanmasında yarar vardır. Ticari bankaların kredi kullanan müşterilerinden, ara ve dönem sonu bilançoları ile diğer finansal bilgileri talep etmeleri, oran analizinin önemini artırmıştır. Oran analizinin önem kazanmasının diğer nedenleri olarak ise banka yöneticilerinin süratli karar vermelerini sağlaması, işletme dışındaki kişiler açısından mutlak rakamlara göre daha yararlı, karar vermeye daha elverişli olması ve işletmelerin büyüklük ve benzeri özelliklerini ortadan kaldırdıklarından işletmeler arası kıyaslamalara olanak vermesi gibi avantajları sıralanabilir. Hesaplanan oranlar tek başına bir anlam ifade etmez. Oran herhangi bir standartla karşılaştırıldığında anlam kazanır. Kıyaslama yapılırken işletmenin geçmiş oranlarından veya benzer işletmelerin oranlarından yararlanılabilir. Ancak benzer işletmelerin verileriyle kıyaslama yapılırken, farklı amortisman ve stok değerlendirme yöntemlerinin uygulanabileceğini göz önüne almak gerekmektedir. Oranlar yardımıyla işletmeler değerlendirilirken; çok sayıda oran yerine, az sayıda amaca uygun oran hesaplanmalı, oranların yorumu doğru yapılmalı, mevsimsel ve devresel değişikliklerin oranlara yansımaları üzerinde durulmalı, bir oranın değerinde meydana gelen farklılığın nereden kaynaklandığı tespit edilmeli, oranlar yorumlanırken çeşitli kaynaklardan sağlanan

bilgilerden yararlanılmalı, enflasyonun oranlar üzerinde neden olabileceği etkilere dikkat edilmeli, oranlar yorumlanırken aynı endüstri kolundaki benzer işletmelerle karşılaştırmalar yapılmalıdır. Mali analizde oranlar likitide oranları, kaldıraç oranları, faaliyet oranları, kârlılık oranları ve borsa performans oranları olmak üzere beş grupta toplanabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 35-78).

Tüm ihtiyaçlara cevap verecek tek bir finansal oran yoktur. İşletmeye fon sağlayacak bir kreditor, ilk olarak işletmenin likiditesiyle ilgilenirken, tahvil yatırımcıları işletmenin uzun dönemli finansal yapısıyla ilgilenir. İşletmenin hisse senetlerine yatırım yapacak kişi öncelikle işletmenin gelirleri ve bu gelirlerin sürdürülebilirliği ile ilgilenecektir (Aydın vd., 2010: 195-209).

Bütün oranlar önemlidir, ancak farklı oranlar bazı firmalar için diğerlerinden daha önemlidir. Örneğin, geçmişte çok fazla borç kullanmış ve borçlarından dolayı iflasa sürüklenmekte olan bir firma için borç ödeme oranı anahtar niteliğindedir. Benzer şekilde, eğer bir firma çok hızlı bir şekilde büyümüş, üretimi gereğinden fazla olmasından dolayı stokları şişmiş durumda ise varlık kullanım ve yönetim oranları kritik bir rol oynamaktadır. Yeterli seviyedeki likitide oranı firmanın faaliyetlerine devam etmesi için, iyi seviyedeki varlık kullanım oranı firmanın maliyetlerini düşük tutarak net kârlarının yüksek oluşması için, borçluluk oranları firmaların ne kadar riskli olduklarını ve operasyon gelirlerinin ne kadarının ortaklar yerine alacaklılara ödenmesi gerektiğini gösterir. Kârlılık oranları, varlık kullanım ile borçluluk oranlarını birleştirerek bunların ROE (öz kaynak getirisi) üzerindeki etkisini gösterir. Piyasa değeri oranları ise bizlere yatırımcıların firma ve geleceği hakkında ne düşündüklerini göstermektedir (Aypek, 2014: 99).

1.9.1.1. Likitide Oranları

Likitide oranları işletmenin kısa vadeli borç ödeme yeteneğinin ölçülmesinde ve net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinden kullanılır. İşletmenin parasal durumunu ortaya koyarak vadesi gelen borçların ödeme olanaklarını belirlemeye yardımcı olur (Bekçi, 2012: 22).

Bir işletmenin likitide oranlarının yüksek olması, kısa vadeli borçlarını ödemede bir sorunla karşılaşmayacağı gösterir. İşletmelerin karşılaştığı sorunların çoğunluğu likitide yetersizliğinden kaynaklandığı için likitide durumunun dikkatli bir şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu noktada dönen varlıkların kısa vadeli borçları aşan kısmı olan net çalışma sermayesinin zaman içindeki gelişim süreci ve bu kalemin toplam varlıklara ve satışlara oranı takip edilmelidir (Coşkun, 2011: 81).

Likitide oranları bilanço kalemleri arasındaki miktar ilişkilerini dikkate alınarak hesaplanır. Dönen varlıkların kalemler arasındaki dağılımı, minimum ve maksimum stok miktarları ile stokların ve alacakların kalite durumunun bilinerek likidite durumuyla ilgili değerlendirilmesi durumunda alınacak kararların isabet derecesi artacaktır. Genelde işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödemekte kullanacağı varlıklar dönen varlıklar arasında yer alır. Bu nedenle işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücü bulunup bulunmadığını tespit için dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki oransal ilişkilerin incelenmesi gerekir. Dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkileri gösteren üç temel oran vardır. Bunlar cari oran, likidite oranı (asit test oranı) ve nakit oranıdır (Önce, 2013: 64).

Cari oran, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir. “Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar” formülüyle ifade edilir. Her sektörde farklı olmakla birlikte, bu oranın 2 olması genellikle yeterli kabul edilir. Oran, işletmenin her bir liralık borcuna karşılık ne kadar dönen varlığa sahip olduğunu gösterir. Cari oranın yüksek olması işletmenin borç ödeme gücünün de yüksek olduğunu göstergesi olarak kabul edilir. Ancak oranın çok yüksek olması kredi verenlerin lehine olurken, işletme lehine kabul edilemez. Oranın yüksek olması işletmede atıl fon bulunduğuna, kaynakların etkin kullanılmadığına işaret eder. Cari oran her bir liralık kısa vadeli borca karşılık iki liralık dönen varlık bulundurulmasını önerirse de sermaye piyasasının yeterince gelişmediği gelişmekte olan ülkelerde oranın 1,5 olmasının borç ödeme gücü açısından yeterli olacağı ileri sürülebilir (Önce, 2013: 64-65). Cari oranın hesaplanmasında şüpheli alacak karşılığı, stok değer düşüklüğü karşılığı, menkul değer düşüklüğü karşılığı gibi karşılık hesaplarının dönen varlık tutarından düşülmesi daha sağlıklı sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır. Ayrıca bankalarda bloke halindeki tutarların dönen varlık tutarında indirilmesi gerekir (Aydın vd., 2010: 50).

Likidite (Asit Test oranı veya Likit oran) oranı kaba bir oran olan cari oranı tamamlayan ve cari oranı daha anlamlı hâle getiren bir orandır. “(Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar” formülüyle ifade edilir. Çabuk oran ve hassas oran şeklinde de ifade edilebilir. Likidite oranı işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir. Stokları dönen varlıklardan ayırdığı için daha keskin bir orandır. Ödeme gücünün belirlenmesinde stokların paraya çevrilmeme riskini ortadan kaldırmaktadır. Stokların paraya çevrilmesinde bir belirsizlik vardır. Bu oran işletmenin satışları durduğu anda kalan dönen varlık kalemleri ile kısa vadeli yabancı kaynaklarını karşılayıp, karşılamayacağını gösterir. Cari orana göre daha hassas bir orandır. Oranın 1 olması işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarının tamamını nakit ve kısa sürede nakde dönüştürülmesi mümkün olan iktisadi kıymetlerle ödeyebileceğini gösterir (Önce, 2013: 65).

Yapılan tez çalışmasının amaçlarından birisi olarak envanter yönetiminin firma performans göstergeleri üzerindeki etkisine odaklanıldığından dolayı, likidite anlamında stokların etkisini dikkate alan bir oran olan likit oran likidite oranı olarak modellere eklenmiştir. Ayrıca pek çok finansal analiz çalışmasında likit oranın değişken olarak modellere eklendiği görülmektedir. Örneğin 2010 yılında Birgili ve Düzer tarafından yapılan bir çalışmada piyasa değeri ile likit oran arasında negatif yönde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Yine Ayriçay ve Türk tarafından 2014 yapılan çalışmada likit oranın firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiş ve firma değerini likit oranın pozitif yönde ve anlamlı olarak etkilediği tespit edilmiştir.

Nakit oranı para ve para benzeri dönen varlık kalemlerinin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi suretiyle hesaplanır. “(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Borçlar” formülüyle ifade edilir. Bu oran işletmenin elindeki mevcut hazır değerlerle kısa vadeli yabancı kaynakların ne ölçüde karşılandığını gösterir. Diğer likidite oranlarına göre daha hassas bir orandır. Bu oran işletmenin satışlarının durması ve alacaklarının da tahsil edilememesi durumunda işletmenin kısa vadeli borçlarının ne kadarlık kısmını karşılayabildiğini gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır. Stoklar yanında alacakları da dönen varlıklardan ayırdığı için likidite oranından da keskin bir oran olan nakit oranın sektörden sektöre farklı olmakla birlikte, 0,20 olması genellikle yeterli kabul edilir (Önce, 2013: 65).

Stok bağımlılık oranı, çalışma sermayesi unsurları içinde stokların yüksek seviyede olup olmadığını gösteren bir orandır. Kısa vadeli borçların ödenebilmesi için stokların en kısa zaman içinde paraya dönüşmesinin gerekli olup olmadığını ifade etmektedir. Stoklara bağımlılık fazla ise firmanın çalışma sermayesi unsurları içinde stoklar oransal olarak ağırlığı fazla ve vazgeçilmez demektir (Aksoy ve Yalçın, 2008: 170). Stokların öneminin işletmenin faaliyet alanına göre değiştiği çalışmanın önceki kısımlarında belirtilmişti. Özellikle imalat işletmeleri için stokların kritik önemde olduğu düşünülürse çalışmamızda stok bağımlılık oranının niye seçildiği anlaşılabilir. Bu oran ayrıca diğer likidite oranlarını tamamlayıcı bir oran olduğu için oran analizini daha anlamlı hale getirmektedir. Önceki finansal oran analizi çalışmalarında bu oranın çok az kullanılması çalışmamızı diğer çalışmalardan ayırmaktadır.

$$\text{Stok Bağımlılık Oranı} = \frac{\text{KVYK} - (\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler})}{\text{Stoklar}}$$

Bir diğer benzer likidite oranı da stokların net çalışma sermayesine olan oranıdır. “Stoklar/Net İşletme Sermayesi” olarak ifade edilen bu oran, net çalışma sermayesinin ne kadarlık kısmının stoklara bağlı olduğunu incelemektedir. Bu oranın ne olması gerektiği konusunda belirli bir standart yoktur. İşletmenin özelliği ve sektörü dikkate alınarak diğer işletmelerle kıyaslama yapılabilir. Oranın yüksek olması likit varlıkların stoklara bağlandığını ifade eder. Oranın düşük olması ise işletmenin stok devir hızının yüksek olduğunu, likidite ve kârlılık açısından olumlu bir seviyede olduğu şeklinde yorum yapılabilmektedir (Çetiner, 2010: 153).

Likidite oranlarının yorumlanmasında aşağıdaki hususlara dikkat edilmesinde fayda bulunmaktadır:

- Satışları istikrarlı bir şekilde devam eden işletmelerin likidite oranlarının sektördeki diğer işletmelere göre daha düşük olması, kısa vadeli borç ödeme gücü yetersizliği anlamına gelmemektedir.
- Faaliyet oranları (Alacak devir hızı, stok devir hızı vb.) yüksek olan işletmeler daha düşük likidite oranlarıyla faaliyet gösterebilir.
- Bilanço ve gelir tablosunun kalitesi yükseldikçe daha düşük likidite oranlarıyla çalışılabilir. Diğer bir deyişle, mali tablolarda yer alan

kalemler ne kadar gerçekçi değerlerle ifade edilmişse, işletmenin likiditesi o kadar yüksek olacaktır. Modası geçmiş stokların, şüpheli alacakların veya likiditesi düşük menkul değerlerin yer aldığı bir finansal durum tablosuna göre yapılan analiz gerçeği yansıtmayacaktır.

- Alacaklarının büyük bir kısmı senetli olan bir işletmeyle daha az senetli alacakları olan bir işletmenin likidite oranları aynı olsa bile likidite güçleri aynı olmayacaktır. Senetli alacakları daha fazla olan işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücü daha fazla olacaktır.
- İşletmelerin alış ve satış politikaları ile kısa vadeli borçların vade dağılımı, likidite gücünün belirlenmesinde önemlidir. Satışlarını özellikli ürün üreterek daha çok peşin, alışlarını da daha çok vadeli yapan işletmeler daha düşük likiditeyle çalışma lüksüne sahiptir. Borçlarını da belirli bir ödeme planı içinde ödeyen işletmelerin likiditeleri daha düşük olabilir (Sevil ve Başar, 2012: 92).

1.9.1.2. Finansal Yapı (Kaldıraç) Oranları

Bu grupta işletmenin finansal yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün göstergesi olan oranlar yer alır. Kaldıraç oranları olarak da adlandırılan bu oranlar varlıkların ne kadarlık kısmının kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla ne kadarlık kısmının ise öz kaynak ile finanse edildiğini, öz kaynaklarla yabancı kaynaklar arasında uygun bir denge bulunup bulunmadığını tespit için kullanılırlar. Finansal yapıyla ilgili oranlar işletmenin faaliyetlerini zararlar kapatması, varlıklarının değerinin düşmesi ve beklediği nakit hareketlerinin gerçekleşmemesi durumunda işletmenin yabancı kaynaklarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceği konusunda önemli bilgiler sağlar. Öz kaynakların toplam kaynaklar içindeki oranının yüksek olması, kredi verenler açısından riski azaltır. Öz kaynak ve yabancı kaynak dengesini işletmenin özelliklerini ve faaliyet alanını da dikkate almak suretiyle optimal düzeyde kurmak finans yöneticilerinin temel görevidir (Önce, 2013: 66-68).

Yabancı kaynak oranı, işletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Kaldıraç oranı olarak da bilinen bu oran, tüm borç toplamının pasif (veya aktif) toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanır. Bu oranın %50 civarında olması normal karşılanabilir. Ancak yaşanan enflasyonun bilançoların

pasif yapısı üzerindeki bozucu etkisi sonucu, ülkemizde bu oranın %70'lere kadar çıktığı görülmektedir. Bunda ülkemizdeki sermaye kıtlığı ve borçlanmanın avantajlı olmasının rolü büyüktür. Ancak borçlanma maliyetinin oldukça yüksek seyretmesi, bu durumu giderek ortadan kaldırmaktadır. Oranın yüksek olması işletmenin riskli bir şekilde finanse edildiğini gösterir. Kredi kurumları bu oranın küçük olmasını isterler. Oranın yüksek olması kredinin riskini arttırır. Buna karşılık kredi kullanan işletmeyi de güç durumda bırakabilir. Gelişmiş ülkelerde bu oranın %50'nin üzerine çıkmaması gerekir. Fakat ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran genellikle %60'ın üzerindedir. Bu sonuç enflasyonun finansal tabloları etkilemesinden de kaynaklanmaktadır (Önce, 2013: 66-68).

Öz kaynak oranı, işletme varlıklarından yüzde kaçının ortaklar veya işletme sahibince finanse edildiğini gösterir. Orta ve uzun vadeli kredi analizlerinde işletmenin kredi değerini tespit amacıyla yaygın olarak kullanılır. Oran, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır. Oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli yabancı kaynakları ile bunların faizlerini ödemede güçlüklerle karşılaşma ihtimalinin zayıf olduğunu gösterir. Bu oranın %50 civarında olması normal karşılanabilir. Ancak yaşanan enflasyonun bilançoların pasif yapısı üzerindeki bozucu etkisi sonucu, ülkemizde bu oranın %30'lara kadar düştüğü görülmektedir. Oranın %50'nin altına düşmesi, işletmenin yükümlülüklerini karşılamada güçlüklerle karşılaşma riskini ortaya çıkarır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikiminin yeterli düzeyde olmaması nedeniyle oran genelde %50'nin altında kalır. Yabancı kaynakların öz kaynaklara oranı işletmenin öz kaynakları ile yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi gösterir. Oran yabancı kaynakların öz kaynaklara bölünmesi suretiyle aşağıdaki şekilde hesaplanır. Oranın 1 olması öz kaynak borç dengesi açısından yeterli görülür. Oranın 1'den küçük olması işletme faaliyetlerinde kullanılan iktisadi varlıkların büyük kısmının öz kaynak ile finanse edildiğini gösterir. Buna karşılık oranın 1'in üstüne çıkması, üçüncü kişilerden sağlanan kaynakların ortaklardan sağlanan kaynaklardan daha fazla olduğunu gösterir. Oran küçüldükçe işletmenin herhangi bir kriz karşısında güç durumda kalma riski azalır (Önce, 2013: 66-68).

1.9.1.3. Varlık Kullanım (Faaliyet) Oranları

Bu grupta yer alan oranlar işletmenin sahip olduğu ve faaliyetlerini gerçekleştirmede kullandığı iktisadi kıymetlerin ne ölçüde etkin kullanıldığını tespit etmede kullanılır. Faaliyet oranları adıyla da anılan bu oranlar satışlar ile çeşitli aktif kalemler arasında uygun bir denge ve ilişki bulunduğunu varsayar (Önce, 2013: 69-72). Ayrıca bu oranlar ilgili hesapların nakde dönüşüm sürelerini de göstererek finansal yöneticiye faaliyet döngüsünün sürdürülebilirliği hakkında önemli ipuçları vermektedir. Faaliyet oranları varlıkların devir hızı olarak da bilinir. Varlıklara yatırılan her bir liranın oluşturduğu satış tutarını ölçer. Örneğin, satışlar/varlıklar = 2 ise bu durum 1 liralık varlık ile 2 liralık satış yapıldığı anlamına gelmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 57).

Alacak devir hızı bir faaliyet dönemindeki kredili satışların ticari alacaklara bölünmesi suretiyle hesaplanır. Ancak analist işletmenin kredili satış tutarını belirleyemiyorsa, pay kısmında net satışlar tutarına yer verilmek suretiyle oran hesaplanır. Alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir. Alacak devir hızı arttıkça alacakların likidite değeri artar. Oranın büyümesi alacak devir hızının arttığını (yani vadelerin kısaldığını), küçülmesi ise devir hızının düştüğünü (yani vadelerin uzadığını) gösterir. Alacak devir hızı hesaplanırken aşağıdaki hususlara dikkat edilmelidir:

- Dönem başı, dönem sonu ticari alacaklarda büyük farklılıklar meydana gelmişse oranın paydasında ticari alacakların ortalamasına yer verilmelidir. Aksi hâlde cari yıl ticari alacakları alınabilir.
- İşletme faaliyetleri mevsimlik hareketlerin etkisi altında kalıyorsa bunun paydadaki ticari alacaklar üzerindeki etkisini giderecek şekilde ortalama hesaplanmalıdır.
- Gerek satışlar gerekse ticari alacaklar arasında sadece işletmenin ana ticari faaliyetinden kaynaklanan işlemlere yer verilmelidir.
- Ticari alacakların henüz vadesi dolmamış, değersiz veya şüpheli hâle gelmemiş alacakları kapsamı sağlanmalıdır (Önce, 2013: 69-72).

Alacak devir hızının azalma seyrine girmesi, alacakların ortalama tahsil süresinin uzaması anlamına gelir. Tahsilat vadelerinin uzaması da satış kaynaklı güçlükler nedeniyle ortaya çıkabilmektedir. Alacaklarla ilgili değerlendirme yapılırken sektör ortalamaları da dikkate alınmalıdır (Çabuk ve Lazol, 2013: 245).

Alacak devir hızı, cari oranın yeterli olup olmadığı konusunda yapılacak analizde dikkate alınmalıdır. Çünkü alacak devir hızı yüksek olan bir işletmenin, düşük cari ve likidite oranlarıyla çalışması borç ödemede problem oluşturmayabilir. Ancak, işletmenin alacak devir hızının ortalamaların üstünde olması, işletmenin kredili satışlar konusunda çok sert bir yaklaşıma sahip olduğunu veya kredili satış yapılacak müşterilerde gereksiz ölçüde yüksek standartlar aradığını ortaya koymaktadır. Böyle bir durum, işletmenin satışlarındaki ve kârındaki artış hızını da yavaşlatacaktır. Bu nedenle satış koşulları alıcılar açısından daha uygun hale getirilmeli ve alacak devir hızı yavaşlatılmalıdır. Ancak böylece işletmenin kârlılığı sürdürülebilir olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 59).

Alacakların ortalama tahsil süresi alacak devir hızını tamamlayıcı bir orandır. İşletmenin fonlarını ortalama ne kadarlık bir süre için alacaklara bağlandığını gösterir. Bu oran, borçların ortalama ödeme süresi ile karşılaştırılarak değerlendirilmelidir. Bu oran üzerinde enflasyon pek etkili olmaz. Çünkü oranı oluşturan pay ve payda enflasyondan aynı yönde ve hemen hemen aynı oranda etkilenir. Ticari alacakların ortalama tahsil süresi çok genel olarak sanayi işletmelerinde 30 gün olarak kabul edilmektedir.

Stok devir hızı “Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar” formülüyle hesaplanabilir. İşletme yapısına göre işletmelerde bulunan stok çeşitleri de değişir. Ticari işletmelerde genellikle sadece ticari mal stokları bulunurken üretim işletmelerinde ilk madde ve malzeme, yarı mamul ve mamul stokları bulunur. Stok devir süresi, stok devir hızını tamamlayan bir orandır. İşletme stoklarının ortalama olarak stokta kalış süresini gösterir. Bu oran “360 / Stok Devir Hızı” formülüyle hesaplanır (Önce, 2013: 69-72). Stok devir süresi ne kadar kısa olursa firmaların stoklarını finanse etmek için ihtiyaç duyacağı kaynak ve finansman giderleri de o kadar

düşük olacaktır. Aynı zamanda stok maliyeti de düşecektir (Çakır ve Küçükkaplan, 2012: 75).

Stok devir hızı, stokların bir yıl içinde kaç kez satışa dönüştüğünü göstermektedir. Genellikle yüksek stok devir hızı, işletmenin stok yönetiminin iyi olduğunu gösterir. Yüksek stok devir hızı, işletmeye daha fazla kâr sağlama olanağı sağlar. Buna karşın, yüksek stok devir hızı, elde çok az miktarda stok bulunduğunu, eldeki stokların üretimi veya satışları karşılayamadığını da gösterebilmektedir. Böyle bir durum ise işletmeye pahalıya neden olabilir. Diğer taraftan, stok devir hızının çok düşük olması, mevcut stokların modasının geçmiş, hasarlı, üretimde kullanılmayacak vb. mallardan meydana geldiğini gösterebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 61).

Stok devir hızı yüksek olan bir işletme, daha düşük bir cari oranla çalışabilir ve bu düşük oran dahi işletmenin yükümlülüklerini yerine getirmesine engel olmayabilir. Stok devir hızı yüksek olan bir işletme, rekabet açısından daha şanslı demektir. Böyle bir işletmenin, kâr marjını düşürerek satış hacmini artırma imkânı vardır. Satış hacminin artması, kâr marjındaki azalmaya rağmen işletmenin kârının artmasını sağlar. Ancak, stok devir hızının artması, işletmeye her zaman yüksek kâr sağlama olanağı vermeyebilir. İşletmenin düşük kâr marjıyla satışlarını artırması, üretim maliyeti ve satış giderlerinde kârdaki artıştan daha fazla bir yükselişe neden olabilir. Böyle bir durumda ise maliyetlerden dolayı işletmenin stok devir hızındaki artış kârlılığı azaltacaktır. Bir işletmenin stok devir hızının yavaş olması veya yavaşlama göstermesi, stok tutma maliyetinin yükselmesine, finansman gereksiniminin artmasına, malların satış kabiliyetlerini kaybetmelerine neden olabilir. İşletmenin aşırı derecede stoka sahip olması ve stok devir hızının düşüklüğü, kötü yönetimin işaretidir. Böyle bir durum, verimli kullanılabilecek kaynakların stoklara yatırılmasıyla alternatif gelirlerin kaybedilmesine sebep olur. Çok sayıda mamul üreten işletmelerde bütün mamuller yerine belirli mamuller için stok devir hızının hesaplanması yeterli olacaktır. İşletmenin genel stok devir hızı ile bazı malların devir hızı aynı yönde bir değişim eğilimi göstermeyebilir. Bu noktada stok devir hızının ayrıntılı bir analizi yöneticilere üretim planlaması ve satış tahmini konusunda yardımcı olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 62).

Bir işletmenin stok devir hızının düşük olmasının nedenleri arasında şunlar sayılabilir:

- Pazarlama ve üretim bölümleri arasında bir eşgüdüm kurulamaması,
- Fiyatların artacağını düşünerek, spekülatif amaçla stoklara aşırı yatırım yapılması,
- Emniyet stokunun gereğinden fazla tutulması,
- Satış olanağını yitirmiş veya satış olanağı azalmış malların stoklar içerisinde gösterilmesi,
- Çok çeşitli stok bulunduran işletmelerin stok çeşitleri arasında normal bir denge sağlayamamaları,
- Dönem sonu stoklarının değerinin yüksek gösterilmesi olarak sıralanabilir.

Bir işletmede stok devir hızının yüksek çıkmasının nedenleri şunlar olabilir:

- Pazarlama ve üretim bölümlerinin eşgüdüm içinde çalışmaları,
- İşletmenin stok kalitesinin yüksek olması,
- Dönem sonu stoklarının düşük değerlendirilmesi,
- Stokların yetersiz olması,
- Stokların yenilenememesi,
- İşletmenin faaliyetlerini sipariş bazlı yürütmesi,
- Bilançolar hazırlanırken stoklar arasında gösterilmesi gereken bazı kalemlerin diğer hesaplarda gösterilmesi.

Stok devir hızının yeterli olup olmadığını belirlemede kullanılacak genel bir kural yoktur. Sektörden sektöre büyük değişimler gösterebilmektedir. Bu nedenle, işletmeler için geçmiş yıllar stok devir hızı bir ölçüt olarak kullanılabilir. Bunun yanında, aynı endüstrideki benzer işletmelerin stok devir hızları ile kıyaslamalar yapılabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 62-63).

Stok devir hızı, stokların verimli kullanışı ve satıcılar yoluyla stokların alacaklara dönüşüm hızı hakkında bilgi verir. Stoklar varlıklar içinde likiditesi en düşük kalemler olduğundan yüksek stok devir hızı olumludur. Stok devir hızının düşmesi (stok devir süresinin artması) nakit akışlarının yavaşlamasına neden olduğundan işletme

sermayesi ihtiyacı artırır. Stok devir hızının artması nakit akışını arttırdığından ve stok maliyetlerini azalttığından firma kârlılığını ve verimliliğini artırmaktadır (Bayyurt, 2007: 577-592). Siparişlere zamanında cevap verilmesi kaydı ile stok devir hızının yüksek, yani stok devir süresinin düşük olması tercih edilmektedir. Stok devir hızının yükselmesi nispi anlamda stoklara daha az fon bağlanması anlamına gelmektedir. Stoklarla ilgili değerlendirme yapılırken de sektör ortalamalarının dikkate alınmasında fayda bulunmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2013: 245).

Aktif devir hızı net satışların net aktif toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanır. Bu oran, işletmenin aktif varlıklarının kaç katı satış yaptığını gösterir. Aktif devir hızının yüksek olması olumludur. Ancak 1 civarı seyreden aktif devir hızının yeterli olup olmadığına karar vermek için bu oranın sektör ortalamaları ile de kıyaslanması gerekir. Bu oran üzerinde enflasyon etkili olabilir. Çünkü oranı oluşturan net satışlar ve toplam aktifler kalemleri enflasyondan aynı oranda etkilenmez. Net satışlar enflasyondan doğrudan etkilenirken, aktif toplamı enflasyonu biraz geriden takip edebilir. Aktifler içinde duran varlıklar fazla ve bu duran varlıklar yeniden değerlemeye tabi tutulmuyorsa enflasyonun aktife etkisi daha fazla olmaktadır. Bu durumda aktifin değeri düşeceğinden devir hızı oranı büyüme eğilimi gösterecektir. Yatırım yıllarında ise paydada olan aktifler büyüyeceğinden oran küçülmektedir. Oranın büyük sanayi işletmelerinde 2, küçük sanayi işletmelerinde ise 2-4 arasında olmasının uygun olacağı öne sürülmektedir (Çabuk ve Lazol, 2013: 219, 246).

Aktif devir hızı ile varlıkların her bir lirasının yarattığı gelir hesaplanmaktadır. Bu oranın yüksekliği işletmenin tam kapasiteye yakın çalıştığını gösterir. Diğer yandan, aktif devir hızı, işletmenin aktifinde duran varlıkların göreceli olarak önemini yansıtmaktadır. Bir işletmede, duran varlıklar aktif toplamı içerisinde büyük bir yer tutuyorsa, söz konusu işletmede aktif devir hızı genellikle yavaştır.

Aktif devir hızı, bir işletmenin kârlılığını tayin eden önemli faktörlerden biridir. Satışlar üzerinden kârlılığın sabit kalması durumunda, yatırım kârlılığını, aktif devir hızı belirlemektedir. Öte yandan aktif devir hızı, işletmelerin özsermaye kârlılığını bile etkileyebilmektedir. Aktif devir hızı yavaş olan endüstriler, genellikle riski yüksek endüstrilerdir. Bu nedenle söz konusu sanayi dalında faaliyet gösteren işletmeler, aktif

devir hızındaki yavaşlığın kâr üzerindeki olumsuz etkisini gidermek için, yüksek kâr marjlarıyla çalışırlar. Bir işletmede aktif devir hızının düşük olması veya yavaşlama seyrinde olması, işletmede tam olarak kullanılmayan varlıkların bulunduğunu göstermektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 64-66).

Faaliyet oranlarıyla bağlantılı olarak nakit döngüsü de işletmelerin çalışma sermaye yönetimi açısından kritik önem sahiptir. Nakit döngüsü, hammadde alımları için ödemenin yapılması ile satışlardan doğan alacakların tahsil edilmesi arasında geçen zamandır (Önce, 2013: 69-72).

Tipik bir üretim firmasında çalışma sermayesi nakit akış sistemi aşağıdaki gibidir:

- a- Satılacak mamullerin üretilmesi için hammadde alımlarının yapılması,
- b- Hammaddenin talebinde kullanılan işçilikler,
- c- Mamullerin satılması,
- d- Faaliyet sırasından kullanılmış kredilerden bir kısmının ödenmesi,
- e- Vadeli satılan mal bedellerinden doğan alacakların tahsili sonrası da çalışma sermayesi nakit akımı tamamlanmaktadır.

Yukarıdaki işlemler bir faaliyet döneminde tekrarlanarak devam etmektedir. Bu faaliyetlerin gerçekleşme süresi çalışma sermayesi tutarını etkilemektedir. Nakit ile başlayıp tekrar nakit ile biten bu süreç ne kadar kısa olursa, ihtiyaç duyulan sermaye miktarı da o kadar az olacaktır. Nakit dönüşüm süresi, stok dönüşüm süresi ve alacakların dönüşüm süreleri toplamından borçların dönüşüm süresi çıkarılarak bulunmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2008: 29-65).

1.9.1.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık birçok karar ve politikalar sonucu oluşan net sonuçtur. Daha önce incelenen oranlar işletmenin faaliyetleri konusunda belirli sonuçları elde etmemize imkân verir. Ancak kârlılık oranları işletmenin ne ölçüde etkin yönetildiği konusunda nihai bilgileri sağlar. Kârlılıkla ilgili oranlar aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır:

- Öz kaynaklar üzerinden kârlılık oranları,
- Satışlar üzerinden kârlılık oranları,

- Varlıklar üzerinden kârlılık oranları,

Dönem Net Kârının Öz kaynaklara Oranı: Bu oran; net kârın öz kaynaklara bölünmesi suretiyle aşağıdaki gibi hesaplanır. Bu oran, işletmeye ortaklarca tahsis edilmiş bulunan değerlerin ne ölçüde etkin ve verimli olarak kullanıldığını tespit etmek amacıyla hesaplanır. İşletmenin öz kaynak kârlılığını gösterir. Bu oranın yüksek olması olumludur. Bu oran üzerinde enflasyon etkili olabilir. Çünkü oranı oluşturan pay ve payda enflasyondan aynı oranda etkilenmez. Dönem net kârı enflasyondan doğrudan etkilenirken, öz kaynaklar içindeki sermayenin nispi bir statikliği nedeniyle öz kaynaklar enflasyonu biraz geriden takip edebilir. Bu durumda ise oran büyüme eğilimi gösterir. Sermaye artırımını yıllarında ise oran küçülebilir (Önce, 2013: 73-74).

Öz kaynakların kârlılığı oranı her zaman önem taşımaktadır. Bununla birlikte yüksek öz kaynak kârlılığı, likit varlıkların elde tutulmasına, etkin varlık yönetimine ve borçların doğru kullanımına bağlıdır. Bazı yöneticiler borsa değerine kârlılık oranlarından daha fazla önem verseler de finans yöneticilerinin borsa değeri değişimlerine doğrudan etkileri hiç denecek kadar azdır. Ancak yöneticilerin firmanın öz kaynak kârlılığı üzerinde kontrol imkânı bulunduğu için öz kaynak getirisinin (ROE) firma için önemi tartışılmazdır (Aypek, 2014: 111-117).

Brüt Satış Kârı Oranı: Gelir tablosunun kâr bölümlerinden yararlanmak suretiyle satışlar üzerinden çeşitli kârlılık oranları hesaplanabilir. Bu grupta yer alan oranlar aşağıda incelenecektir. Bunların ilki satış kâr marjı oranıdır. Bu oran brüt satış kârının net satışlara bölünmesi suretiyle hesaplanır. İşletmenin satış kârlılığını gösterir. Bu oranın yüksek olması yanında değerlerin tutarları da önemlidir. Oranın yükselme eğilimi içinde olması toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. Oranın yükselmesi işletmenin lehine yorumlanır (Önce, 2013: 73-74).

Faaliyet Kârı Oranı: Bu oran, faaliyet kârının net satışlara bölünmesiyle hesaplanır. Satışlar üzerinden faaliyet kârlılığını gösterir ve işletmenin ana faaliyetlerinin ne ölçüde kârlı olduğunu tespit için kullanılır. Oranın yüksek olması işletmenin ana faaliyetinin kârlı ve verimli olduğunu gösterir (Önce, 2013: 73-74).

Dönem Net Kârı Oranı: Bu oran işletme faaliyetlerinin net verimliliği konusunda bilgi verir. İşletmenin uyguladığı çeşitli politika ve kararların sonuçlarını gösterir. Bu oranın yüksek olması olumludur. Ancak oranın yüksek olması yanında değerlerin tutarları da önemlidir. Bu oran için de bir standart mevcut değildir ancak büyük sanayi işletmelerinde bu oranın % 4-6 arasında olmasının uygun olacağı ileri sürülmektedir. Oran dönem net kârının satışlar tutarına bölünmesiyle bulunur (Önce, 2013: 73-74).

Dupont Analizi: Du Pont analizi işletmenin aktif üzerinden kârlılığını etkileyen unsurların analizini kapsar. Analiz, işletmenin yatırımları üzerinden kârlılığını arttırabilmek için alınabilecek önlemler konusunda faydalı bir inceleme süreci sunar. Bu analiz, işletmenin yüksek kâr marjı ile satış yapmasının tatminkâr bir dönem kârını garanti etmeyeceğine; bunun için kullanılan kaynaklarla ilişkili bir satış tutarının da gerçekleşmesi gerektiğine işaret eder. Diğer taraftan yüksek satış hacminin de yeterli kâr marjı olmaksızın istenen sonucu vermeyeceğini açıklar (Önce, 2013: 74-75).

1.9.1.5. Borsa Performans Oranları

Fiyat – Kazanç Oranı: Bu oran hisse senedi başına kâr payı ile hisse senedinin borsa değeri arasındaki bağlantıyı tespit etmeyi amaçlamaktadır. İşletmenin toplam borsa değerinin dönem net kârına bölünmesiyle bulunur. Toplam borsa değeri ise bir hissenin borsa fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpılmasıyla bulunur. Bu oranla daha çok işletmeye yatırım yapmış veya yapacak yatırımcılar ilgilenmektedir. Oran büyüdükçe hisse senedinin daha fazla değer kazandığı anlamı çıkar. Oranın artması hisse senedinin satılması, azalması ise hisse senedinin satın alınması eğilimine yol açmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2013: 233).

Piyasa Değeri – Defter Değeri Oranı: İşletmenin borsa değerinin işletmenin öz kaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Toplam borsa değerinin öz kaynaklar toplamına bölünmesiyle bulunur. Bu oran hisse senedi yatırımcılarına alma, satma veya elde tutma kararlarında yardımcı olabilir. Katsayı büyüdükçe hisse senedinin fazla değer kazandığı anlamı çıkar. Fiyat kazanç oranına benzer şekilde katsayının artması hisse senedinin satılması, küçülmesi ise hisse senedinin satın

alınması eğilimine yol açar. Bu oranın yorumunda sektör ortalamalarından yararlanmak gerekmektedir (Çabuk ve Lazol, 2013: 234).

Hisse Senedi Başına Kâr Oranı: Bu oran, dönem net kârının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. 1000 TL nominal değerli bir hisse senedine düşen net kâr tutarını gösterir. Bu tutarın yüksek olması özellikle hissedarlar açısından olumludur. Bu oran üzerinde enflasyon etkili olabilmektedir. Çünkü oranı oluşturan net kâr ve hisse senedi sayısı enflasyondan aynı oranda etkilenmez. Dönem net kârı enflasyondan doğrudan etkilenirken, ödenmiş sermaye enflasyonu geriden takip edebilir. Sermaye artırımında ise oran küçülmektedir (Çabuk ve Lazol, 2013: 234).

1.9.2. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi

Bilindiği gibi belirli bir döneme ait finansal tablolar tek başlarına işletmeyle ilgili bilgilerin sağlanmasına olanak vermez. Bu nedenle, işletmelerin belirli tarihlerdeki bilanço ve gelir tablolarının karşılaştırılması, geçmiş ve mevcut durumu görmeye, gelecekle ilgili daha tutarlı tahminler yapmaya olanak verir. Karşılaştırmalı tabloların hazırlanması, işletmenin farklı tarihlerdeki hesaplarının ayrı ayrı paralel kolonlarda gösterilmesiyle yapılır. Bir yılın diğer bir yıla göre artış ve azalış biçimindeki değişimleri bir sütunda, değişim yüzdeleri başka bir sütunda gösterilebilir. Karşılaştırma yapılacak tablo sayısı ikiden fazla olduğunda, artış veya azalışın hangi dönem esas alınarak tespit edileceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Belirlenen baz dönemin seçimi sağlıklı bir değerlendirme için çok önemlidir. Çünkü baz olarak seçilen yılın normal bir yıl olmaması, analizin hatalı sonuçlar vermesine neden olur (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 71).

1.9.3. Dikey Yüzdeler Yöntemi

Dikey yüzde yönteminde, finansal tablolarda yer alan her kalemin ait olduğu grup içerisindeki yüzdesi, hem grup toplamına, hem de genel toplama göre ayrı ayrı kolonlarda gösterilir. Bunun için her kalemin ait olduğu grup toplamı 100 kabul edilerek kalemin gruptaki payı tespit edilir. Dikey yüzdeler yöntemi ile aktif ve pasif hesapların toplam varlıklar arasındaki dağılımı belirlenir. Ayrıca işletme kaynaklarının ne oranda yabancı fonlardan, ne oranda da öz kaynaklardan oluştuğu saptanabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 72).

İKİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE KAPSAMINDAKİ ÇALIŞMALAR

Genelde çalışma sermayesi, özeldede ise stok yönetimi üretim ve ticaret işletmeleri için kritik öneme sahip olduğundan dolayı çok sayıda bilimsel çalışmanın temelini oluşturmaktadır. İşletme sermayesi ile firma performansı ve değeri arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla son dönemde finansal analiz metotlarıyla oran incelemesi yapılan çalışmaların yoğunlaştığı görülmektedir.

2.1. Firma Değeri ve Kârlılığını Etkileyen Faktörlere Yönelik Çalışmalar

Toraman ve Körpi tarafından 2015 yılında yapılan bir çalışmada firma değeri piyasa çarpanları ile tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda firma değerinin tahmininde tarihi verileri kullanan değerlendirme yöntemlerinden karşılaştırmalı değerlendirme yöntemi diğer adıyla piyasa çarpanları yöntemi incelenmiş, çalışma kapsamında yer alan uygulamada yöntemin firma değeri tespitindeki başarısını ortaya koymak amaçlanmıştır. Çalışmada BIST dokuma, giyim eşyası ve deri sanayii sektöründe 2003-2012 yılları arasında faaliyetlerini devam ettiren 20 firmaya ait veri seti kullanılarak, 03.05.2013 tarihinde halka arz olan ROYAL Halı'nın değer tahmini yapılmış ve piyasa çarpanları ile firma değeri tahmininin başarısı tartışılmıştır. Sonuç olarak firma değerinin tespitinde piyasa çarpanlarının tek başına yeterli olmadığı, bu yöntemde pek çok sorunun yanıtsız kaldığı görülmüştür. Piyasaların nakit akımlarına göre hareket ettiği düşünüldüğünde, piyasa çarpanları ile tespit edilen firma değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile tespit edilecek firma değeri beraber değerlendirilmesi daha sağlıklı sonuçlar verecektir (Toraman ve Körpi, 2015: 41-56).

Molay ve Autukaite'nin 2014 yılında yaptıkları çalışmada nakit tutarının ve çalışma sermayesi politikasının firma değerini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Çalışmada Fransa'da kayıtlı firmaların 2003-2009 yılları arasındaki verilerini içeren örneklem kullanılmış ve panel veri regresyon yöntemi gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda Fransız yatırımcıların Amerikalı yatırımcılara göre firma değerinden daha çok nakit artışına önem verdikleri görülmüştür. Ayrıca yine Amerikan firmalarına göre Fransız firmalarında net çalışma sermayesine yapılan aynı tutarlı ekstra yatırımın elde tutulan nakit varlıktan daha az değerli olarak görüldüğü tespit edilmiştir. Getiriler riske

duyarlı olduğunda elde tutulan nakit varlıklarda ve net çalışma sermayesinde katma değer sağlanamamaktadır (Molay ve Autukaite, 2014: 53-62).

Aktaş, Croci ve Petmezas tarafından 2014 yılında yapılan çalışmada 1982-2011 yılları arasında ABD firmalarında çalışma sermayesi yönetiminin firma değeri etkisi incelenmiştir. Sonuçlar her işletme için optimal bir çalışma sermayesi seviyesinin olduğunu ve bu optimal seviyeye özde stoklarını ve faaliyet etkinliğini artırarak, genelde ise çalışma sermayesine yapılan yatırımı artırarak veya azaltarak ulaşılabileceğini göstermiştir. Çalışmada kurumsal olarak yapılan çalışma sermayesi yatırımının firma performansını ve değerini artırmada anahtar rol oynadığı belirlenmiştir. Ayrıca etkili bir çalışma sermayesi yönetimi, nakit satın alımlarda kullanılan fonlar gibi atıl firma kaynaklarını yeniden düzenleyerek daha fazla değer üreten alanlarda kullanılmasını sağlayacaktır. Çalışma etkili bir çalışma sermayesi yönetiminin özellikle yeni yatırımların yapıldığı dönemlerde yeni fırsatlar sunduğunu göstermektedir. Diğer bir sonuç ise saldırgan çalışma sermayesi finansman politikasının firma riskini artıracığıdır (Aktaş vd., 2014: 98-113).

Caballero, Teruel ve Solano'nun 2014 yılında yaptıkları çalışmada finans sektörü dışındaki İngiliz firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışmada önceki çalışmaların aksine çalışma sermayesine yatırım ile firma performansı arasında kuvvetli bir bağ olduğu gözlenmiştir. Bu bağ da maliyetleri ve getiriye dengeleyen, firma değerini maksimize eden optimal bir çalışma sermayesi yatırım seviyesidir. Sonuçlar firma yöneticilerinin firma performansı üzerinde negatif etkileri olan satış kaybı, satış indirimleri ve ilave finansman giderlerinden kaçınmaları gerektiğini göstermektedir. Çalışma ayrıca optimal çalışma sermayesi seviyesinin finansal sıkıntı göstergelerine duyarlı olup olmadığını da analiz etmektedir. Sonuçlar finansal kısıtları bulunan firmalarda optimal çalışma sermayesi seviyesinin daha düşük olduğunu göstermiştir (Caballero vd., 2014: 332-338).

Ayrıçay ve Türk tarafından 2014 yılında yapılan diğer bir çalışmada finansal oranlar ve firma değeri arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada, bağımsız değişkenler olarak asit-test oranı, borçlanma oranı, aktif devir hızı, aktiflerin kârlılık oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranları, kontrol değişkenleri olarak ise

finansal kaldıraç ve net satışlar kullanılmıştır. Firma değeri ise bağımlı değişken olarak yer almıştır. Değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak araştırılmıştır. Bu amaçla, çalışmada Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören 56 üretim işletmesinin 2004-2011 yılları arasını içeren 7 yıllık verileri ele alınmıştır. Yapılan analizler sonucunda firma değeri üzerinde asit-test oranı, aktif devir hızı, PD/DD oranı ve finansal kaldıraç oranlarının anlamlı olarak etkin oldukları görülmektedir. Ancak, borçlanma oranı ve aktif kârlılık oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Ayrıçay ve Türk, 2014: 53-70).

Aksoy'un 2013 yılında yaptığı çalışmada firmaların çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Analizde Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören 146 imalat firmasının 2003-2012 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Ele alınan dönem kriz öncesi ve sonrası olarak ikiye ayrılmıştır. Bağımlı (ROA ve tobin-q) ve bağımsız değişkenler (nakde dönüşüm süresi ve unsurları ile cari oran) arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda performans göstergeleri ile alacak dönüşüm süresi arasında negatif, cari oranla pozitif ilişki saptanmıştır. Stok dönüşüm süresi ile tobin-q kriz öncesinde pozitif kriz sonrasında negatif anlamlı ilişki göstermektedir. Ticari borç dönüşüm süresi ile sadece tobin-q arasında anlamlı negatif ilişki görülmüştür. Nakde dönüşüm süresi, ROA ile negatif, tobin-q ile pozitif ilişki ortaya koymuştur. Ayrıca 2008 krizinin değişkenler arası ilişkileri etkilediği tespit edilmiştir (Aksoy, 2013: 9-18).

Aygün (2012) firma performansı üzerinde çalışma sermayesinin etkili olup olmadığını görmek için 107 imalat firmasının 2000-2009 yılları arasındaki verileri ile regresyon ve korelasyon analizleri yapmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak varlıkların getirisi olarak kullanılan ROA, bağımsız değişken olarak ise alacak tahsil süresi, stokta bekleme süresi ve borç erteleme süresi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında ters yönde negatif ilişki bulunmuştur. Bulunan sonucun genel anlamda literatür ile uyum gösterdiği ifade edilmektedir (Aygün, 2012: 215-223).

Çakır ve Küçükkaplan'ın 2012 yılında yaptığı bir çalışmada firmaların çalışma sermayesi unsurlarının firmanın kârlılığı ve piyasa değeri üzerindeki etkisini tespit

edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla çalışmada, İMKB’de işlem gören 122 adet üretim firmasının 2000-2009 yılları arası verileri kullanılmıştır. Çalışmada likidite oranları, alacak devir hızı ve stok devir hızı bağımsız değişken, aktif devir hızı ve kaldıraç oranı kontrol değişkeni, aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve piyasa değeri defter değeri oranları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Aralarındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak araştırılmıştır. Panel veri analizinden elde edilen sonuçlar, çalışma sermayesi unsurlarından cari oran ve kaldıraç oranının aktif kârlılığıyla negatif ilişkili olduğu, asit test oranı, stok devir hızı ve aktif devir hızının ise kârlılığa pozitif ve anlamlı etkisinin olduğunu göstermiştir. Diğer taraftan çalışma sermayesi unsurları ile öz sermaye kârlılığı ve piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Çakır ve Küçük Kaplan, 2012: 69-86).

Arkan ve Altan 2011 yılında Borsa İstanbul’a kayıtlı sanayi firmalarının finansal yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla 127 firmanın 2004 ile 2007 yılları arasındaki verileri SPSS programı kullanılarak incelenmiştir. Sonuçlar incelendiğinde firma değerinin finansal yapı tarafından etkilendiği görülmüştür. Örneğin öz sermayedeki %1’lik değişimin firma değerinde %1.183’lük değişime neden olduğu, kısa vadeli borçta %1’lik değişimin firma değerinde %0.362’lik değişime neden olduğu ve son olarak da uzun vadeli borçtaki %1’lik değişimin firma değerinde %0.163’lük değişime neden olduğu gözlenmiştir (Arkan ve Altan, 2011: 61-66).

Şahin’in 2011 yılında yaptığı bir çalışmada İMKB’ye kayıtlı olarak faaliyet gösteren imalat şirketlerinin çalışma sermayesi politikalarının firma başarısı üzerindeki etkileri panel veri analizi kullanılarak araştırılmıştır. Şirketlerin 2005-2010 yılları incelemeye alınmış, çalışma sermayesi yatırım politikasını belirlemede döner varlıklar/toplam aktif (DV/TA), çalışma sermayesi finansman politikasını belirlemede ise kısa vadeli borçlar/toplam aktif (KVB/TA) oranları kullanılmıştır. 2008-2010 yılları kriz dönemi olarak ele alınıp çalışma sermayesi politikaları, firma başarısı ve kriz etkileri araştırılmıştır. Yapılan analizlerden Türkiye’deki imalat şirketlerinin performanslarını arttırabilmek için hem kriz dönemlerinde ve hem de krizin yaşanmadığı durumlarda koruyucu çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikalarını benimsemeleri daha faydalı olacağı belirtilmiştir (Şahin, 2011: 123-141).

Afza ve Nazir'in 2009 yılında yaptığı bir çalışmada atılğan ve ihtiyatlı çalışma sermayesi politikalarının 204 Pakistan firmasının kârlılığı üzerine etkisi incelenmektedir. Bu çalışmada 1998-2005 yıllarını kapsayan bir panel veri analizi ile varlıkların kârlılığı ve firmanın piyasa değerine göre varlıklarının değeri ölçütleri kullanılarak atılğan çalışma sermayesi yatırımları ve finanslama politikalarının etkisi değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda atılğan çalışma sermayesi politikası ile firmaların kârlılık değerleri arasında negatif bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Firmaların atılğan bir politika izlediklerinde kâr yerine zararla karşılaştıkları rapor edilmiştir. Kârlılık durumuna benzer şekilde piyasada oluşan firma varlık değerlerinin de atılğan çalışma sermayesi politikası ile birlikte azaldığı gözlenmiştir. Bununla birlikte kısa vadeli borçlarını yönetmekte etkin bir politika izleyen firmalara yatırımcıların daha fazla değer verdiği görülmüştür. Çalışmanın yapıldığı ülke firmaları özelinde defter değeri yaklaşımına göre atılğan dönen varlıklar ve kısa vadeli borç yönetimi politikası takip eden firmaların varlık kârlılığı değerlerini yeteri derecede artıramadıkları görülmüştür. Yüksek oranda kısa vadeli borç kullanan firmaların piyasa değerinin defter değerinden daha fazla olduğu gözlenmiştir (Afza ve Nazir, 2009: 19-30).

Erdinç'in 2008 yılında yaptığı çalışmada konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetimi analiz edilmiştir. Bu amaçla Antalya'da yer alan 5 yıldızlı konaklama işletmeleri incelenmiştir. Araştırma sonucunda konaklama işletmelerinin ihtiyatlı davrandıkları bu nedenle çalışma sermayesi finansmanında korumacı yaklaşımı tercih ettikleri gözlenmiştir. Araştırmada ayrıca konaklama işletmelerinde etkin bir nakit yönetimi sürecinin olmadığı ve geleceği tahmin etmenin zorluğundan kaynaklı çalışma sermayesi ihtiyacının doğru belirlenemediği görülmüştür (Erdinç, 2008: 223-236).

Lazaridis ve Tryfonidis'in 2006 yılında yaptıkları çalışmada firma kârlılığı ve çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada Atina Borsasına kote 131 işletmenin 2001-2004 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Çalışmanın amacı Atina Borsasındaki firmaların kârlılık, nakit dönüş süresi ve bileşenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını belirlemektir. Çalışmanın sonuçları brüt kâr marjı ile nakit dönüş süresi arasında anlamlı ve negatif bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Ayrıca yöneticilerin nakit dönüş süresini doğru bir şekilde yöneterek ve vadeli alacaklar, vadeli borçlar ve stoklar gibi bileşenleri optimum bir

seviyede tutarak firmaları için kâr sağlayabilecekleri belirtilmektedir. Çalışmada ilginç olarak daha düşük faaliyet kârının vadeli borçlar için tanınan sürenin artmasıyla bağlantılı olduğu görülmüştür. Bu da daha az kârlı firmaların tedarikçileri tarafından kendilerine sağlanan uzun süre avantajını değerlendirmek amacıyla borçlarını ödemek için daha uzun süreler beklediği sonucuna varmaktadır. Vadeli alacaklar ile firma kârlılığı arasındaki negatif ilişki de daha az kârlı firmaların nakit dönüş süresindeki nakit açığını azaltmak için vadeli alacaklarını azaltma yönünde çabaladıklarını göstermektedir (Lazaridis ve Tryfonidis, 2006: 26-35).

Padachi tarafından 2006 yılında yapılan bir diğer çalışmada ise çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi panel veri analizini kullanarak 58 küçük ölçekli imalat firmasının 1998-2003 yılları arasındaki verileriyle değerlendirilmiştir. İncelenen firmalar yiyecek içecek, deri hazır giyim, kâğıt ürünleri, prefabrik metal ürünler ve mobilya sektörleri içine dâhildir. Kârlılık ölçüsü ve bağımlı değişken olarak toplam varlık kârlılığı değeri alınmıştır. Regresyon sonuçları stokların ve vadeli alacakların şişmesinin kârlılık değerlerinde düşmeye neden olacağını göstermektedir. Anahtar değişkenler olarak stokta bekleme süresi, alacakların tahsil süresi, borçların ödenme süresi ve nakit dönüş süresi alınmıştır. Beş farklı sektörde likitide, kârlılık ve operasyonel verimlilik değerlerinin önemli farklılıklar gösterdiği ve performansı etkileyecek oranda en iyi sonuçların kâğıt endüstrisinde çıktığı gözlenmiştir (Padachi, 2006: 45-58).

Poirters tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada çalışma sermayesine yatırım ile hissedar değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışmada Kuzey Avrupa bölgesinde çalışma sermayesi optimizasyon projesi yapılmıştır. Piyasa değerinin nakit dönüş süresiyle bağlantılı olduğu bulunmuştur. Çalışma sermayesine yapılan yatırımı azaltarak piyasa değerinin artırılacağı sonucuna varılmıştır. Çalışmada ayrıca çalışma sermayesi operasyonel maliyetlerin artmasının da piyasa değerini düşürebileceği belirtilmektedir (Poirters, 2004: 6-13).

2.2. Finansal Oranlar ve Diğer Faktörlerin Firma Performansına Etkisi

Akbulut ve Rençber 2015 yılında BİST imalat sektöründeki firmaların finansal performanslarını analiz etmiştir. Bu amaçla BİST’de işlem gören imalat sektöründeki 32

işletmenin 2010-2012 dönemini kapsayan üç yıllık finansal performansları ile pazar değeri/defter değeri oranları karşılaştırılmıştır. Çalışmada finansal performans göstergesi olarak ise oran analizinde sıklıkla kullanılan likidite, faaliyet ve kârlılık oranları kullanılmıştır. Analizde finansal performans ölçmek için 10 adet değişken ve borsa performansı için pazar değeri/defter değeri oranı kullanılmıştır. Çalışmada ilk olarak işletmelerin finansal performansları dikkate alınarak Topsis yöntemiyle performans skorları elde edilmiştir. Daha sonra, işletmelerin finansal performansları ile borsa performansları arasındaki ilişki korelasyon analizi ile alt sektörler, yıllar ve işletmeler bakımından ayrı ayrı incelenmiştir. İşletmelerin finansal performansları ile borsa performansları arasında istatistik olarak anlamlı ilişki olmadığı belirlenmiştir (Akbulut ve Rençber, 2015: 117-136).

Küçükkaplan 2013 yılında İMKB’de işlem gören imalat firmalarının piyasa değerini açıklayan içsel değişkenlerle ilgili bir panel veri analizi yapmıştır. Bu kapsamda 2000-2010 yılları için 111 üretim firmasının piyasa değerleriyle (piyasa değeri defteri oranı) içsel değişkenler (finansal oranları) arasında sektörel bazda anlamlı bir ilişki olup olmadığı panel veri analiziyle araştırılmıştır. İçsel değişkenler olarak likidite oranları olan cari oran, asit test oranı ve nakit oran; faaliyet oranlarından stok ve alacak devir hızı; son olarak da finansal yapı oranları kullanılmıştır. Sonuçlar, firmaların piyasa değerinin yaklaşık % 23’lük kısmının firmalara özgü içsel unsurlar (finansal oranlar) ile açıklandığını ve toplam borçlanma oranının piyasa değerini negatif etkilediğini göstermektedir. Alt sektörler itibariyle yapılan analizlerde ise, açıklama gücünün genelde artış yönünde değiştiğini ve açıklayıcı değişkenlerin piyasa değeri üzerindeki etkisinin sektörler itibariyle farklılaştığı ya da işaretlerinin değiştiği bulgusu elde edilmiştir. Buna göre, firmanın piyasa değerleriyle içsel değişkenler arasındaki ilişkilere odaklanan çalışmalarda sektörel farklılıkların dikkate alınması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır (Küçükkaplan, 2013: 161-182). Kullanılan piyasa değeri/defter değeri bağımlı değişkeni dikkate alındığında, benzer içsel unsurların kullanıldığı çalışmamızda da bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün ortalama %25-30 seviyelerinde olduğu görülmüştür. Çalışmamızda borçlanma oranı ile piyasa değeri arasındaki ilişki incelenirse de, bu oran ile performans göstergesi olarak alınan kârlılık değerleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle borçlanma oranının performans göstergeleri ile ilişkisi açısından benzer bir sonuç elde edilmiştir.

Akın ve Ece 2013 yılında İMKB’de işlem gören sigorta şirketlerinin finansal performansını analiz etmiştir. Bu amaçla İMKB’de işlem gören yedi sigorta şirketinin finansal tabloları kullanılarak finansal performansları analiz edilmiştir. Sigorta şirketlerinin 2006-2010 tarihlerine ait finansal tabloları, oran analizleri ve karşılaştırmalı finansal tablolar analizi yöntemi ile ele alınmıştır. Sigorta şirketlerinin finansal performanslarını tespit edebilmek amacıyla elde edilen temel finansal büyüklükler ve göstergeler yorumlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda sigorta şirketlerinin kârlılığının analiz dönemi boyunca azaldığı görülmüştür. Özellikle hisse başı kâr değerinin 2008 yılı hariç azaldığı tespit edilmiştir. Toplam borçlarda analiz dönemi boyunca artış görülmüştür. Sigorta sektörü küresel finans krizinin derinliğini ve etkinliğini önceden öngörerek tedbirler almış olduğu açıkça söylenebilir. Sigorta şirketleri tarafından izlenen bu yöntem ile şirketlerin piyasa değerlerini muhafaza etmeleri sağlanmıştır (Akın ve Ece, 2013: 89-106). Finansman giderlerinin artmasına bağlı olarak ortaya çıkan toplam borçlardaki artışın çalışmamızın sonuçlarıyla benzer olarak kârlılık değerlerini olumsuz etkilediği söylenebilir.

Uluyol ve Türk’ün 2013 yılında yazdıkları bir çalışmada finansal oranların firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu amaçla Borsa İstanbul’da işlem gören 56 üretim işletmesinin 2004-2010 yılları arasını içeren finansal verileri üzerinden iki farklı model kurularak ve panel veri analizi kullanılarak çalışma yapılmıştır. Analiz sonucunda likidite oranlarından cari oran ve nakit oranın bağımlı değişken firma değeri üzerinde anlamlı olarak etkin olduğu belirlenmiş, diğer bağımsız değişkenler olan stok devir hızı, öz sermaye oranı, net kâr marjı oranı ve hisse başına kâr oranları ile firma değeri arasından anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Uluyol ve Türk, 2013: 365-384).

Savsar’ın 2012 yılında yaptığı diğer bir çalışmada finansal oranların (Likidite Oranları, Finansal Yapı ile ilgili Oranlar, Faaliyet Oranları, Kârlılık Oranları, Borsa Performans Oranları) firma değeri üzerindeki etkisini incelemektedir. Araştırmada İMKB 100 endeksine dahil olan, Gıda-İçki-Tütün, Enerji ve Metal Ana Sanayii sektörlerindeki firmalardan verilerine tam olarak ulaşılan 36 firmanın 2002-2009 yılları arasındaki mali tablolarından elde edilen Finansal Oranları ile firma değerleri kullanılmış. Elde edilen veriler arasındaki ilişki, Panel Veri Analizi ile incelenmiş ve firma değeri ile finansal oranlar arasında ilişki olup olmadığı saptanmaya çalışılmış.

Firma Değeri ile Alacak Devir Hızı (ADH) arasında istatistiki olarak anlamlı pozitif bir ilişki, SDH (Stok Devir Hızı) ve ROE (Öz sermaye Verim Oranı) ile istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Firma değerinin, finansal oran gruplarıyla arasındaki ilişkiye bakıldığında firma değerinin sadece faaliyet oranlarıyla istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisinin olduğu görülmüştür (Savsar, 2012: 1-139).

Şahin'in 2011 yılında yaptığı bir çalışmada KOBİ'lerde finansal performansı belirleyen faktörler olarak ROA (varlık kârlılığı), ROE (özkaynak kârlılığı), kâr marjı ve firma değeri oranları kullanılmıştır. Sermaye yapısı faktörleri, likidite, verimlilik ve işletme büyüklüğü faktörlerinin performans üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada İMKB'de Avrupa Birliği tanımına göre KOBİ niteliği taşıyan 18 şirket için 2006-2010 yıllarını kapsayan dönem için firmaların finansal performansını belirleyen faktörler ve etki düzeyleri panel veri analizleri yoluyla araştırılmaktadır. ROA ve ROE ile satışlardaki büyüklük arasındaki negatif ilişkiden incelenen dönemde satışlardaki artışa oranla maliyetlerdeki artış yüzdesinin yüksek olduğu ve performansı azaltıcı etkiye yol açtıkları anlaşılmıştır. KOBİ'lerin finansal performanslarını arttırmak için maliyet yönetimine ağırlık vermeleri ve maliyetleri aşağı çekmeleri gerektiği görülmüştür. İnceleme dönemi içerisinde kriz yaşanan yılların büyük bir zaman dilimini içermesinden dolayı, kriz dönemi içerisinde büyük ölçekli olan KOBİ'lerin diğerlerine nispeten daha avantajlı oldukları ve krizden daha az etkilendikleri sonucu çıkarılabilir. Kriz döneminde ihtiyaç duyulan finansmanın artması ve finansman temininde yaşanan sıkıntılar bu durumun varlığını desteklemektedir (Şahin, 2011: 183-200).

Birgili ve Düzer 2010 yılında finansal oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi; likidite durumunun, mali yapının, varlıkların etkin kullanımının, kârlılığın, borsa performansının firma değeri üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemini kullanmak suretiyle incelemiştir. Firma değeri olarak İMKB'de de işlem gören firmaların piyasa değerleri alınmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre veri setine dâhil orandan 16 tanesi ile firma değeri arasında istatistikî olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Geri kalan 5 oran ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirleyecek katsayılar ise anlamsız çıkmıştır. Buna bağlı olarak firmanın likidite durumunun, mali yapısının ve borsa performansının firma değeri üzerinde etkisi oldukça fazladır. Buna karşılık faaliyet oranları ve kârlılık oranlarının bir kısmı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkiye

rastlanmamıştır. Sonuç itibariyle oran analizi verilerinin büyük bir kısmı ile firma değeri arasında bir ilişkinin var olduğu gözlenmiştir (Birgili ve Düzer, 2010: 74-83).

Gemici tarafından 2010 yılında gerçekleştirilen yüksek lisans tezinde mali oranlar üzerinde bir araştırma yapılmış, mali tablo analizlerinin ve mali oranların şirket değerlendirilmelerine yansımaları incelenmiş ve bunun için de İMKB’de işlem hacmi yüksek olan 34 şirketin mali oranları değerlendirilmiştir. Şirket değerlendirme yöntemlerinden en fazla kullanılan F/K oranı ve PD/DD oranı kullanılarak yapılan çalışmada, PD/DD oranının firma değeri üzerinde etkisinin olduğu ancak F/K oranının firma değeri üzerindeki etkisinin çok zayıf olduğu bulunmuştur. Bunun nedenleri arasında, F/K oranının spekülasyonlara açık olması, net kârı gösterge olarak alması ve ayrıca F/K oranının zarar eden şirketlerde çalışmıyor olması sayılabilir. Yine de dünyada ve Türkiye’de şirket değerlendirme yöntemleri arasında en fazla kullanılan yöntem olarak F/K ve PD/DD oranları olduğu belirtilmektedir (Gemici, 2010: 1-156). Çalışmamızda bağımlı değişken olarak alınan PD/DD oranının, bu çalışmada farklı olarak bağımsız değişken olarak seçildiği görülmektedir. Ancak yine de firma değerini etkileyen faktörlere farklı bir bakış açısıyla değerlendirmesi bakımından dikkat çekici bulunmuştur.

Uyar ve Okumuş 2010 yılında finansal oranlarla krizin imalat firmaları üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Çalışmanın örneklemini, İMKB’de işlem gören üretim şirketleridir. Çalışma kriz dönemine ilişkin şu sonuçları ortaya koymuştur: likidite oranlarının düşmesi kısa vadeli borç ödeme kabiliyetinin zayıfladığına işaretler, varlıkların devir hızlarının düşmesi şirketlerin gelir üretme kapasitelerinin düştüğüne işaretler, kârlılık oranlarının negatif olması şirketlerin çoğunluğunun kriz döneminde zarar ettiğini göstermektedir, mali yapı oranları şirketlerde genel anlamda borçlanmanın arttığını göstermektedir (Uyar ve Okumuş, 2010: 146-156).

Sarıkamış’ın 2006 yılında gerçekleştirdiği çalışmada rasyo analizinin gelişim süreci incelenmiştir. Mali tabloların ihtiyacı karşılayabilmesi için onların tahlil edilmeleri ve elde olunan bu analiz sonuçlarından işletme yönetimi, ortakları, işletmeye borç verenlerin yararlanmaları söz konusudur. Mali tabloların analizinde kullanılan tahlil tekniklerinden birisi de rasyo yöntemidir. Buna rasyo analizi denilmektedir. İlk

rasyo analizine 20. yüzyılın başlarında rastlanılmaktadır. Sonra yüzyıl boyunca bu analiz yöntemi gelişmiş ve yaygınlaşmıştır (Sarıkamış, 2006: 44-45).

2.3. Kârlılık Analizine Yönelik Çalışmalar

Doğan tarafından 2013 yılında sigorta şirketlerinin sermaye yapısı ile kârlılık değerleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu kapsamda 2005-2011 yıllarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'de faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin sermaye yapısının kârlılık üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Sigorta şirketlerinin kârlılık göstergeleri olarak "Varlık Kârlılığı" (ROA) kullanılmıştır. Ampirik analizlerde çoklu regresyon ve korelasyon yöntemlerinden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda sigorta şirketlerinin hasar prim oranı, kaldıraç oranı ve likit aktiflerinin artması kârlılığını olumsuz yönde buna karşın aktif büyüklüğünün artması kârlılığını olumlu yönde etkilemektedir. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu da sigorta şirketlerinin yaşı ile kârlılıkları arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar tespit edilmiştir (Doğan, 2013: 121-136).

Ukaegbu tarafından 2013 yılında gerçekleştirilen diğer bir çalışmada çalışma sermayesi verimi ile firma kârlılığı arasındaki ilişki ve bu ilişkinin farklı ülkelerde ve farklı sektörlerdeki önemi incelenmiştir. Mısır, Kenya, Nijerya ve Güney Afrika'daki imalat firmalarında 2005-2009 yılları arasındaki finansal verilerle panel veri analizi kullanılarak ampirik bir çalışma yapılmıştır. Çalışma sonucunda net faaliyet kârı ile nakit döngü süresi arasında farklı sektörler için kuvvetli bir negatif ilişki olduğu bulunmuştur. Bu negatif ilişki nakit dönüş süresi arttıkça firmanın kârlılığının düştüğü anlamına gelmektedir. Firma yöneticilerinin firma stoklarını mümkün olan en kısa sürede satarak, müşterilerine tanıdığı vadeyi azaltarak ve firma itibarını kötü etkilemeyecek şekilde borçlarını geciktirerek ortaklar için pozitif değer oluşturmaları mümkündür (Ukaegbu, 2013: 1-16).

Çakır'ın 2013 yılında yaptığı diğer bir çalışmada nakit döngüsünün firma kârlılığına etkisinin sektörel analizi yapılmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılarak, çalışma sermayesi analizi içinde değerlendirilen işletmenin nakit döngüsü ve bu döngünün işletmenin kârlılığına etkisinin olup olmadığı, varsa yönü ve derecesi araştırılmıştır. Çalışmada, İMKB'de işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren

52 işletmenin 2000-2010 dönemine ait veri seti kullanılmıştır. Analiz sonucunda, imalat sanayi genelinde beklenenin aksine işletmelerin nakit dönüşüm süresini (NDS) artırarak kârlılıklarını artırabilecekleri ortaya çıkmıştır. Kimya ve taş alt sektörlerinde ise kârlılık ile NDS arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuştur (Çakır, 2013: 4948-4965).

Akbulut'un 2011 yılında yaptığı çalışmada (2000-2008) İMKB'de imalat sektöründeki işletmelerde çalışma sermayesi yönetimi ve kârlılık arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, çalışma sermayesi yönetimi nakit döngüsü ile ölçülmüştür. İşletme kârlılığı ise aktif kârlılığı ile ölçülmüştür. Yapılan regresyon analizleri sonucunda çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca tek yönlü varyans ile imalat sektörleri arasında nakit döngüsünün farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre firma yöneticisinin ortaklarının gelirlerini artırmak amacıyla nakit döngüsü süresini azaltması önerilmektedir. Nakit döngüsü süresinin kısaltılması ATS ve STS'nin azaltılması ve borç ödeme süresinin uzatılması anlamına gelmekte ve kârlılık ta bu değişimden pozitif yönde etkilenebildiği ileri sürülmektedir (Akbulut, 2011: 195-206).

Coşkun ve Kök'ün 2011 yılında yaptığı diğer bir çalışmada ise firmaların çalışma sermaye politikalarının kârlılık üzerine etkisi dinamik panel uygulaması ile incelenmiştir. Çalışmada 1991-2005 döneminde İMKB'de faaliyet gösteren 74 firmanın yıllık verilerinden oluşan panel veri seti kullanılmıştır. Çalışma sermayesi politikalarının ölçütü olarak sektöre göre düzeltilmiş nakit dönüş süresi, alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi ve stok devir süresi ile kârlılık ölçütü olarak aktif kârlılığı kullanılmıştır. Sektöre göre agresif yatırım politikası izleyerek alacak tahsil süresini ve stokta kalma süresini azaltan firmaların kârlılıklarını artırabildiği diğer bir ifadeyle, nakit dönüş süresi, alacak tahsil süresi ve stok devir süresi ile kârlılık arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca borç ödeme süresi ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre borç ödeme süresinin artırılması suretiyle agresif bir finansman politikası izlenmesi kârlılığı artırabilmektedir. Ayrıca kârlılığın bir önceki yıl kârlılık seviyesinden bağımsız olmadığı ve firma politikaları, rekabet gücü vb. faktörler sonucu ortaya çıkan önceki dönem kârlılık düzeyinin sonraki dönemlere de etkilediği gözlenmiştir (Coşkun ve Kök, 2011: 75-85).

Amarjit, Biger ve Mathur'un 2010 yılında yaptığı diğer bir çalışmada çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaçla New York borsasına kayıtlı 88 Amerikan firmasının 2005 ve 2007 yılları arasındaki verileri incelenmiştir. Nakit dönüş süresi ile brüt faaliyet kârıyla ölçülen kârlılık değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Firma yöneticilerinin nakit dönüş sürelerini doğru bir şekilde hesaplayarak ve vadeli alacaklarını optimal bir seviyede tutarak firmalarını kârlı tutabilecekleri belirlenmiştir (Amarjit vd., 2010: 1-9).

Kiracı'nın 2009 yaptığı çalışmada stok yönetimi ve kârlılık ilişkisi finansal oranlar aracılığıyla İMKB imalat sektöründe incelenmiştir. Çalışmada 2002-2006 dönemindeki İMKB imalat sektöründe yer alan işletmelerin finansal oranları kullanılmıştır. Araştırma kârlılık ve stok yönetimiyle ilgili finansal oranlar arasındaki ilişkiyi, korelasyon ve regresyon analizi kullanarak açıklamaktadır. Araştırma bulguları, stok devir hızıyla aktif kârlılık ve net kâr oranları arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ifade etmekteyken, stok devir hızı ile brüt kâr oranı arasında negatif yönde bir ilişkiyi göstermektedir. Ayrıca araştırma sonuçları, stokların toplam varlıklara ve dönen varlıklara oranları ile kârlılık oranları arasında negatif yönde bir ilişki olduğunu belirtmektedir (Kiracı, 2009: 161-195).

2.4. Çalışma Sermayesi Analizi Çalışmaları

Akın ve Eser'in 2014 yılında yaptıkları bir çalışmada mermer işletmelerinde çalışma sermayesi yönetiminin etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada Burdur ilindeki 30 mermer işletmesi üzerinde bir araştırma yapılmıştır. Yapılan araştırmalar sonucunda mermer işletmelerinde çalışma sermayesi ihtiyacının işletmelerin büyüklüğü, faaliyet konuları, teknolojiye yaşanan gelişmeler, ülkenin içinde bulunduğu kriz dönemleri gibi birçok faktörden etkilendiği tespit edilmiştir. İşletmeye yöneltilen demografik sorular ile likert tipi sorulardan bazıları çapraz analize tabi tutulmuştur. İşletmelerin büyüdükçe çalışma sermayesine duyulan ihtiyacın arttığı ve işletmelerin bu görüş noktasında farkındalığa sahip oldukları gözlenmiştir. Mermer işletmelerinin büyük çoğunluğunun orta ölçekli işletmeler sınıfında yer alması ve ayrı bir finans departmanının bulunmaması çalışma sermayesi yönetiminin önemini arttırmaktadır (Akın ve Eser, 2014: 45-55).

Kök, Coşkun ve İspir'in 2013 yılında yaptığı diğer bir çalışmada çalışma sermayesi politikalarının bir göstergesi olan NDS'nin durağanlığı, başka bir deyişle uzun dönemde ortalamaya dönme eğilimi, birim kök testleri aracılığıyla analiz edilmiştir. Bu amaçla çalışmada İMKB'de yer alan 7 imalat sanayi sektörünün NDS serilerinden oluşan 1990-2009 dönemi panel veri seti kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi düzeyinin her sektöre göre farklılaştığı ve farklı tarihlerdeki kırılmalar bağlamında ekonomik değişmelere farklı tepkiler verdiği gözlenmiştir. Çünkü makroekonomik şartların çalışma sermayesi yatırımları üzerine etkisinin büyüklüğü, sektörden sektöre değişebilmekte ve değişen şartlara farklı sektörlerde farklı tepkiler verilebilmektedir. Ekonomik gelişmelere paralel olarak dalgalanan ve her bir sektör için farklılaşan NDS'nin uzun dönemde durağan bir seyir izleyerek denge seviyesine geri döndüğünden, dolayısıyla sektörler açısından optimal bir NDS düzeyinin varlığından söz etmek mümkündür. Firmaların çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikaları oluştururken, bu durumu dikkate almaları likidite ve kârlılık dengesi açısından önemlidir (Kök vd., 2013: 49-70).

Işık ve Kiracı'nın 2012 yılında yaptıkları çalışmada 2008 küresel finans krizinin İMKB'deki üretim işletmelerinin çalışma sermayesi üzerindeki etkisi finansal oranlar yardımıyla incelenmiştir. Araştırma sonucunda kriz öncesi ve sonrasında likitide oranlarının değişmediği, faaliyet oranlarının ve brüt kâr oranlarının azaldığı görülmüştür. 2008 yılında 2007 yılına göre likitide ve faaliyet oranlarının düştüğü, buna bağlı olarak da brüt kâr oranının azaldığı saptanmıştır. Bu çalışmada dikkat çeken bir diğer nokta da kriz öncesi negatif çalışma sermayesine sahip firma sayısı 7 iken, kriz sonrası bu sayı 15'e çıkmıştır (Işık ve Kiracı, 2012: 157-174).

Hill, Kelly ve Highfield 2010 yılında çalışma sermayesi gereksinimini etkileyen faktörleri detaylı bir şekilde incelemek için bir çalışma yapmışlardır. Firmaların faaliyet döngüsünden ve maliyetlerin artmasından kaynaklanan piyasa problemlerini önleme ve nakit akımlarını ve nihayet ortakların refahını olumlu olarak etkileyen kazançların artması için farklı çalışma sermayesi stratejilerine odaklandıkları belirtilmektedir. Bu çalışmada satışlardaki büyümenin, satışların belirsizliğinin, maliyetli yabancı kaynak finansman giderlerinin ve finansal sıkıntının firmaları daha saldırgan bir çalışma sermayesi stratejisini izlemeye yönelttiği belirtilmektedir. Öz kaynaklarını kullanan ve

sermaye piyasalarına erişimi daha kolay firmaların ise daha ihtiyatlı çalışma sermayesi politikalarına yöneldiği görülmektedir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar çalışma sermayesi politikasını değerlendirirken sadece sektör ortalamalarının değil, ayrıca faaliyet ve finansman koşullarının da dikkatli bir şekilde izlenmesi gerektiğini göstermektedir. Ampirik sonuçlar çalışma sermayesi ile brüt kâr marjı arasında doğrudan bir korelasyon olmadığı yönündedir. Ayrıca çalışma sermayesi politikasının finanslama kapasitesinden etkilendiği, diğer bir deyişle istenildiği zaman fon bulabilme ile ilgili olduğu belirtilmektedir. Özellikle çalışma sermayesi gereksiniminin faaliyet nakit akışı ve hacmi ile doğrudan bağlantılı olduğu, piyasa defter değeri oranı ve finansal sıkıntı ile ise ters yönlü bir ilişki gösterdiği gözlenmiştir. Çok kuvvetli bir kanıt olmasa da çalışma sermayesi gereksinimi ile pazar payı arasında zayıf negatif yönde bir korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde daha az öz kaynaklara sahip olan, sermaye piyasasına erişimi kısıtlı olan ve borçlanma kaynaklı yüksek maliyetlere katlanan firmaların alacaklar ve stoklar kalemlerine oranla agresif bir şekilde vadeli borçlanmaya yöneleceği görülmüştür (Hill vd., 2010: 783-805).

Uyar 2009 yılında küresel ekonomik krizin İMKB'deki şirketlerin nakit dönüşüm süresine olan etkisini incelemiştir. Çalışmanın örneklemini, İMKB'de işlem gören tas-toprak, tekstil ve ticaret sektöründeki şirketlerdir. Çalışmaya konu olan üç sektörden en uzun nakit dönüşüm süresi tekstil sektörüne aittir. Taş-toprak ve tekstil sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin nakit dönüşüm süreleri kriz sürecinden olumsuz etkilenmişlerdir. Bunda da alacakların tahsilât süresinin ve stokları elde tutma süresinin uzaması etkili olmuştur. Kriz döneminde ticaret sektörünün ise nakit dönüşüm süresi diğer sektörlerin aksine kısalmıştır. Bunda da borç ödeme süresinin kısaltılması etkili olmuştur. İşletmelere nakit dönüşüm sürelerini kısaltmaları için stok kontrol sisteminin geliştirilmesi veya tedarikçilerin hammadde ve malzemeyi üretimde ihtiyaç olduğu anda teslim etmesi sağlanarak stokları elde tutma süresini kısaltma; borçlarını daha kısa zamanda ödeyen müşterilere indirim sunularak yada ödemelerini geciktirenlere vade farkı uygulayarak alacakları tahsil süresini kısaltma; işletmelerin ödemelerini daha yavaş yaparak borç ödeme süresini uzatma gibi önerilerde bulunulabilir (Uyar, 2009: 228-235).

Şen, Baştürk ve Oruç'un 2009 yılında yaptığı çalışmada yönetim etkinliğindeki farklılaşmalarının çalışma sermayesi seviyesine etkisi ele alınmıştır. İncelemeler sonrasında; Türkiye'de faaliyet gösteren ve İMKB'de kayıtlı firmaların, stok yönetiminde etkinlik seviyelerinin düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bu olumsuz durumun düzeltilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren üretim firmalarına stok yatırımlarını optimal düzeye indirgemeleri, alacak ve stok yönetimi uygulamalarını bir bütün halinde ele almaları tavsiye edilmektedir. Alacak yönetimi ve stok yönetimi fonksiyonları arasındaki etkileşimin genellikle göz ardı edilmesi, firmanın cari varlıklarının etkin bir biçimde yönetilmesini etkilemektedir. Stokların gereğinden çok olması, firmaların emniyet stoku seviyelerinin yüksek olması veya elde kaynak olduğunda bunun stok alımında değerlendirilmesi bu sonucu ortaya çıkaran faktörler arasında sayılabilir. Firmalar, stok ve alacak devir hızlarını başka bir deyişle stok tutma süresiyle alacakların ortalama tahsil süresini kısaltmaya çalışırken, borç devir hızını yavaşlatan önlemler almaları gerektiği bildirilmektedir (Şen vd., 2009: 137-148).

Erdinç'in 2008 yılında yaptığı çalışmada konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetimi analiz edilmiştir. Bu amaçla Antalya'da yer alan 5 yıldızlı konaklama işletmeleri incelenmiştir. Araştırma sonucunda konaklama işletmelerinin ihtiyatlı davrandıkları bu nedenle çalışma sermayesi finansmanında korumacı yaklaşımı tercih ettikleri gözlenmiştir. Araştırmada ayrıca konaklama işletmelerinde etkin bir nakit yönetimi sürecinin olmadığı ve geleceği tahmin etmenin zorluğundan kaynaklı çalışma sermayesi ihtiyacının doğru belirlenemediği görülmüştür (Erdinç, 2008: 223-236).

2.5. Finansal Raporlama Standartları Çalışmaları

Akgün 2013 yılında UFRS'nin finansal analize olan etkisini İMKB'de incelemiştir. Çalışmada, IFRS'nin işletmelerin finansal analizinin etkisine ilişkin İMKB'de hisse senetleri işlem gören işletmelere ait ankete ait faktör analizi yapılmıştır. Çalışma, söz konusu ankete katılan yöneticilerin davranışsal tutumlarını, görüşlerini ve değerlendirmelerini yansıtmaktadır. IFRS'nin işletmelerin finansal tablolarının analizinin kalite düzeyine etkisi ve finansal tablo kullanıcılarına daha doğru bilgi sunmasına ilişkin faktörlerin yükleri değerlendirildiğinde, IFRS'nin İMKB'ye kayıtlı işletmelerin finansal tablolar analizinin kalite düzeyini olumlu yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, IFRS ile bağımsız değişkenlerde meydana gelen bir artış,

beraberinde finansal tablo kullanıcılarına işletmenin finansal analizinin ölçülmesinde yüksek düzeyde kalite sağlaması bağımlı değişkeni üzerinde olumlu etkiye yol açmaktadır. Bunun yanı sıra, IFRS'nin uygulanması ile muhasebede belge ve kayıt düzeni açısından kalite düzeyini olumlu yönde etkilemesi değişkenindeki ilişkinin ise güçlü anlamlılık seviyesinde olduğu gözlenmiştir. Anketteki verilere göre, IFRS, işletmeler arasında uluslararası karşılaştırmayı sağladığından finansal tablo kullanıcılarına finansal analiz daha yüksek düzeyde güven sağlamasına yol açmıştır. Bunun yanı sıra, IFRS, işletmelerin aynı sektördeki başka işletmelerin finansal performanslarına dayanılarak yapılan karşılaştırmalarda doğru ve tutarlı analiz yapılmasına yardımcı olması yönünde olumlu etki olduğu gözlenmiştir. Sonuçta, faktör analizi ile, IFRS işletmelerde finansal tablo kullanıcılarına finansal verilerin ölçülmesinde daha güvenilir sonuçların ortaya konulması ve yatırımcıların ise daha doğru yatırım kararlarına katkı sağladığı ortaya konulmuştur (Akgün, 2013: 10-26).

Alkan ve Doğan'ın 2012 yılında UFRS'nin finansal oranlara olan kısa ve uzun dönemli etkilerini incelemiştir. Bu kapsamda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2000 ve 2009 yılları arasında işlem gören şirketlerin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına uygun olarak düzenledikleri finansal tablolar ile Uluslararası Finansal Raporlama Standartları öncesinde düzenlenen finansal tablolara göre yapılmış rasyo analizleri arasındaki farkları belirlemeyi amaçlamaktadır. Analiz iki farklı ölçümü kapsamaktadır. Öncelikle şirketlerin standartlar öncesi ve standartlar sonrası her rasyoya ait ortalamaları hesaplanmış ve sonuçlar karşılaştırılmıştır. UFRS'ye geçiş yılındaki değişikliğin analiz edilebilmesi için her şirket için 2004-2005 yıllarındaki rasyolar arasındaki farkın anlamlı olup olmadığı analiz edilmiştir. Bu iki farklı ölçüm standartlarının rasyolar üzerindeki uzun dönemli ve kısa dönemli etkilerini görebilmek için önemlidir. 2004-2005 uyum sürecinde elde edilen bulgular ile 10 yıllık dönemde elde edilen bulgular arasında anlamlı farklılıklara ulaşılmıştır (Alkan ve Doğan, 2012: 87-100).

Büyükşalvarcı ve Uyar tarafından 2012'de farklı muhasebe düzenlemelerine göre hazırlanan mali tablo oranları ile şirketlerin piyasa değerleri arasındaki ilişki 2004 yılı İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren 91 şirket üzerinden incelenmiştir. Araştırma bulguları, Türkiye'de 2004 yılına ilişkin olarak UFRS'ye göre hazırlanmamış ve UFRS'ye göre hazırlanmış mali tablolardan elde edilen finansal oranlar arasında

istatistiksel açıdan anlamlı farklılık olduğunu göstermektedir. Elde edilen sonuçlara göre UFRS'ye göre hazırlanmamış mali tablolardan elde edilen finansal oranların, UFRS'ye göre hazırlanmış mali tablolardan elde edilen finansal oranlara göre şirketlerin hisse senedi getirilerini ve piyasa değerlerini açıklamada daha üstündür. Sonuç olarak, araştırma kapsamındaki şirket yatırımcılarının 2004 yılına ilişkin yatırım kararlarını alırken UFRS'ye göre hazırlanmış mali tablolar yerine, UFRS'ye göre hazırlanmamış mali tablolardan elde edilen finansal oranları kullandıkları söylenebilir (Büyükşalvarcı ve Uyar, 2012: 25-48).

Atmaca ve Çelenk 2010 yılında UFRS'nin finansal analize olan etkisini regresyon analizi ile ölçmeye yönelik bir araştırma yapmıştır. Çalışmada UMS ve UFRS'lerin işletmelerin finansal analiz uygulamalarının kalite düzeyine etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma için İstanbul Sanayi Odası tarafından her yıl açıklanan "Türkiye'nin İlk 500 Sanayi Kuruluşu" seçilmiştir. Araştırmada anket yöntemi kullanılmış olup, veriler regresyon analizine tabi tutulmuştur. Araştırma doğrultusunda UMS ve UFRS'lerin işletmelerin finansal analizlerinin kalite düzeyine olumlu yönde etkide bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır (Atmaca ve Çelenk, 2010: 113-125).

2.6. Hisse Senedi Getirilerinin Ölçümüne Yönelik Çalışmalar

Kaya ve Öztürk 2015 yılında muhasebe kârları ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu amaçla, BİST Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2000-2013 yıllarında elde ettikleri muhasebe kârları ile hisse senedi fiyatları arasında ilişki panel eş bütünleşme ve Granger nedensellik testi kullanılarak ele alınmıştır. Analiz sonucunda muhasebe kârları ile hisse senedi fiyatlarının eş bütünleşik olduğu yani muhasebe kârları ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Uzun dönemli bir ilişkinin tespit edilmesi sebebiyle değişkenler arasında bir nedensellik varlığını belirlemek amacıyla Granger nedensellik testi yapılmıştır. Muhasebe kârlarını temsil eden aktif kârlılığı ve net kâr marjı değişkenlerinden hisse senedi fiyatı değişkenine doğru tek yönlü, esas faaliyet kârlılığı değişkeni ile hisse senedi fiyatı değişkeni arasında iki yönlü nedensellik tespit edilmiştir (Kaya ve Öztürk, 2015: 37-54).

Bayrakdaroğlu 2011 yılında performans ölçütlerinin hisse senedi getirilerini açıklayabilme gücü üzerinde bir çalışma yapmıştır. Bu kapsamda çalışmada panel veriler kullanılarak panel lojistik regresyon yöntemi uygulanmış ve regresyonun varsayımlarının neden olduğu kısıtların azaltılmasına çalışılmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının alt endeks grubunu oluşturan 146 imalat sanayi işletmesinden verileri sürekli olan 96 şirketin 1998–2007 yıllarına ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda, ilgili dönemde hisse senedi getirilerinin finansal performans ölçütleriyle istatistiksel olarak açıklanabildiği ancak bu açıklama gücünün çok yüksek düzeylerde olmadığı görülmüştür (Bayrakdaroğlu, 2011: 139-158).

Büyükşalvarcı'nın 2011 yılında yaptığı çalışmada ülkemizde yaşanan 2001 ve 2008 ekonomik kriz dönemlerinde finansal analizde kullanılan oranlar ile hisse senedi getirileri arasında ilişki olup olmadığı ve bu oranların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin ilgili ekonomik kriz dönemlerinde farklılık gösterip göstermediği incelenmiştir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre; 2001 ekonomik kriz döneminde şirketlerin hisse senedi getirileriyle likitide oranları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. 2008 ekonomik kriz döneminde ise bu oranlardan yalnızca nakit oranıyla hisse senedi getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki mevcuttur. Kârlılık oranları kapsamında çalışmada ele alınan brüt kâr marjı, net kâr marjı, öz sermaye kârlılık oranı, aktif kârlılık oranı ve FVAÖK oranından hem 2001 hem de 2008 ekonomik kriz döneminde yalnızca öz sermaye kârlılık oranı ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Borsa performans oranları grubunda ise Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ile şirketlerin hisse senedi getirileri arasında hem 2001 hem de 2008 ekonomik kriz döneminde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Hisse başına kâr oranı ile şirketlerin hisse senedi getirileri arasında ise yalnızca 2008 ekonomik kriz dönemi için istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Büyükşalvarcı, 2011: 225-240).

Büyükşalvarcı 2010 yılında finansal oranlar ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi imalat sektörü üzerinden araştırmıştır. Bu doğrultuda çalışmanın amacı, finansal analizde kullanılan oranlarla hisse senedi getirileri arasında doğrusal bir ilişki olduğu yönündeki varsayımın geçerliliğinin incelenmesi ve ilgili değişkenler arasında doğrusal

bir ilişki yoksa var olan doğrusal olmayan ilişki modellerinin belirlenmesidir. Çalışma kapsamını 2009 yılında İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren firmalar oluşturmaktadır. Çalışmada bağımsız değişken olarak şirketlerin likidite, varlıkların etkin kullanımı, mali yapı, kârlılık ve borsa performans durumlarını temsil eden 20 adet finansal oran kullanılmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkenini oluşturan hisse senedi getirileri ise al-ve-tut getiri yöntemi ve birikimli getiri yöntemi olmak üzere iki farklı yöntemle göre hesaplanmıştır. Hisse senedi getirileri ve finansal oranlar arasındaki ilişkiler tespit edilirken biri doğrusal model ve dokuz tanesi doğrusal olmayan model (logaritmik, ters, karesel, kübik, bileşik, güç, S-eğrisi, büyüme ve üssel) olmak üzere toplam 10 adet farklı model kullanılmıştır. Elde edilen analiz sonuçları, hisse senedi getirileriyle finansal oranlar arasında çoğunlukla doğrusal olmayan ilişkilerin var olduğunu göstermektedir (Büyükşalvarcı, 2010: 130-141).

Kalaycı ve Karataş tarafından 2005 yılında hisse senedi getirileri ile finansal oranlar arasındaki ilişki temel analiz yaklaşımıyla faktör ve regresyon analizleri kullanılarak incelenmiştir. Çalışma, imalat sanayii alt sektörleri olan gıda ve içecek; kimya, petrol ve plastik ürünler ve orman, kağıt ve basım sektörlerini kapsamaktadır. 1996-1997 yılları için, şirketlerin 6 aylık periyotlarla açıklanan mali tablolarından elde edilen kârlılık, faaliyet, finansal kaldıraç, likidite ve borsa performansı oranları kullanılarak, bu sektörlerdeki firmaların ilgili dönemde hisse senedi getirileri açıklanmaya çalışılmıştır. Araştırma sonucunda, ilgili sektörlerde hisse senedi getirilerinin kârlılık, borsa performansı ve verimlilik oranlarıyla açıklandığı görülmüştür (Kalaycı ve Karataş, 2005: 146-157).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

METODOLOJİ ve UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Önemi

Finansal oranların firma değeri üzerindeki etkisi konusunda daha önce pek çok teorik ve uygulamalı araştırma yapılmıştır. Yapılan araştırmalar incelendiğinde çok çeşitli finansal oranların daha çok kârlılık gibi firma performansı göstergeleri üzerinde etkisinin analiz edilmeye çalışıldığı görülmüştür. Buna karşılık stoklara ilişkin likidite ve faaliyet oranlarının ayrı olarak firma değeri göstergeleri üzerinde ayrıntılı bir analize tabi tutulmadığı gözlenmektedir. Bu noktada çalışmanın yapılmasının amacı, stok yönetiminde etkili olduğu düşünülen likitide ve faaliyet oranlarının bağımsız değişken olarak kullanılarak, yatırımcıların kararlarında etkili olduğu düşünülen kârlılık, piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) gibi bağımlı değişkenler üzerinde uzun bir tarih aralığında kapsamlı olarak etkisinin değerlendirilmesidir. Ayrıca çalışmada kullanılan finansal veriler ülkemiz sermaye piyasası için uzun sayılabilecek 15 yıllık bir sürece ait olup bu süreç içerisinde yaşanan ulusal ve küresel kriz, muhasebe standartları gibi faktörlerin de etkileri değerlendirilmeye çalışılarak literatüre bu anlamda katkı sağlanması beklenmektedir.

3.2. Araştırmanın Kısıtları

Finansal oranlarla yapılan çalışmalarda muhasebe ve finans teorileriyle uyumsuz sonuçlar çıkma olasılığı bulunmaktadır. Çıkan bu anlamsız sonuçlarda kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde etkili olacağı öngörülmesine rağmen tersi sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Çalışmada kısıt olarak incelenen 2000-2014 yılları arasında yaşanan ulusal ve küresel çaptaki finansal krizler ve yine bu tarih aralığında finansal tabloların hazırlanışı ve sunumunda yapılan değişikliklerdir. Kriz yılları sonrası modelde öngörülenin aksine bir sonuçla karşılaşılma ve modelin anlamsız çıkma ihtimali bulunmaktadır.

3.3. Ana Kütle ve Örneklem Seçimi

Araştırma, 2000-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da imalat işletmeleri arasından verilerine düzenli olarak ulaşılabilen 131 üretim işletmesinin finansal bilgilerini içermektedir. Bu veriler 5 yıllık 3 dönem halinde ve ayrıca 15 yıllık toplamda analize tabi tutulmuştur. Bu dönemsel ayırım, muhasebe standartlarının uygulanmaya başlandığı yıl olan 2005 öncesi ve sonrası dönemler arasında firma performans göstergelerini karşılaştırmalı analize tabi tutmak amacıyla yapılmıştır. Ayrıca 2008 küresel finans krizi gibi finansal veriler üzerinde sapmalara neden olan makro faktörlerin firma performansları üzerindeki birikimli etkisini değerlendirmek için 15 yıllık uzun dönem analizi de yapılmıştır. Bu işletmelere ilişkin mali oranlar Finnet Elektronik Yayıncılık Ltd Şti'den, Borsa İstanbul resmi internet sitesinden ve Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nun web sayfasından temin edilen finansal tablo verileriyle hesaplanmıştır.

Örneklem açısından tekdüzeliğin sağlanması için sadece imalat sektörü tercih edilmiş olup, imalat sektörü firmalarından çalışma periyodu boyunca verilerine düzenli olarak ulaşılamayan 44 firma çalışma kapsamı dışında tutulmuştur. Böylece analizde kullanılan panel veri setinin dengeli bir dağılım göstermesi amaçlanmıştır. Çalışmaya dahil edilen işletmelerin sektörlere göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3: Analiz Kapsamında İncelenen Firmaların Sektörleri

Sektör	Firma Adedi
BİST Gıda, İçecek ve Tütün	19
BİST Tekstil	18
BİST Mobilya	2
BİST Kağıt Karton	11
BİST Kimya, Petrol ve Kauçuk	20
BİST Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	25
BİST Metal Ana Sanayi	14
BİST Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	20
BİST Diğer İmalat	2
TOPLAM	131

3.4. Araştırma Hipotezi ve Modeller

Hipotez, karşılaşılan herhangi bir duruma karşılık oluşturulan bir önermedir. Oluşturulan bu önermenin doğru veya yanlış olup olmadığı bilinmemektedir. Bu noktada hipotezin doğru veya yanlışlığına nasıl karar verileceği önemlidir. İstatistiksel olarak hipotez ise, bir ana kütle için öne sürülen, doğru veya yanlış olması olası olan önermelerdir. Örneğin bir ülkedeki işçi maliyetleri x birimdir ifadesi bir iddia yani önermedir. Fakat işçi maliyetlerinin gerçekten x birim olup olmadığı kesin olarak bilinmemektedir. Bu iddianın doğruluğunun ispatlanması için ilgili ana kütledeki tüm birimlerin göz önüne alınması yani tam sayımın yapılması gerekir. Bu durum ise gerçek hayattaki ekonomik, zamansal ve fiziki kısıtlar nedeni ile çoğu zaman mümkün değildir. Bunun için çoğu zaman ana kütlede alınan bir örnekten (örnek kütle) elde edilen bilgiler kullanılmaktadır. Bilgilerin kullanımı için bazı istatistiksel yöntemler geliştirilmiştir. Bu istatistiksel yöntemlere hipotez testi adı verilmektedir. O halde kısaca hipotez testi, verilen bir ana kütlede bir veya daha fazla sayıdaki parametresi için öne sürülen ve doğru olup olmadığı olasılık kurallarıyla incelenmesi gereken bir önermeden oluşmaktadır (Elitaş, 2011: 45-46).

Hipotez testinde incelenmesi gereken temelde iki hipotez bulunmaktadır. Bunlardan birincisi sıfır hipotezi veya boş hipotezdir. Ana kütle parametresinin önceden belirlenmiş bilinen değeri ile tahmin edilen değer arasında önemli derecede farklılık olmadığını açıklayan hipotez sıfır hipotezidir. Sıfır hipotezi kısaca H_0 biçiminde gösterilir. Buna karşılık ana kütle parametresinin önceden belirlenmiş bilinen değeri ile tahmin edilen değer arasında önemli derecede bir farklılık bulunduğunu açıklayan hipotez ise alternatif hipotezdir ve H_1 biçiminde gösterilir. İşte bu kurgulanan sıfır ve alternatif hipotezler, birbirinin alternatifi olarak düşünülen hipotezlerdir. Bu nedenle, bu iki hipotez öyle kurulmalıdır ki, sıfır hipotezi reddedildiğinde alternatif hipotez kabul edilmiş olmalıdır. Aksi durumda ise alternatif hipotez reddedilmelidir (Elitaş, 2011: 45-47).

Araştırma faaliyet sonucu ve mali durumun göstergeleri olan finansal oranların firma performans göstergeleri üzerinde etkisi olduğu hipotezi üzerine kurulmuştur. Finansal oranlar olarak ise envanter yönetimi oranları başta olmak üzere çalışma sermayesi yönetimine yönelik oranlar kullanılmıştır. Modele bağımlı değişken olarak eklenen firma performans göstergeleri olarak ise firma değeri, piyasa değerinin defter

değerine oranı (PD/DD), hisse başına kâr ve net kâr marjı kullanılmıştır. Araştırmaya kontrol değişkeni olarak net satışlar, aktif büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı eklenmiştir. Çakır ve Küçük Kaplan'ın 2012 yılında yaptığı çalışmada kontrol değişkeni olarak finansal kaldıraç oranı kullanılmış ve bu değişkenin kârlılık değeri üzerinde anlamlı bir etkiye olduğu görülmüştür. Yine Ayrıçay ve Türk tarafından 2014 yılında yapılan çalışmada firma değeri üzerindeki etkiyi görmek için kontrol değişkenleri olarak net satışlar ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Bu çalışmanın sonucunda kaldıraç oranının firma değerini anlamlı olarak etkilediği tespit edilmiştir. Aktaş, Croci ve Petmezas tarafından 2014 yılında yapılan çalışmada kontrol değişkeni olarak kaldıraç ve aktif büyüklüğü kullanılmıştır. Şahin tarafından 2011 yılında yapılan çalışmada kontrol değişkenleri olarak kaldıraç ve aktif büyüklüğünün kârlılık göstergeleri üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Kaldıraç değişkeninin finansal kriz dönemlerinde kârlılığı olumsuz yönde etkilerken, kriz olmayan dönemde ise olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Padachi 2006 yılında yaptığı işletme sermayesi yönetiminin firma performansı üzerine yaptığı çalışmada kontrol değişkenleri olarak satış ve kaldıraç oranını kullanmıştır.

Yukarıda bahsedilen hipotez doğrultusunda, sıfır hipotezinin test edilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda araştırmada kontrol edilecek sıfır hipotezi ve alternatif hipotezi aşağıdaki gibi kurgulanmıştır.

H_0 : İşletme faaliyet sonuçları ve finansal durumunun göstergeleri olan finansal oranların firma değeri üzerinde etkisi yoktur.

H_1 : İşletme faaliyet sonuçları ve finansal durumunun göstergeleri olan finansal oranların firma değeri üzerinde etkisi vardır.

Araştırmada 4 temel model kurularak finansal oranların kullanılacak olan dört adet firma değeri göstergesi üzerindeki etkisi ayrıntılı olarak analize tabi tutulmaya çalışılmıştır. Kurulan modellerin hepsinde bağımsız değişken olarak stoklarla ilgili likitide ve faaliyet oranları kullanılarak stok yönetimin firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırmada beşer yıllık periyotlar halinde 2000-2004, 2005-2009, 2010-2014 yıllarında ve tüm periyot (2000-2014) boyunca bağımsız değişkenlerin firma değeri göstergeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Diğer bir ifadeyle kurulan modellerin dört ayrı dönemde geçerliliği test edilecektir. Araştırmada böylece incelenen tarih aralığında ülkemizde yaşanan finansal krizlerin ve 2005 Uluslararası Finansal

Raporlama Standartları (UFRS) düzenlemeleri öncesi ve sonrasında mali tablolarındaki değişikliğin firma değeri üzerindeki etkileri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Modelin dengeli sonuç vermesi için firma değeri, net satışlar, net çalışma sermayesi, aktif büyüklüğü tutarlarının logaritmaları alınarak analize dâhil edilmiştir. Kullanılan modellerde doğrusal bağlantı problemiyle karşılaşmamak için cari oran, nakit oran, likit oran gibi korelasyon katsayılarının yüksek olduğu tahmin edilen oranlar aynı modelde birlikte kullanılmamıştır.

1. Model: $\text{Log FD} = \alpha_i + \beta_1 \text{LO}_{it} + \beta_2 \text{SBO}_{it} + \beta_3 \text{SDH}_{it} + \beta_4 \text{NDS}_{it} + \beta_5 \text{logNS}_{it} + \beta_6 \text{logAKTİF}_{it} + \epsilon_i$
2. Model: $\text{PD/DD} = \alpha_i + \beta_1 \text{LO}_{it} + \beta_2 \text{SBO}_{it} + \beta_3 \text{AKDH}_{it} + \beta_4 \text{logNCS}_{it} + \beta_5 \text{logNS}_{it} + \epsilon_i$
3. Model: $\text{HBK} = \alpha_i + \beta_1 \text{LO}_{it} + \beta_2 \text{SBO}_{it} + \beta_3 \text{ADH}_{it} + \beta_4 \text{NDS}_{it} + \beta_5 \text{FINKAL}_{it} + \beta_6 \text{logAKTİF}_{it} + \epsilon_i$
4. Model: $\text{NKM} = \alpha_i + \beta_1 \text{LO}_{it} + \beta_2 \text{SBO}_{it} + \beta_3 \text{SDH}_{it} + \beta_4 \text{logNCS}_{it} + \beta_5 \text{FINKAL}_{it} + \beta_6 \text{logAKTİF}_{it} + \epsilon_i$

Kurulan modellerde kullanılan bağımlı değişkenler göz önüne alındığında, firma değeri analizi çalışması, ilk 2 modelde değer kavramı üzerinden, diğer iki modelde ise performans göstergeleri aracılığıyla incelenmiştir. Değer kavramının incelendiği ilk iki modelde kontrol değişkenleri olarak net satışlar ve aktif büyüklüğü, kârlılık değerlerinin incelendiği son iki modelde ise kontrol değişkenleri olarak aktif büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı kullanılmıştır. Kontrol değişkeni kaynaklı sapmaları önlemek için mümkün olduğu kadar az sayıda ve daha anlamlı sonuçlar veren kontrol değişkeni bileşimlerinin seçilmesine dikkat edilmiştir. Modellerde kullanılan kısaltmaların açıklaması şu şekildedir: FD: Firma Değeri, PD/DD: Piyasa değerinin defter değerine oranı, HBK: Hisse Başı Kâr, NKM: Net Kâr Marjı, CO: Cari Oran, LO: Likit (Asit Test) Oran, SBO: Stok Bağımlılık Oranı, SDH: Stok Devir Hızı, ADH: Alacak Devir Hızı, AKDH: Aktif Devir Hızı, NDS: Nakit Dönüş Süresi, NCS: Net alışma Sermayesi, NS: Net Satışlar, FINKAL: Finansal Kaldıraç Oranı, AKTİF: Aktif Büyüklüğü

3.5. Tanımsal İstatistikler

Aşağıda tüm çalışma dönemine ait tanımlayıcı istatistikler 3 ayrı bölüm halinde incelenmiştir. Tablodan da görüleceği gibi 15 yıllık verilerin ortalama, medyan, standart sapma, eğrilik, basıklık ve normal dağılım gösterip göstermeme durumları incelenmektedir.

Tablo 4: Bağımlı Değişkenlere Ait 15 Yıllık Tanımlayıcı İstatistikler

	LOGFD	NKM	PD/DD	HBK
Mean	8.122977	2.065637	2.062392	1.084197
Median	8.046475	3.729798	1.298733	0.210741
Maximum	10.24809	260.0612	82.10067	105.9829
Minimum	3.448459	-283.5521	0.124678	0.000000
Std. Dev.	0.705116	22.10949	4.098293	5.036958
Skewness	0.204014	-2.670273	12.74261	14.28364
Kurtosis	3.813851	43.92428	211.9623	249.4406
Jarque-Bera	67.86129	139459.2	3628269.	5039331.
Probability	0.000001	0.000001	0.000001	0.000001
Sum	15961.65	4058.976	4052.600	2130.446
Sum Sq. Dev.	976.4786	960061.1	32987.36	49828.53
Observations	1965	1965	1965	1965

Çalışma kullanılan bağımlı değişkenler tanımsal istatistikleri incelendiğinde, net kâr marjı bağımlı değişkeninin dikkat çekici bir şekilde diğer 3 bağımlı değişkene göre standart sapmasının fazla olduğu görülmektedir. Bu durum da net kâr marjının bağımlı değişken olarak kullanıldığı 4. modelde varsayımlardan sapmaların bağımlı değişken nedeniyle ortaya çıkabileceği ihtimalini düşündürmektedir.

Çarpıklık (skewness) değerleri incelendiğinde net kâr marjı değeri haricinde diğer bağımlı değişkenlerin pozitif değer aldığından dolayı verilerin ortalama etrafında sağa doğru yayılım gösterdiği söylenebilir. Basıklık (kurtosis) değerleri incelendiğinde ise piyasa değeri/defter değeri ve hisse başı kâr bağımlı değişkenlerinin en yüksek değeri olarak serinin sivri olduğunu ve değerler arasında farklar bulunduğunu ifade etmektedir. Buna karşın firma değeri değişkeni serisinin basık bir dağılım gösterdiği,

diğer bir deyişle verilerin ortalama değer etrafında çok fazla bir değişim göstermediği ve birbirine yakın olduğu anlaşılmaktadır.

Jarque-Bera testi bilindiği gibi istatistik bilim dalında normal dağılımdan sapmayı sınamak için kullanılan bir ölçüdür. Bağımlı değişkenlerin aldığı Jarque- Bera değerleri incelendiğinde hiçbir bağımlı değişkenin normal dağılmadığı gözlenmektedir.

Tablo 5: Likidite ve Faaliyet Oranlarına Ait 15 Yıllık Tanımlayıcı İstatistikler

	ADH	AKDH	SBO	SDH	LO
Mean	7.187332	1.064007	1.834556	7.136162	1.430900
Median	5.232050	0.973787	1.095610	4.715034	0.965238
Maximum	89.26850	4.126427	130.6038	136.3994	28.21281
Minimum	0.0200	0.0100	-18.01319	0.1400	0.000000
Std. Dev.	7.643293	0.526782	4.893011	10.99803	1.727403
Skewness	4.657697	1.146623	12.08929	6.767147	5.685459
Kurtosis	34.24182	5.348244	265.6619	59.73284	57.95198
Jarque-Bera	87019.04	882.0577	5696525.	278521.8	257825.8
Probability	0.000001	0.000001	0.000001	0.000001	0.000001
Sum	14123.11	2090.773	3604.902	14022.56	2811.719
Sum Sq. Dev.	114736.7	545.0084	47021.22	237558.9	5860.420
Observations	1965	1965	1965	1965	1965

Likidite ve faaliyet oranlarının standart sapması incelendiğinde bu oranlardan stok devir hızının en yüksek sapmayı gösterdiği görülmektedir. Çarpıklık değerleri incelendiğinde tüm değişkenlerin sağa çarpık bir dağılım gösterdiği görülmektedir. Basıklık değerleri incelendiğinde aktif devir hızının basık bir seriye, diğer değişkenlerin ise sivri bir seriye sahip olduğu görülmektedir. Jarque- Bera değerleri incelendiğinde yine kullanılan hiçbir değişkenin normal dağılmadığı görülmektedir.

Diğer bağımsız değişkenlerin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek standart sapmanın beklendiği gibi nakit dönüş süresinde olduğu görülmektedir. En düşük standart sapma değerinin ise finansal kaldıraç değerinde olması, bu değişkenin dahil edildiği modelin anlamlılık seviyesini yükselttiği söylenebilir. Çarpıklık değerleri incelendiğinde sadece net çalışma sermayesinin sola çarpık olduğu, diğer değişkenlerin ise sağa çarpık bir yayılma gösterdikleri anlaşılmaktadır. Finansal kaldıraç ve nakit dönüş süresi değişkenleri daha sivri bir seri dağılımı gösterirken, diğer değişkenler ise

daha basık bir seri dağılıma sahiptir. Bu değişkenlere ait dağılımın yine normal bir dağılım göstermediği Jarque-Bera değerinden anlaşılmaktadır.

Tablo 6: Diğer Bağımsız Değerkenlere Ait 15 Yıllık Tanımlayıcı İstatistikler

	LOGAKTIF	LOGNCS	FINKAL	LOGNS	NDS
Mean	8.205973	6.301785	0.473051	8.145369	76.47456
Median	8.189195	7.385226	0.438357	8.104615	63.50381
Maximum	10.34961	9.630014	2.939812	10.62774	455.3260
Minimum	6.428951	0.000000	0.000000	4.898588	-93.22529
Std. Dev.	0.660969	2.839432	0.267327	0.707336	79.10015
Skewness	0.398375	-1.636948	1.354273	0.268282	1.182754
Kurtosis	3.143962	4.008494	8.463982	3.788797	4.967260
Jarque-Bera	53.67202	960.8405	3045.039	74.51452	775.0079
Probability	0.000001	0.000001	0.000001	0.000001	0.000001
Sum	16124.74	12383.01	929.5460	16005.65	150272.5
Sum Sq. Dev.	858.0331	15834.50	140.3546	982.6378	12288423
Observations	1965	1965	1965	1965	1965

3.6. Panel Veri Analizi

Ekonometrik araştırmaların en önemli aşamalarından bir tanesi, değerkenlere ait verilerin gúvenilir kaynaklardan doğru olarak toplanmasıdır. Bunun yanı sıra analiz verilerinin modele uygun olarak toplanması tahminlerin tutarlılığını etkilemektedir. Ekonometrik analizlerde kullanılan úç çeşit veri türünden bahsedilebilir:

1. Zaman serisi verileri
2. Yatay kesit verileri
3. Panel veriler

Zaman serisi verisi; değerkenlerin değerlerinin gún, ay, mevsim, yıl gibi zaman birimlerine göre değişimini ióeren verilerdir. Örneğin yıllık faiz oranları, yıllık milli gelir, aylık ihracat ve ithalat verileri gibi. Yatay kesit verisi ise, zamanın belli bir noktasında farklı birimlerden toplanan verilere denilmektedir. Burada “birim” ifadesiyle birey, hane halkı, firma, sektör, úlke gibi iktisadi birimler kastedilmektedir. Yatay kesit verilerine 2010 yılının mart ayında Türkiye’de illere göre otomobil sayısı, 25 OECD úlkesine ait 2008 yılındaki işsizlik oranı verileri veya 2010 yılının úçüncü çeyreğinde

ülkemize gelen Avrupalı turist sayısı örnek olarak verilebilir. Ayrıca panel veri yapıları “dengeli panel veri” ve “dengesiz panel veri” olmak üzere iki kısımda incelenmektedir (Uluyol ve Türk, 2013: 373-374).

Dengeli panel veri kümelerinde her birim için eşit uzunlukta zaman serisi bulunmaktayken; dengesiz panel veri kümelerinde ise birimlere ait zaman serilerinin uzunlukları farklılık gösterebilmektedir. Bir başka ifadeyle her bir birim tüm zamanlar boyunca gözlemlenmişse “dengeli panel” söz konusu iken, bazı birimler için bazı zamanlar kayıpsa “dengesiz panel” söz konusu olmaktadır (Woolridge, 2003: 281). Bu çalışmada beşer yıllık eşit zaman serileri mevcut olduğundan dolayı dengeli panel veri söz konusudur.

Panel veri; bireyler, ülkeler, firmalar, hane halkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin, belli bir dönemde bir araya getirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Panel veri, N sayıda birim ve her birime karşılık gelen T sayıda gözlemden oluşmaktadır. Örneğin, Türkiye’de illerin 1990-2010 yılları arasındaki pancar üretim miktarları, BİST-50’de yer alan firmaların hisse senetlerinin 2009 yılı günlük getiri oranları veya analizde kullandığımız 134 imalat firmasının 2000-2014 yılları arasındaki mali tablolar analizi verileri gibi (Uluyol ve Türk, 2013: 373-374).

Zaman boyutuna sahip yatay kesit verilerin, yani panel verilerin kullanılarak oluşturulan panel veri modelleri yardımıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine “panel veri analizi” adı verilmektedir. Yani panel veri analizleri yatay kesit veri ile zaman serisi analizini birleştirir. Böylelikle zaman serisi yöntemlerine göre daha fazla bilgi içerdiği söylenebilir. Bu analizde genelde, yatay kesit birim sayısının(N) dönem sayısından(T) fazla ($N>T$) olduğu durumla karşılaşılmaktadır. Genel olarak panel veri modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$$
$$i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T$$

Burada; Y:Bağımlı Değişken, β :Bağımsız Değişkenler, sabit parametre, diğer β 'lar eğim parametreleri ve u ise hata terimidir. i alt indisi birimleri(birey, firma, Şehir gibi), t alt indisi zamanı(gün, ay, yıl gibi) ifade etmektedir. Değişkenlerin,

parametrelerin ve hata teriminin i ve t alt indisini taşıması panel veri setine sahip olduklarını göstermektedir. Y değişkeni, birimden birime ve bir zaman periyodundan ardışık zaman periyoduna farklı değerler alan bağımlı bir değişken olduğunda, kesit boyutu için i , zaman periyodu için t olmak üzere iki alt indisle ifade edilmektedir. Bu genel model, sabit ve regresyon parametrelerinin her zaman periyodunda her bir birey için ayrılmasına izin vermektedir. Bu modelde sabit ve eğim parametreleri hem birimlere hem de zamana göre değer almaktadır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 35-43).

3.6.1. Birim Kök Testi

Çalışmada ilk olarak panel veri analizi yapılacak değişkenlerin durağan olup olmadığını test etmek için paket program yardımıyla panel birim kök testi uygulanmıştır. Çalışmada uygulanan panel birim kök testleri boş hipotezin serilerin birim kök içerdiği, alternatif hipotezin ise serilerin durağan olduğu varsayımına bağlı olarak yapılmaktadır. Test sonuçları aşağıdaki tabloda görülmektedir. Bulgular, serilerin birim kök içerdiği varsayımına dayanan boş hipotezin reddedilmesi gerektiğini ve değişkenlerin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu ve dolayısıyla ortalamaya dönme eğilimi gösterdiği sonucunu ortaya koymaktadır. LLC testi ile ortak birim kök süreçleri (common unit root process) araştırılırken, bunun dışında her birim için IPS testi ile tekil birim kök süreci (individual unit root process) araştırılmaktadır (Uluyol ve Türk, 2013: 370-371).

Tablo 7: Değişkenlere Ait Panel Birim Kök Testi İstatistikleri

	Levin-Lin-Chu (LLC) Testi		Im-Pesaran-Shin (IPS) Testi	
	Statistic	Probability	Statistic	Probability
LOGFD	-14.3146	0.0001*	-6.1150	0.0001
PD/DD	-27.3730	0.0001	-17.0183	0.0001
HBK	-73.6248	0.0001	-27.2800	0.0001
NKM	-19.9985	0.0001	-16.6925	0.0001
LO	-10.7669	0.0001	-7.2870	0.0001
AKDH	-17.0701	0.0001	-10.2284	0.0001
NCS	-43.5581	0.0001	-22.5880	0.0001
FINKAL	-13.4733	0.0001	-8.3406	0.0001
ADH	-12.6378	0.0001	-8.0635	0.0001
NDS	-5.9641	0.0001	-1.0904	0.1378
LOGAKTİF	-28.5263	0.0001	-18.1073	0.0001
SDH	-21.6877	0.0001	-22.6313	0.0001
LOGNS	-20.9360	0.0001	-13.4874	0.0001

* %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. LLS ve IPS testlerinde uygun gecikme uzunlukları Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir.

3.6.2. Hausman Testi

Yapılan testler sonucunda birim ve/veya zaman etkilerinin olduğu anlaşılırsa, bu etkilerin sabit mi tesadüfi mi olduğuna karar verilmelidir. Bu bağlamda tanımlama hatasını sınamak için geliştirilen Hausman(1978) spesifikasyon testi, panel veri modellerinde tahminciler arasında seçim yapmak için kullanılmaktadır.

Sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasındaki en önemli farklardan birisi, birim etkilerin bağımsız değişkenlerle korelasyonlu olup olmadığıdır. Eğer aralarında korelasyon yoksa, tesadüfi etkiler modeli daha etkindir, geçerlidir. Bu bilgi kullanılarak sabit etkiler modeli için grup içi tahminci ve tesadüfi etkiler modeli için esnek geliştirilmiş EKK tahmincisi arasında seçim yapılabilmektedir.

- Temel hipotez; H_0 : Açıklayıcı değişkenler ve birim(spesifik) etki arasında korelasyon yoktur, şeklindedir. Bu durumda her iki tahminci de tutarlı olduğundan sabit ve tesadüfi etkiler tahmincileri arasındaki farkın çok küçük olacağı beklenmektedir. Tesadüfi etkiler tahmincisi daha etkin olduğundan kullanımı uygun olacaktır.

- Alternatif hipotez; H_1 : Açıklayıcı değişkenler ile birim(spesifik) etki arasında korelasyon vardır, şeklinde kurulur. Bu durumda tesadüfi etkiler tahmincisi sapmalıdır ve tahminciler arasındaki farkın büyük olacağı beklenir. Dolayısıyla sabit etkiler modeli tutarlı olduğundan tercih edilmelidir.

Hausman testi tesadüfi etkiler tahmincisinin geçerli olduğu biçimindeki temel hipotezi, k dereceli X^2 dağılımına uyan istatistik yardımıyla test etmektedir. Hausman test istatistiği hesaplanırken, geliştirilmiş EKK tahmincisi ve grup içi tahmincinin varyans kovaryans matrislerinin arasındaki farktan yararlanılarak, H istatistiği hesaplanmaktadır. Hausman testi bu farkın (H), sıfıra eşitliğini test etmektedir (40). Yapılan Hausman test sonuçları aşağıda sunulmuştur.

1. model tüm dönem için Hausman test sonuçları incelendiğinde olasılık değeri 0,05'in üstünde olduğu için H_0 hipotezi kabul, H_1 hipotezi reddedilir. Diğer bir deyişle kurgulanan ilk modelde sabit etkiler tahmincisi tutarsız iken tesadüfi etkiler tahmincisi tutarlıdır (40).

Tablo 8: 1. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.2886	5	0.2000*

*Katsayı 0.05 önem düzeyinde anlamlıdır.

2. model tüm dönem için Hausman test sonuçları incelendiğinde olasılık değeri 0,05'in üstünde olduğu için H_0 hipotezi kabul, H_1 hipotezi reddedilir. Diğer bir deyişle kurgulanan ikinci modelde de sabit etkiler tahmincisi tutarsız iken tesadüfi etkiler tahmincisi tutarlıdır.

Tablo 9: 2. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.8883	5	0.1625*

*Katsayı 0.05 önem düzeyinde anlamlıdır.

3. model tüm dönem için Hausman test sonuçları incelendiğinde olasılık değeri 0,05'in üstünde olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir, H_1 hipotezi reddedilir. Diğer bir deyişle kurgulanan üçüncü modelde de rassal etkiler tahmincisi tutarlıdır.

Tablo 10: 3. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.1554	5	0.1030*

*Katsayı 0.05 önem düzeyinde anlamlıdır.

4. model tüm dönem için Hausman test sonuçları incelendiğinde olasılık değeri 0,05'in altında olduğu için H_0 hipotezi reddedilir, H_1 hipotezi kabul edilir. Diğer bir deyişle kurgulanan dördüncü ve son modelde ise sabit etkiler tahmincisi tutarlı ve etkin olmakla birlikte tesadüfi etkiler tahmincisi tutarsızdır.

Tablo 11: 4. Modelde 2000-2014 yılları arası Hausman testi

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.0111	5	0.0008*

*Katsayı 0.05 önem düzeyinde anlamlıdır.

3.6.3. Regresyon Analizi ve F Testi

Regresyon analizi, bağımlı değişkenin bir veya birden fazla bağımsız değişken ile ilişkisini inceleyerek, yinelenen örneklerde bağımsız değişkenin bilinen değerinden bağımlı değişkenin ana kütesinin ortalama değerini tahmin etmeye dayanmaktadır. Regresyon analizinin temel fikri, χ ile gösterilen bağımsız değişkendeki değişimlerin γ ile gösterilen bağımlı değişken üzerindeki etkisini ölçmektir (Yavuz, 2015: 110).

Çalışmada yukarıda açıklanan 4 farklı modelin 3 ayrı beşer yıllık dönemde ve toplam 15 yıllık dönem için panel en küçük kareler yöntemiyle çok değişkenli regresyon analizi yapılmıştır. Bu modellerde 5 veya 6 adet bağımsız değişkenin 4 adet bağımlı değişken arasından seçilen bir bağımlı değişken üzerindeki etkisi R kare ve F testi sonuçlarıyla incelenmiştir. Böylece likidite, faaliyet, borçluluk oranlarının firma değeri göstergeleri olarak seçilen bağımlı değişkenler üzerindeki açıklama gücü 4 farklı dönem ve 4 farklı bağımlı değişken aracılığıyla 16 farklı durumda test edilmiştir.

3.6.4. Varsayımlardan Sapmalar

Regresyon modelinin yapısı, katsayıların işaretleri ve büyüklükleri uygun olup değişkenler arası ilişki istatistiksel olarak anlamlı olsa da yeterli bir açıklama gücü olmamaktadır. Modelin temel varsayımlara sahip olmaları, değilse bunların düzeltilmeleri gerekmektedir (Güriş vd., 2013: 199).

Regresyon modelinin yapısında temel olarak değişen varyans ve otokorelasyon sapmasından bahsedilmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, Beck ve Katz (1995) tarafından geliştirilen PCSE (Panel Corrected Standard Errors) yöntemiyle düzeltilmiştir. Beck ve Katz (1995 ve 1996)'da yaptığı çalışmalarda, zaman boyutunun yatay kesit boyutundan daha küçük olduğu panel veri uygulamalarında PCSE'nin daha güvenilir bulgular verdiğini ispatlamışlardır (Düzgün ve Taşçı, 2014: 7-24).

3.6.4.1. Değişen Varyans

Regresyonun hata terimi ile ilgili temel varsayımlardan biri de sabit varyans varsayımdır. Sabit varyans varsayımının geçerli olmaması durumuna değişen varyans adı verilmektedir. Sabit varyans varsayımında söz konusu olan her bir gözlemin varyansının sabit olması, yani gözlemlerin varyansının değişmemesidir. Kullanılan veri

veya model kaynaklı sabit varyans varsayımı geçerliliğini kaybedebilir. Değişen varyans daha çok yatay kesit verileri ile çalışıldığında karşılaşılan bir durumdur. Modelde yer alması gerektiği halde yer verilmeyen, ihmal edilmiş değişkenler değişen varyansa neden olabilir. Modelde yer alan değişkenlerden bazılarının katsayıları zaman serileri ile çalışılıyorsa zamana, yatay kesit verileri ile çalışılıyorsa birimlere göre değişim gösterirler. Regresyon modellerinde katsayılar sabit kabul edildiğinden bu değişim değişen varyansa neden olabilir. Değişkenler, özellikle de bağımlı değişken ile ilgili ölçme hataları da değişen varyans problemine neden olur (Güriş vd., 2013: 255-261). Bu çalışmada panel veride değişen varyans sapmasını ölçmek için kullanılan testlerden biri olan LMh testi (Erlat, 2006) kullanılmaktadır.

3.6.4.2. Otokorelasyon

Serisel korelasyon olarak da adlandırılan otokorelasyon, regresyonun temel varsayımlarından birinden, otokorelasyonun olmaması varsayımından sapmayı, yani bu varsayımın geçerli olmaması durumunu ifade etmektedir. Otokorelasyon hata terimleri arasında varolan ilişkiyi tanımlamaktadır. Otokorelasyon regresyon modelinin artıkları için tanımlanmıştır. Artık değerlerin önceki değerleri ile ilişkili olmaması gerekmektedir (Güriş vd., 2013: 199-203).

Otokorelasyonun varlığı, parametre tahmincilerinin özelliklerini ve hata terimlerinin varyanslarını etkileyecektir. Otokorelasyon varsayımından sapmayı ifade ettiği için, kurgulanacak modellerin teorik ve gelecek dönem değerleri için yapılacak aralık tahminlerinde hataya neden olabilmektedir.

Otokorelasyon ihmal edilmiş değişken olması durumunda ortaya çıkabilmektedir. Değişkenin ihmal edilme sebebi, otokorelasyonun varlığını ortadan kaldırmaz. Örneğin, modelde yer alacağı düşünülen değişken ile ilgili veri bulunamaması, ihmal edilen değişken olduğu gerçeğini değiştirmeyecektir. Modelin fonksiyonel şeklinin belirlenmesinden yapılacak hatalar veya tercihler otokorelasyona neden olabilmektedir. Verilerde ölçme hataları da otokorelasyona neden olabilir. Tesadüfi olarak ortaya çıkan olaylar otokorelasyona neden olabilirler.

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi otokorelasyon modellerde istenmeyen sonuçlara neden olur. Otokorelasyon var ise ortadan kaldırılabılır veya düzeltilmeye çalışılabilir. Otokorelasyonun varlığı tahmin sonuçlarına zarar vereceğinden var olup olmadığına karar verilmesi için farklı testler kullanılmaktadır. Bu çalışmada otokorelasyonun varlığı LM testleri (Balatagi-Li(1995) ve Erlat (2006)) ile sınıanmaktadır.

3.6.5. Panel Veri Analizi Sonuçları

Regresyon testinde 131 adet yatay kesit verisi 2000-2004, 2005-2009, 2010-2014 ve son olarak da 2000-2014 yılları aralığında incelenmiştir. Modellerde değişen varyans ve otokorelasyon sapmalarının varlığı kontrol edilmiştir. Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçları tablolarda verilmiştir. Bahsi geçen değişen varyans ve otokorelasyon sapmalarının modelde oluşturduğu sorunları düzeltmek için ise katsayı kovaryans metotları kullanılmış ve bu yöntem sonrası düzeltilmiş regresyon verileri ayrı bir tablo halinde sunulmuştur.

Tablo 12: 1. Model 1. Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	542.9574	0.0001	462.7864	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	0.037852	0.8457	1.5043	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçları incelendiğinde olasılık değerleri, değişen varyansın varlığını işaret ederken otokorelasyonun olmadığını göstermektedir. Sadece değişen varyanstan kaynaklanan sapmayı düzeltmek için PCSE yerine White cross section yöntemi uygulanmıştır.

Aşağıdaki tablodaki olasılık değerleri incelendiğinde nakit dönüş süresi, aktif büyüklüğü ve net satışların %5 olasılık değerinin altında, likit oranın ise %5 anlamlılık düzeyine yakın olduğu için dolayısıyla firma değeri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Birgili ve Düzer 'in 2010 yılında yaptığı çalışmada da likit oranın firma değeri ile anlamlı ve negatif yönde bir ilişkisi tespit edilmiştir.

Tablo 13: 1. Model 1. Dönem Düzeltmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	-0.010758	0.005577	-1.929087	0.0543
SBO	0.001002	0.001023	0.979084	0.3280
SDH	0.000444	0.001106	0.400947	0.6886
NDS	0.000483	0.000137	3.522108	0.0005
LOGNS	0.434649	0.024256	17.91932	0.0001
LOGAKTIF	0.284516	0.076300	3.728925	0.0002
C	2.084971	0.453864	4.593822	0.0000
R-squared	0.957170	Mean dependent var		7.787716
Adjusted R-squared	0.945925	S.D. dependent var		0.600788
S.E. of regression	0.139708	Akaike info criterion		-0.914865
Sum squared resid	10.11048	Schwarz criterion		0.023142
Log likelihood	436.6184	Hannan-Quinn criter.		-0.551163
F-statistic	85.11933	Durbin-Watson stat		2.100479
Prob(F-statistic)	0.000001			

Likit oranının firma değeri ile negatif yönlü ilişkisi dikkat çekicidir. Likit oranının formülü dikkate alındığında; kısa vadeli borçların artmasının firma değerini artırdığı gözlenmektedir. Bu durum da kısa vadeli borçların kaldıraç etkisiyle firma performansını yükselttiği teorisiyle uyumluluk göstermektedir. Özellikle net satışlar kontrol değişkenindeki %1 birimlik artışın firma değerini pozitif yönde binde 4 oranında artırdığı görülmektedir. 2000-2004 yılları arasında net satışların ve toplam varlıkların büyüklüğüne bağlı olarak firma değerinin arttığı gözlemlenmektedir.

Stok bağımlılık ve stok devir hızlarının firma değeri üzerinde herhangi anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Çakır ve Küçükkaplan'ın 2012 yılında yaptığı çalışmada da bir çalışma sermayesi unsuru olarak değerlendirilen stok devir hızının piyasa değeri ile anlamlı bir ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir. Yine Uluyol ve Türk'ün 2013 yılında yaptığı çalışmada stok devir hızı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Stok bağımlılık oranı formülünün paydasında stokların tutarı olduğu ve nakit dönüş süresinin firma değerini anlamlı olarak etkilediği düşünülürse, firma değerinin sadece stok kalemiyle bağlantılı olmadığı, alacaklar gibi cari aktif ve borçlar gibi cari pasif unsurlarıyla bir bütün olarak ilişkisinin anlamlı olduğu ifade edilebilir.

R kare ve ayarlanmış R kare değerlerine baktığımızda, bağımsız değişkenlerin çoğunun firma değerini anlamlı etkilemesine bağlı olarak firma değeri üzerinde yaklaşık %95 düzeyinde açıklama gücü bulunduğunu görmekteyiz. F istatistik değerinin yüksek çıkması bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlılığına işaret etmektedir. F istatistik olasılık değeri incelendiğinde ise bu değer de 0,05 önem düzeyinin altında olduğu, dolayısıyla bağımlı değişken üzerinde bağımsız değişkenlerin etkili olduğu ve H_0 hipotezinin reddedilmesi gerektiği görülmektedir.

Tablo 14: 1. Model 2. Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	2742.289	0.0001	8000.010	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	10.2983	0.0013	1.9447	

Birinci model ikinci dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, Beck ve Katz (1995) tarafından geliştirilen PCSE (Panel Corrected Standard Errors) yöntemiyle düzeltilmiştir.

Birinci modelin 2005-2009 yılları arasındaki regresyon analizi düzeltme sonuçları aşağıda verilmiştir. Bu dönemde birinci dönemden farklı olarak stok devir hızının firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu gözlenmektedir. Stok devir hızının artışı, stokta tutma maliyetlerinden kurtulma, daha hızlı faaliyet döngüsünün tamamlanarak işletme sermayesi ihtiyacının azaltılması ve müşteri taleplerine daha çabuk cevap verme gibi faktörlerden dolayı firma değerinin de artmasına neden olacaktır. Stok devir hızı gibi faaliyet devir oranlarının artışıyla firma değerinin de arttığı yönünde literatürde pek çok çalışma mevcuttur.

Tablo 15: 1. Model 2. Dönem Düzeltmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	-0.012867	0.023233	-0.553847	0.5800
SBO	-0.001053	0.003627	-0.290417	0.7717
SDH	0.007484	0.003765	1.987685	0.0476
NDS	-0.000598	0.000315	-1.896420	0.0587
LOGAKTIF	0.599616	0.200368	2.992580	0.0029
LOGNS	-0.288130	0.169303	-1.701858	0.0896
C	5.585425	1.244459	4.488237	0.0000
R-squared	0.908401	Mean dependent var		8.153818
Adjusted R-squared	0.875891	S.D. dependent var		0.689487
S.E. of regression	0.242900	Akaike info criterion		0.228733
Sum squared resid	22.77425	Schwarz criterion		1.351035
Log likelihood	78.07185	Hannan-Quinn criter.		0.668236
F-statistic	27.94180	Durbin-Watson stat		2.803973
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nakit dönüş süresi ve net satışların %10 anlamlılık düzeyinde firma değerini etkilediği görülmektedir. Model bir bütün olarak değerlendirildiğinde R kare değerlerinin birinci beş yıllık dönemdekine yakın bir değerde olduğu ve açıklama gücünün %90 seviyesinde olduğu gözlenmektedir. Ancak net satışlar ve nakit dönüş süresinin katsayısı birinci dönemdekine zıt olarak negatif çıkmıştır. Yani bu dönemde satışların ve nakit dönüş süresinin artması firma değerinde azalmaya neden olabilmektedir. Nakit dönüş süresinin azalması işletme sermayesi ihtiyacını azalttığından dolayı firma değerini olumlu olarak etkilemesi teoriyle uyum göstermektedir. Satışların artışının firma değerini azaltması ise bu dönemde satış maliyetlerinin beklenenden çok daha yüksek olmasıyla açıklanabilmektedir. F testi sonuçları ise modelin anlamlılığını işaret etmektedir.

Tablo 16: 1. Model 3. Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	1619.1100	0.0001	4810.2280	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	17.8378	0.0001	1.7051	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında ise olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki

sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 17: 1. Model 3. Dönem Düzeltmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.018689	0.005840	3.199914	0.0015
SBO	0.009172	0.002782	3.297628	0.0010
SDH	-0.007329	0.001549	-4.731523	0.0001
NDS	0.000266	0.000109	2.451527	0.0146
LOGAKTIF	0.659374	0.089839	7.339495	0.0001
LOGNS	0.251576	0.056627	4.442648	0.0001
C	0.749169	0.710997	1.053688	0.2925
R-squared	0.964131	Mean dependent var		8.421597
Adjusted R-squared	0.954713	S.D. dependent var		0.690138
S.E. of regression	0.146866	Akaike info criterion		-0.814926
Sum squared resid	11.17313	Schwarz criterion		0.123082
Log likelihood	403.8883	Hannan-Quinn criter.		-0.451223
F-statistic	102.3768	Durbin-Watson stat		2.364104
Prob(F-statistic)	0.000000			

Birinci modelin 2010-2014 yılları arasındaki regresyon analizi düzeltme sonuçları yukarıda verilmiştir. Üçüncü dönem için ilk iki dönemden farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bu dönemde tüm bağımsız değişkenlerin firma değeri üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bu sonuçla bağlantılı olarak R kare değerinin de %96 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Burada dikkat çekici olan durum ise stok devir hızı oranı katsayısının beklenenin aksine negatif olmasıdır. Savsar 2012 yılında yaptığı çalışmada da stok devir hızı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Stok bağımlılık oranının katsayısının pozitif olması ise teoriyle uyumlu bir ilişkiyi göstermektedir. Bu oranın paydasında stok tutarının olduğu düşünülürse, işletmede tutulan stok miktarı azalışının, diğer bir deyişle stokların faaliyet döngüsü içine girerek nakde dönüşümünün hızlanmasının firma değerini artıracacağı beklenebilir. 2000-2009 yılları arasında likit oran ve stok bağımlılık oranları firma değeri üzerinde anlamlı sonuçlar vermezken, 2010-2014 periyodunda ise firma değerini anlamlı olarak etkilediği gözlenmektedir. 2008 küresel finans krizinden sonra ABD gibi gelişmiş ülkelerin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere çok büyük miktarlarda fon aktarması, gelişen ülke firmalarının bu fonları yönetme etkinliğine bağlı

olarak çalışma sermayesi unsurlarıyla firma değeri arasındaki ilişkinin seyrini değiştirdiği söylenebilir.

Tablo 18: 1. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	2404.2780	0.0001	4267.5300	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	253.0811	0.0001	1.1176	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 19: 1. Model Tüm Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.005404	0.006280	0.860483	0.3896
SBO	0.002803	0.001384	2.025038	0.0430
SDH	-0.003711	0.001072	-3.460318	0.0006
NDS	-0.000399	0.000108	-3.705479	0.0002
LOGAKTIF	0.726896	0.035109	20.70375	0.0001
LOGNS	0.206300	0.037121	5.557480	0.0001
C	0.521837	0.142814	3.653971	0.0003
R-squared	0.906659	Mean dependent var		8.122977
Adjusted R-squared	0.899715	S.D. dependent var		0.705116
S.E. of regression	0.223295	Akaike info criterion		-0.093476
Sum squared resid	91.14519	Schwarz criterion		0.295788
Log likelihood	228.8406	Hannan-Quinn criter.		0.049581
F-statistic	130.5601	Durbin-Watson stat		1.373914
Prob(F-statistic)	0.000000			

Birinci modelin tüm dönem için regresyon analizi sonuçları yukarıda verilmiştir. Firma değerini tüm dönemde likit oran dışındaki diğer bağımsız değişkenlerin anlamlı olarak etkilediği gözlenmektedir. R kare değeri incelendiğinde bağımsız değişkenlerin firma değerindeki değişimin %90'lık kısmını açıkladığı anlaşılmaktadır. F olasılık değerinin de modelin anlamlılığına işaret etmektedir. Katsayılar yorumlandığında sırasıyla aktif büyüklüğü ve net satışlarla firma değeri arasındaki yüksek seviyedeki

korelasyon dikkat çekicidir. Nakit dönüş süresinin firma değeriyle negatif yönde ve anlamlı bir ilişkisi olduğu katsayıdan anlaşılmaktadır. Lazaridis ve Tryfonidis tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada da nakit dönüş süresinin firma performans göstergelerine anlamlı ve negatif yönde bir etkisi olduğu bulunmuştur. Amarjit vd.'nin 2010 yılında yaptığı çalışmada da nakit dönüş süresinin firma performansını anlamlı olarak etkilediği tespit edilmiştir. İlişkinin negatif yönlü olmasının da çalışma sermayesi teorisiyle uyum sağladığı görülmektedir. Çünkü nakit dönüş süresi azaldıkça işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı azalmaktadır. Çalışma sermayesi ihtiyacı azalan firmalar, daha fazla finansman giderine katlanmak zorunda kalmadan, faaliyetlerini yeni yatırımlara ağırlık vererek kârlı ve değer odaklı bir şekilde sürdürmektedirler. 3. dönemde olduğu gibi yine stok devir hızı oranı katsayısının beklenenin aksine negatif çıktığı görülmektedir. Savsar 2012 yılında yaptığı çalışmada da stok devir hızı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. 15 yıllık uzun süreç değerlendirildiğinde stok yönetimi oranlarının ve net satışların firma değeri üzerindeki anlamlı etkisi, firma değerini yükseltmek isteyen işletmelerin stoklarını etkin bir şekilde yöneterek kontrol altında tutmalarının ve sürdürülebilir satış politikalarının önemi ortaya çıkmaktadır.

Tablo 20: 2. Model İlk Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	13485.90	0.0001	14684.22	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	56.5142	0.0001	2.3645	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

İkinci modelin 2000-2004 yılları arası düzeltilmiş regresyon sonuçları incelendiğinde piyasa değeri/defter değeri oranını likitide oranlarının etkilemediği; aktif devir hızı, net çalışma sermayesi ve kontrol değişkeni olan net satışların bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Özellikle aktif devir hızının katsayısı incelendiğinde aktif devir hızındaki %1'lik

değişimin PD/DD bağımlı değişkeninde %2'lik aynı yönde bir değişime neden olduğu görülmektedir. Çakır ve Küçük Kaplan 2012 yılında yaptıkları çalışmada aktif devir hızının firma kârlılığını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Stok devir hızının PD/DD oranını anlamlı olarak etkilemediği görülmektedir. Çakır ve Küçük Kaplan'ın 2012 yılında yaptığı çalışmada da bir çalışma sermayesi unsuru olarak değerlendirilen stok devir hızının piyasa değeri ile anlamlı bir ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir. Yine Uluyol ve Türk'ün 2013 yılında yaptığı çalışmada stok devir hızı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. R kare değerleriyle değişkenlerin ancak yarısının anlamlı etkisi göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %30'luk kısmını açıklayabildiği gözlenmektedir. Bu durumda 2. model 1. dönem için değişkenler bir bütün olarak değerlendirildiğinde; sadece cari aktif unsurların değil, cari olmayan aktif unsurlarıyla birlikte bütünsel olarak PD/DD oranı üzerinde etkili olduğu söylenebilir.

Tablo 21: 2. Model İlk Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.093673	0.145625	0.643251	0.5203
SBO	-0.008933	0.021687	-0.411883	0.6806
SDH	0.006587	0.011399	0.577885	0.5636
AKDH	2.081544	0.572708	3.634563	0.0003
LOGNCS	-0.503744	0.231486	-2.176126	0.0300
LOGNS	-1.552661	0.724996	-2.141612	0.0327
C	14.61649	5.569761	2.624259	0.0089
R-squared	0.304362	Mean dependent var		2.083496
Adjusted R-squared	0.121724	S.D. dependent var		4.668586
S.E. of regression	4.375230	Akaike info criterion		5.973456
Sum squared resid	9915.887	Schwarz criterion		6.911464
Log likelihood	-1819.307	Hannan-Quinn criter.		6.337159
F-statistic	1.666475	Durbin-Watson stat		2.532191
Prob(F-statistic)	0.000039			

Tablo 22: 2. Model İkinci Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	5383.0680	0.0001	6383.0190	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	13.1446	0.0001	1.7716	

İkinci model ikinci dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 23: 2. Model İkinci Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	-0.174592	0.073701	-2.368925	0.0182
SBO	-0.032209	0.027630	-1.165718	0.2443
SDH	0.061265	0.028640	2.139131	0.0329
AKDH	0.028219	0.186679	0.151164	0.8799
LOGNCS	-0.045436	0.066356	-0.684724	0.4938
LOGNS	-1.511282	0.560667	-2.695509	0.0073
C	14.38694	4.602078	3.126183	0.0019
R-squared	0.493566	Mean dependent var		1.8190
Adjusted R-squared	0.361834	S.D. dependent var		2.8335
S.E. of regression	2.263625	Akaike info criterion		4.6532
Sum squared resid	2659.355	Schwarz criterion		5.5912
Log likelihood	-1386.947	Hannan-Quinn criter.		5.0169
F-statistic	3.743152	Durbin-Watson stat		2.2946
Prob(F-statistic)	0.0001			

2. modelin 2005-2009 yılları arasındaki regresyon analizi düzeltme sonuçları yukarıda verilmiştir. İkinci modelin 2005-2009 yılları arası regresyon sonuçları incelendiğinde piyasa değeri/defter değeri oranını likit oran, stok devir hızı ve net satışların anlamlı olarak etkilediği görülmüştür. Likit oranın negatif yönde anlamlılık göstermesinin teoriyle uyum içinde olduğu söylenebilir. Çünkü bu durum dönen varlıkların yani likit unsurların artışının piyasa değerini azalttığı sonucuna götürmektedir. Bu çalışmada çalışma sermayesi stratejileri kısmında değinildiği gibi likidite ile kârlılık arasında negatif yönde bir ilişki mevcuttur. Bunun yanında kısa vadeli yabancı kaynakların artmasının ise piyasa değerini artırdığı sonucunu vermektedir. Bilindiği gibi kısa vadeli yabancı kaynaklar belirli bir seviyeye kadar finansal kaldıraç etkisi yaratarak firma kârlılığının ve nihayetinde piyasa değerinin artışına neden olacaktır. Stok bağımlılık oranının piyasa değeriyle anlamlı bir ilişki göstermemesi, işletmelerin borçlarını ödemede stoklara bağımlı olmadığını göstermektedir. Çünkü bu dönemde likit oran ortalaması 1.62 seviyelerindedir. Bilindiği gibi likit oran 1 değerinin altında düştüğünde işletmenin borçlarını ödemede problem

yaşayıp yaşamayacağı bu oran vasıtasıyla test edilmektedir. R kare değerleri incelendiğinde bağımsız değişkenlerin anlamlı olan değişken sayısı ile orantılı olarak bağımlı değişkendirdeki değişimin %50'lik kısmını açıkladığı gözlenmektedir. 2005 yılı sonrası finansal raporlama standartlarının uygulanmaya başlamasının ilk ve ikinci dönemler arasında farklı bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni etkilemesinin nedenleri arasında olabileceği düşünülmektedir. Çünkü bağımlı değişkendirde mevcut olan defter değeri verisi bilindiği gibi doğrudan mali tablolardan çekilen öz kaynak tutarıdır. Öz kaynak tutarının da yeni oluşturulan standartlarda farklılaştığı bilinmektedir. Diğer taraftan stok muhasebe standartlarında gerçeğe uygun değer kriteri üzerinden yapılan düzenlemelerin likidite oranlarının piyasa değeri üzerinde anlamlı çıkmasına katkı verdiği söylenebilir.

Tablo 24: 2. Model Üçüncü Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	22600.25	0.0001	25112.10	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	88.8518	0.0001	0.8035	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 25: 2. Model Üçüncü Dönem Düzeltilmiş Sonuçlar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	-0.266385	0.225774	-1.179878	0.2386
SBO	0.221161	0.049666	4.452965	0.0001
SDH	-0.027155	0.036145	-0.751266	0.4528
AKDH	-1.520833	0.545920	-2.785815	0.0055
LOGNCS	-0.312000	0.066481	-4.693075	0.0001
LOGNS	-0.423918	0.844470	-0.501993	0.6159
C	9.620557	8.006853	1.201540	0.2301
R-squared	0.593119	Mean dependent var		2.2845
Adjusted R-squared	0.486293	S.D. dependent var		4.5282
S.E. of regression	3.245564	Akaike info criterion		5.3761
Sum squared resid	5456.450	Schwarz criterion		6.3141
Log likelihood	-1623.678	Hannan-Quinn criter.		5.7398
F-statistic	5.552200	Durbin-Watson stat		1.3445
Prob(F-statistic)	0.000001			

2. modelin 2010-2014 yılları arasındaki regresyon analizi sonuçları yukarıda verilmiştir. İkinci modelin 2010-2014 yılları arası regresyon sonuçları incelendiğinde; piyasa değeri/defter değeri oranı üzerinde likit oran, stok devir hızı ve net satışlar haricinde diğer oranların istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. R kare değerinin yüzde 50 düzeylerinde olması, modelin anlamlı bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Stok bağımlılık oranının piyasa değeri üzerinde etkili olduğu, dolayısıyla bu dönemde incelenen işletmelerin piyasa değerlerini yükseltmelerinin stoklara doğrudan bağımlı olduğu gözlenmektedir. Stok devir hızının PD/DD oranını anlamlı olarak etkilemediği görülmektedir. Çakır ve Küçükkaplan'ın 2012 yılında yaptığı çalışmada da bir çalışma sermayesi unsuru olarak değerlendirilen stok devir hızının piyasa değeri ile anlamlı bir ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir. Yine Uluyol ve Türk'ün 2013 yılında yaptığı çalışmada stok devir hızı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Aktif devir hızının negatif yönde anlamlı olması, aktif devir hızı arttıkça yani varlıklar satışa dönüştükçe piyasa değerinin azaldığı anlamına gelmektedir. Ayrıçay ve Türk 2014 yılında yine aktif devir hızı ile firma değeri arasında negatif anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Üçüncü dönem, diğer iki dönemle kıyaslandığında kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde daha fazla bir açıklama gücünün bulunduğu gözlenmektedir. Yani kurgulanan ikinci model için bağımsız değişkenlerin piyasa değeri/defter değeri oranını istatistiksel olarak en anlamlı etkilediği yıllar olarak 2010-2014 aralığı gösterilebilir. Bu dönemde elde edilen verilerin firmanın piyasa değeri ve öz kaynak değeri üzerindeki yansımalarının daha doğru sonuçlara ulaştırdığı söylenebilir.

Tablo 26: 2. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	25523.47	0.0001	21754.75	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	68.8251	0.0001	1.5833	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 27: 2. Model Tüm Dönem Regresyon Testi

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.157135	0.068145	2.305901	0.0212
SBO	0.030690	0.018596	1.650335	0.0990
SDH	-0.012660	0.004151	-3.049827	0.0023
AKDH	0.803487	0.171199	4.693287	0.0001
LOGNCS	-0.290557	0.047833	-6.074344	0.0001
LOGNS	0.086049	0.111986	0.768393	0.4423
C	2.146801	0.805170	2.666271	0.0077
R-squared	0.042362	Mean dependent var		2.062392
Adjusted R-squared	0.039428	S.D. dependent var		4.098293
S.E. of regression	4.016687	Akaike info criterion		5.622348
Sum squared resid	31589.94	Schwarz criterion		5.642237
Log likelihood	-5516.957	Hannan-Quinn criter.		5.629658
F-statistic	14.43578	Durbin-Watson stat		1.260018
Prob(F-statistic)	0.000000			

İkinci modelin tüm dönem için regresyon analizi sonuçları yukarıda verilmiştir. PD/DD oranını tüm dönemde anlamlı olarak etkileyen net satışlar haricindeki bağımsız değişkenlerdir. Net çalışma sermayesinin bu modelde genel olarak anlamlı çıkması işletmelerin çalışma sermayesi politikalarının firma değerine ne derece etki ettiğini göstermesi bakımından önemlidir. Ayrıca net çalışma sermayesinin katsayı değerinin negatif çıkması, piyasa değeriyle ters yönlü bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu durum da daha fazla likit varlık ile daha fazla değer oluşturulamayacağı, yeterli miktardaki varlığın etkin kullanımının değer oluşturma sürecinde daha önemli olduğu savını doğrulamaktadır. Yine stok yönetim oranları olan likit oran, stok bağımlılık ve stok devir hızı oranlarının %10 anlamlılık düzeyinde piyasa değerini etkilediği anlaşılmaktadır. Stok devir hızının katsayı değerinin negatif çıkması, Savsar'ın 2012 yılında yaptığı ve stok devir hızı ile piyasa değeri arasındaki anlamlı ve negatif yönlü ilişkiye örnek gösterilebilir. Bağımlı değişkenin hem piyasa değeri, hem de defter değerini içerdiğinden dolayı uzun dönemli analizlerde R kare değerlerinde sapmalara neden olmasının normal karşılanması gerektiği söylenebilir.

Katsayılar yorumlandığında net çalışma sermayesindeki % 1 birimlik artışın PD/DD oranında ters yönde binde 3'lük bir değişime neden olduğu görülmektedir. Aynı

zamanda aktif devir hızındaki %1 birimlik artış ise firma değerinde aynı yönde yaklaşık binde 8’lik bir değişime neden olmaktadır.

15 yıllık uzun süreç değerlendirildiğinde aktif devir hızı, stok bağımlılık oranı ve net çalışma sermayesinin bağımlı değişken üzerindeki anlamlı etkisi; borsa değerini yükseltmek isteyen işletmelerin aktifindeki tüm varlıkları etkin bir şekilde yönetmesi, işletme sermayesi unsurları içindeki stokları dikkatli bir şekilde yönetmeleri, çalışma döngüsünü en kısa sürede tamamlamaları ve brüt çalışma sermayelerinin de kısa vadeli borçlarından fazla olması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Ayrıca kontrol değişkeni olarak kullanılan net satışlar değerinin 2010-2014 ve 2000-2014 zaman aralıklarında PD/DD oranını anlamlı olarak etkilemediği görülmektedir. Dolayısıyla incelenen ikinci modelde tüm dönem dikkate alındığında firmanın piyasa değerinin satış tutarından bağımsız hareket ettiği ortaya konulmuştur. Şahin’in 2011 yılında yaptığı çalışmada da maliyetleri kontrol altında tutmadan artan satışların firma performansı üzerinde olumsuz etkisi olduğu belirtilmiştir. Maliyetleri düşük tutma açısından incelenen dönemde imalat firmalarının performansının yeterli seviyede olmadığı söylenebilir.

Tablo 28: 3. Model İlk Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	21823.83	0.0001	24690.57	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	0.2494	0.6175	1.6552	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçları incelendiğinde ise bu dönemde sonuçlar diğer dönemlerden farklılık arz etmektedir. Değişen varyans olasılık değeri değişen varyansın varlığını gösterirken, otokorelasyon değeri 0,05 anlamlılık düzeyinin üstünde olduğu için bu modelde otokorelasyon olmadığını ispat etmektedir. Dolayısıyla bu durumda her iki varsayım sapmasını düzelten cross-section weights (PCSE) yöntemi yerine sadece değişen varyans sapmasını çözen White cross section yöntemi tercih edilmiştir.

Tablo 29: 3. Model İlk Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.240832	0.228324	1.054784	0.2919
SBO	-0.019867	0.010928	-1.817959	0.0695
SDH	0.005903	0.001823	3.237541	0.0013
ADH	0.039600	0.011706	3.383008	0.0008
NDS	-0.004321	0.001361	-3.173971	0.0016
LOGAKTIF	-0.951977	0.171743	-5.543037	0.0001
FINKAL	-1.945676	0.380585	-5.112333	0.0001
C	9.489073	1.593565	5.954619	0.0000
R-squared	0.035932	Mean dependent var		1.144764
Adjusted R-squared	0.025501	S.D. dependent var		4.818973
S.E. of regression	4.757132	Akaike info criterion		5.969305
Sum squared resid	14641.80	Schwarz criterion		6.024080
Log likelihood	-1946.948	Hannan-Quinn criter.		5.990543
F-statistic	3.444881	Durbin-Watson stat		1.143655
Prob(F-statistic)	0.001252			

1. dönem için 3. model regresyon sonuçlarını incelediğimizde hisse başına kâr bağımlı değişkeninin faaliyet oranları ve kontrol değişkenleri olan finansal kaldıraç ve aktif büyüklüğü tarafından anlamlı olarak etkilendiği görülmektedir. Faaliyet oranları olan stok devir hızı ve alacak devir hızının beklentiler yönünde hisse başı kârı pozitif ve anlamlı olarak etkilediği görülmektedir. Çünkü faaliyet oranlarının artması firmaya olan nakit akışlarını hızlandırmakta, dolayısıyla firma faaliyetleriyle kâr sağlama olanağı yakalamaktadır. Yine nakit dönüş süresinin katsayısının da negatif olması yukarıdaki savı destekleyici mahiyettedir. Çünkü nakit dönüş süresi azaldıkça nakit akışının hızlandığı bilinmektedir. Kontrol değişkeni olan toplam varlıkların negatif olan katsayısı yorumlanacak olursa; aktif büyüklüğünün artması hisse başı kârı düşürmektedir. Bu durum ise firmanın sahip olduğu varlıkları etkin kullanıp kullanamadığıyla ilgilidir. Dolayısıyla bu dönemde firmaların varlıklarının artışı kârlarını azaltıcı yöndedir. Yine finansal kaldıraç değişkeni katsayısının negatif çıkması, borçlanma arttıkça hisse başı kârlılığın düşeceği anlamına gelmektedir. Bu durum ise borçlanma maliyetlerindeki artışların firma kârlılığını törpülediğini akla getirmektedir. F olasılık değeri ise çok kuvvetli olmamakla birlikte modelin anlamlılığına işaret ettiği söylenebilir.

Tablo 30: 3. Model İkinci Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	33179.22	0.0001	31292.14	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	86.8685	0.0001	0.8511	

3. model 2. dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 31: 3. Model İkinci Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	-0.541620	0.124591	-4.347170	0.0001
SBO	-0.033029	0.045101	-0.732336	0.4643
SDH	0.060013	0.025857	2.320967	0.0207
ADH	-0.001378	0.015790	-0.087294	0.9305
NDS	-0.006254	0.001092	-5.725165	0.0001
LOGAKTIF	0.439033	0.849573	0.516769	0.6055
FINKAL	-0.609127	0.267527	-2.276875	0.0232
C	-0.895407	6.672950	-0.134185	0.8933
R-squared	0.691101	Mean dependent var		1.268452
Adjusted R-squared	0.609246	S.D. dependent var		6.949454
S.E. of regression	4.344127	Akaike info criterion		5.960308
Sum squared resid	9756.534	Schwarz criterion		6.905163
Log likelihood	-1814.001	Hannan-Quinn criter.		6.326666
F-statistic	8.442965	Durbin-Watson stat		1.354440
Prob(F-statistic)	0.0001			

2. dönem için 3. model regresyon sonuçlarını incelediğimizde hisse başına kâr bağımlı değişkeninin likit oran, stok devir hızı, nakit dönüş süresi ve finansal kaldıraç tarafından anlamlı olarak etkilendiği, buna karşın stok bağımlılık oranı, alacak devir hızının ve aktif büyüklüğünün bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını görmekteyiz. Stok devir hızının katsayısı beklentiler yönünde pozitif, nakit dönüş süresinin ve likit oranın katsayıları yine beklenti yönünde negatiftir. Bilindiği gibi likiditenin artışı kârlılığı olumsuz anlamda etkilemektedir. Burada stoklardan arındırılmış likit dönen varlıkların borç ödeme gücünü gösteren likit oran

arttıkça kârlılık azalmaktadır. Yine borçlanma maliyetlerindeki artıştan dolayı finansal kaldıraç ile kârlılık zıt yönde bir ilişkiye sahiptir. R kare değerleri incelendiğinde bağımsız değişkenlerin hisse başına kâr bağımlı değişkeni üzerinde açıklama gücünün %70 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 32: 3. Model Üçüncü Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	4987.199	0.0001	8639.739	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	2.7672	0.0962	1.4855	

Değişen varyans ve otokorelasyon sonuçları incelendiğinde ise bu dönemde sonuçlar diğer dönemlerden farklılık arz etmektedir. Değişen varyans olasılık değeri değişen varyansın varlığını gösterirken, otokorelasyon değeri 0,05 anlamlılık düzeyinin üstünde olduğu için bu modelde otokorelasyon olmadığını ispat etmektedir. Dolayısıyla bu durumda her iki varsayım sapmasını düzelten cross-section weights (PCSE) yöntemi yerine sadece değişen varyans sapmasını çözen White cross section yöntemi tercih edilmiştir.

Tablo 33: 3. Model Üçüncü Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.007276	0.035277	0.206258	0.8367
SBO	0.020895	0.012233	1.708066	0.0882
SDH	0.004834	0.008829	0.547458	0.5843
ADH	0.020398	0.009517	2.143251	0.0326
NDS	-0.002290	0.000449	-5.104714	0.0001
LOGAKTIF	1.260096	0.421071	2.992600	0.0029
FINKAL	-3.118927	0.619406	-5.035355	0.0001
C	-8.509259	3.411551	-2.494249	0.0129
R-squared	0.646005	Mean dependent var		0.839373
Adjusted R-squared	0.552200	S.D. dependent var		2.138995
S.E. of regression	1.431370	Akaike info criterion		3.739922
Sum squared resid	1059.239	Schwarz criterion		4.684777
Log likelihood	-1086.825	Hannan-Quinn criter.		4.106280
F-statistic	6.886664	Durbin-Watson stat		1.769883
Prob(F-statistic)	0.0001			

Düzeltilmiş sonuçlar incelendiğinde üçüncü dönemde likit oran ve stok devir hızı oranı haricinde diğer tüm değişkenlerin hisse başı kâr bağımlı değişkenini anlamlı olarak etkilediği görülmüştür. R kare değeri bağımlı değişkenin bağımsız değişkenler tarafından açıklanma gücünün %65 seviyesinde olduğunu göstermektedir. F olasılık değeri 0,05 değerinin altında olduğu için genel olarak modelin anlamlılığına işaret ettiği söylenebilir. Stok yönetimi oranlarından likit oranın ve stok devir hızının hisse başı kâr üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Aydemir vd. 2012 yılında yaptıkları çalışmada stok devir hızının hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak herhangi anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Bu dönemde alacak devir hızının ve nakit dönüş süresinin hisse kârlılığını beklentiler yönünde anlamlı olarak etkilediği düşünülürse; hisse kârlılığına katkı veren nakit akışlarının stoklardan daha çok alacaklarla oluştuğu söylenebilir. Buradan firmaların alacaklar kalemlerinin kaliteli olduğu ve 2008 krizi sonrası müşterilerin dikkatli seçilmesiyle şüpheli alacak tutarlarının azaldığı ileri sürülebilir. Katsayılar incelendiğinde finansal kaldıraçta %1'lik değişimin hisse başı kârda ters yönde %3'lük bir değişime neden olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu dönemde imalat firmalarının borçlanma oranının artmasının hisse kârlarını olumsuz anlamda etkilediği yorumu yapılabilir. Aktif büyüklüğünün ise hisse başı kârı olumlu yönde etkilediği ve toplam varlıkları fazla olan işletmelerin hisse başı kârlarının da daha fazla olduğu söylenebilir.

Tablo 34: 3. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	51108.91	0.0001	53400.89	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	693.3596	0.0001	0.7394	

3. model tüm dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri (0.001) bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir.

Tablo 35: 3. Model Tüm Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	0.127547	0.048444	2.632876	0.0085
SBO	-0.028905	0.013302	-2.172989	0.0299
SDH	-0.003643	0.003723	-0.978635	0.3279
ADH	0.025551	0.008408	3.038801	0.0024
NDS	-0.003764	0.001360	-2.767376	0.0057
LOGAKTIF	-0.427386	0.179329	-2.383250	0.0173
FINKAL	-1.930693	0.310513	-6.217753	0.0001
C	5.505328	1.770212	3.109983	0.0019
R-squared	0.319205	Mean dependent var		1.084197
Adjusted R-squared	0.268555	S.D. dependent var		5.036958
S.E. of regression	4.307837	Akaike info criterion		5.825919
Sum squared resid	33923.04	Schwarz criterion		6.215184
Log likelihood	-5586.966	Hannan-Quinn criter.		5.968977
F-statistic	6.302164	Durbin-Watson stat		0.857686
Prob(F-statistic)	0.0001			

Üçüncü modelin tüm dönem için regresyon analizi sonuçları yukarıda verilmiştir. Hisse başı kâr bağımlı değişkenini tüm dönemde anlamlı olarak etkileyen stok devir hızı haricinde diğer tüm değişkenlerdir. Aydemir vd. de 2012 yılında yaptıkları çalışmada stok devir hızının hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak herhangi anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Stok yönetimi oranlarından likit oranın ve stok bağımlılık oranlarının hisse kârlılığını anlamlı olarak etkilediği görülmektedir. Katsayılar incelendiğinde stoklara olan bağımlılığın artıkça kârlılığın azaldığı söylenebilir. Ayrıca bu durum işletmelerin daha düşük hisse başı kârları kabul ederek pazarda nihai stoklarını satmasıyla ifade edilebilir. Model bir bütün olarak F olasılık değeri ile değerlendirildiğinde anlamlı olduğu söylenebilir. Katsayılar yorumlandığında nakit dönüş süresinin katsayısının negatif olmasının teoriyle uyumlu olduğu söylenebilir. Çünkü likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Yine nakit dönüş süresinin azalmasının işletme sermayesi ihtiyacını azaltarak firma kârının artmasına ve dolayısıyla firmanın oluşturduğu değer yükselmesine neden olacağı belirtilebilir. Finansal kaldıraç değişkeninin üçüncü modelin tüm dönemlerinde yordanan değişkeni negatif yönde anlamlı olarak etkilediği görülmektedir. Dolayısıyla imalat firmalarının hisse kârlılığının kullanılan yabancı kaynak tutarından ve borçların aktif içindeki ağırlığından doğrudan etkilendiği söylenebilir. Finansal kaldıraç ile hisse

başı kâr arasındaki anlamlı ilişkinin teoriyle iki farklı durumdan dolayı uyumlu olduğu söylenebilir. Birinci durum borçlardan oluşan finansman giderlerinin ödenecek vergi tutarını azaltıp kaldıraç etkisi oluşturması ve firmanın kârlılık düzeyini azaltmamasıdır. İkinci durum ise her ne kadar finansman giderleri vergiden düşülecek olsa da bu giderlerin firmadan nakit çıkışı oluşturacak olmasıdır. Dolayısıyla firmanın kullanabileceği fonların çıkışından dolayı uzun vadede kârlılık ve değer üzerinde olumsuz etki oluşturabileceği gözden kaçırılmamalıdır. Finansal kaldıraç katsayısı incelendiğinde işletmelerin borçluluk oranının artışının hisse başı kâr düzeyini düşüreceği görülmektedir. Bu duruma benzer olarak Doğan'ın 2013 tarihli çalışmasında da yabancı kaynak kullanımındaki artışın kârlılık değerine olumsuz olarak yansıtacağı belirtilmiştir.

Tablo 36: 4. Model İlk Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	7994.758	0.0001	6518.432	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	10.1153	0.0015	1.5446	

Dördüncü model birinci dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığını göstermektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 37: 4. Model İlk Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	-1.991863	0.931852	-2.137531	0.0330
SBO	-0.223425	0.133506	-1.673525	0.0948
SDH	-0.040856	0.052525	-0.777835	0.4370
LOGNCS	1.069100	0.486654	2.196836	0.0285
LOGAKTIF	-7.487344	2.917936	-2.565973	0.0106
FINKAL	-52.92551	15.08721	-3.507972	0.0005
C	83.20485	31.68079	2.626350	0.0089
R-squared	0.563726	Mean dependent var		0.354211
Adjusted R-squared	0.449183	S.D. dependent var		21.47580
S.E. of regression	15.93871	Akaike info criterion		8.559039
Sum squared resid	131594.0	Schwarz criterion		9.497047
Log likelihood	-2666.085	Hannan-Quinn criter.		8.922742
F-statistic	4.921517	Durbin-Watson stat		1.763363
Prob(F-statistic)	0.000001			

1. dönem için 4. model regresyon sonuçlarını incelediğimizde net kâr marjı bağımlı değişkeninin likit oran, net çalışma sermayesi, aktif büyüklüğü ve finansal kaldıraç değişkenleri tarafından anlamlı olarak etkilendiği görülmektedir. Stok bağımlılık oranı değişkeninin ise net kâr marjını %10 düzeyinde anlamlı olarak etkilediği gözlenmektedir. Stok devir hızı değişkeninin ise net kâr marjı değişkeni üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur. Karadeniz ve İskenderoğlu da 2010 yılında yaptıkları çalışmada stok devir hızı ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Bunun nedeni olarak ise incelenen işletmelerin stok maliyetlerini azaltmak için stok miktarlarını varlıkları içinde oransal olarak oldukça düşük düzeyde tutmaları gösterilmektedir. R kare değerleri incelendiğinde bağımsız değişkenlerin net kâr marjı bağımlı değişkeni üzerinde açıklama gücünün %55 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir. Katsayılar yorumlandığında özellikle net çalışma sermayesindeki %1'lik değişimin net kâr marjında aynı yönde yine %1'lik bir değişime neden olduğu, dolayısıyla ilgili değişkenlerin birbirleriyle birebir anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu söylenebilir. Finansal kaldıraç oranı katsayısı da dikkat çekicidir. Finansal kaldıraçta oluşan %1'lik değişim net kâr marjında negatif yönde çok daha büyük bir değişime neden olmaktadır. Bu durum da bir önceki modeldeki hisse başı kâr bağımlı değişkenine etkisine benzer şekilde borçlanmanın kârlılığı olumsuz yönde etkilediği sonucuna götürmektedir. Bu sonuç incelenen dönemlerde firmaların finansman giderlerinin mali yapıları ve performansları üzerinde aşırı derecede bir baskıya neden olduğu anlamına gelmektedir. Yine aktif büyüklüğünün katsayısı incelendiğinde, toplam varlıkları fazla olan firmaların net kâr marjlarının düşük seviyede olduğu gözlemlenmektedir. 2000-2004 yılları arasında Türkiye'nin yaşadığı finansal krizler dikkate alındığında ülkenin içinde bulunduğu kırılgan yapının imalat işletmelerine de negatif yönde etki ettiği ve yabancı kaynak kullanan işletmelerin kârlarının dikkat çekici oranda düştüğü söylenebilir. Yine likit oranın katsayısına bakıldığında net kâr marjıyla negatif yönde bir ilişkinin mevcut olduğu görülebilir. Likit orandaki %1'lik değişimin net kâr marjında ters yönde %2'lik bir değişime neden olduğu söylenebilir. Bu durumun da likidite seviyesi ve kârlılık düzeyi arasındaki zıt yönlü ilişkiyi öne süren teoriyle uyumlu olduğu gözlenmektedir.

Tablo 38: 4. Model İkinci Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	5410.775	0.0001	10859.09	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	85.03934	0.0001	2.4066	

Dördüncü model ikinci dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığını göstermektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 39: 4. Model İkinci Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	1.794505	0.721217	2.488162	0.0132
SBO	-1.417996	0.859625	-1.649552	0.0996
SDH	0.533412	0.269881	1.976468	0.0486
LOGNCS	0.288520	0.533951	0.540350	0.5892
LOGAKTIF	4.387228	5.998061	0.731441	0.4648
FINKAL	-22.64794	7.918234	-2.860226	0.0044
C	-29.74071	51.64061	-0.575917	0.5649
R-squared	0.589481	Mean dependent var		2.309007
Adjusted R-squared	0.481700	S.D. dependent var		23.08462
S.E. of regression	16.61932	Akaike info criterion		8.642670
Sum squared resid	143072.6	Schwarz criterion		9.580677
Log likelihood	-2693.474	Hannan-Quinn criter.		9.006372
F-statistic	5.469251	Durbin-Watson stat		2.629278
Prob(F-statistic)	0.000000			

2. dönem için 4. model regresyon sonuçlarını incelediğimizde net kâr marjı bağımlı değişkeninin likit oran, stok devir hızı ve finansal kaldıraç tarafından %5 anlamlılık düzeyinde, stok bağımlılık oranı tarafından ise %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olarak etkilendiği gözlenmektedir. Stok devir hızının kârlılık değeriyle anlamlı ve pozitif yöndeki ilişkisi teoriyle uyum sağlamaktadır. Şöyle ki stokların hızlı bir şekilde nakde dönüşmesi imalat işletmelerinde çalışma sermayesi ihtiyacını azaltacak ve borç kullanma seviyesini düşürecektir. Borç kullanma seviyesinin düşmesi ise daha az finansman giderine katlanılacağından dolayı kârlılık göstergelerine olumlu yansıtacaktır. R kare değerleri incelendiğinde bağımsız değişkenlerin net kâr marjı

bağımlı değişkeni üzerinde açıklama gücünün yeterli ve %58 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir. Likit oranın net kâr marjıyla pozitif ilişkisi işletmenin likit varlıklarının kârlılığı olumsuz olarak etkileyecek çok yüksek düzeyde olmadığını ifade etmektedir. Likit oranın katsayısı yorumlandığında ise net kâr marjının likit orandaki değişime duyarlı olduğu görülebilir. Yani işletmenin stoklar dışındaki dönen varlıklarının kısa vadeli borçları karşılama gücü arttıkça net kâr değerinin de yükseldiği söylenebilir. Ayrıca stok bağımlılık değerinin katsayısı incelendiğinde; cari varlıklar içinde stokların oransal ağırlığı arttıkça kârlılık değerinin düşeceği söylenebilir. Kiracı da 2009 yılında yaptığı çalışmada stokların dönen varlıklar içinde ağırlığının azalmasının işletmenin kârlılık göstergelerinde bir artışa neden olabileceğini göstermiştir. Aktif büyüklüğünün ve net çalışma sermayesinin net kâr marjını anlamlı olarak etkilemediği görülmektedir. Şahin'in de 2011 yılında yaptığı çalışmada aktif büyüklüğü ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ortaya çıkan sonuçlardan 2005-2009 yılları için firmaların stok yönetim politikalarının firmaların kârlılık performansını doğrudan etkilediği sonucuna varılabilir. Diğer bir deyişle stokların kârlılık değeri üzerinde kritik seviyede önemli olduğu görülmektedir. Ayrıca bu dönemde işletmenin toplam kaynakları içinde yabancı kaynakların oranı arttıkça net kâr marjının düştüğü finansal kaldıraç oranının katsayısı aracılığıyla anlaşılmaktadır.

Tablo 40: 4. Model Üçüncü Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	6867.022	0.0001	7492.455	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	15.98575	0.0001	1.9598	

Dördüncü model üçüncü dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına bakıldığında olasılık değerleri bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir.

3. dönem 4. Model için aşağıdaki regresyon sonuçlarını incelediğimizde net kâr marjı bağımlı değişkeninin stok devir hızı haricinde diğer tüm değişkenler tarafından anlamlı olarak etkilendiği tespit edilmiştir. Karadeniz ve İskenderoğlu da 2010 yılında yaptıkları çalışmada stok devir hızı ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Bunun nedeni olarak ise incelenen işletmelerin stok maliyetlerini

azaltmak için stok miktarlarını varlıkları içinde oransal olarak oldukça düşük düzeyde tutmaları gösterilmiştir.

Tablo 41: 4. Model Üçüncü Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	3.091735	1.480865	2.087790	0.0372
SBO	1.506410	0.658480	2.287707	0.0225
SDH	-0.054883	0.081645	-0.672211	0.5017
LOGNCS	0.934121	0.363196	2.571947	0.0103
LOGAKTIF	7.217988	0.957439	7.538852	0.0001
FINKAL	-15.41678	4.978084	-3.096930	0.0020
C	-62.68113	9.288156	-6.748501	0.0000
R-squared	0.656294	Mean dependent var		3.533692
Adjusted R-squared	0.566055	S.D. dependent var		21.65000
S.E. of regression	14.26183	Akaike info criterion		8.336711
Sum squared resid	105361.1	Schwarz criterion		9.274719
Log likelihood	-2593.273	Hannan-Quinn criter.		8.700414
F-statistic	7.272818	Durbin-Watson stat		2.302871
Prob(F-statistic)	0.000001			

Katsayılardan da anlaşılacağı gibi net kâr marjının likidite ve faaliyet oranlarından daha çok aktif büyüklüğü ve borçlanma düzeyinden etkilendiği anlaşılmaktadır. 2008 finansal krizinin etkilerinin gözlemlendiği bu dönemde, satışlar üzerinden kârlılığı artırmak isteyen işletmelerin kısa vadeli borç ödeme gücü ve stokların faaliyet döngüsü içinde eritmekten ziyade toplam varlıklarını artırmaya ve toplam kaynaklar içindeki yabancı kaynak oranını azaltmaya odaklanmaları gerektiği ifade edilebilir.

Tablo 42: 4. Model Tüm Dönem Sapma Testi Sonuçları

	LMh_ols	olasılık değeri	LMh_fixed chi-sqr	olasılık değeri
Değişen Varyans	15213.51	0.0001	13984.79	0.0001
	lmrho_chi-sqr(1)	olasılık değeri	Durbin-Watson	
Otokorelasyon	17.23078	0.0001	1.7401	

Dördüncü model tüm dönem için değişen varyans ve otokorelasyon sonuçları incelendiğinde olasılık değerleri bu model için bahsedilen iki sapmanın da varlığına işaret etmektedir. Bu iki sapmadan kaynaklanabilecek sorunları düzeltmek için değişen varyans ve otokorelasyon, PCSE yöntemiyle düzeltilmiştir.

Tablo 43: 4. Model Tüm Dönem Düzeltilmiş Regresyon Testi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t değeri	Olasılık
LO	2.249710	0.770785	2.918726	0.0036
SBO	-0.415332	0.201683	-2.059328	0.0396
SDH	0.051800	0.031436	1.647804	0.0996
LOGNCS	1.198051	0.249524	4.801350	0.0001
LOGAKTIF	4.573702	0.713948	6.406216	0.0001
FINKAL	-16.64749	3.664027	-4.543496	0.0001
C	-37.96759	7.693436	-4.935063	0.0000
R-squared	0.257509	Mean dependent var		2.065637
Adjusted R-squared	0.255234	S.D. dependent var		22.10949
S.E. of regression	19.08045	Akaike info criterion		8.738761
Sum squared resid	712836.3	Schwarz criterion		8.758651
Log likelihood	-8578.833	Hannan-Quinn criter.		8.746071
F-statistic	113.1784	Durbin-Watson stat		1.403094
Prob(F-statistic)	0.000001			

Dördüncü modelin tüm dönem için düzeltilmiş regresyon analizi sonuçları yukarıda verilmiştir. Net kâr marjı bağımlı değişkenini tüm dönemde stok devir hızı haricinde diğer tüm değişkenler %5 düzeyde anlamlı olarak etkilemektedir. Stok devir hızı ise %10 düzeyinde anlamlı olarak etkilemektedir. Stok devir hızının katsayısı da beklentiler yönünde pozitiftir. Yani stoklar faaliyet döngüsü içinde nakde dönüşümlerini ne kadar hızlı gerçekleştirirlerse çalışma sermayesi ihtiyaçları da o kadar azalacak ve faaliyetlerini kârlı olarak devam ettirme şansı bulacaklardır. Genel olarak likidite oranlarının kârlılık üzerinde etkili olduğu yorumu yapılabilir. F olasılık ve F istatistik değerleri de modelin kuvvetli bir anlamlılığa sahip olduğunu göstermektedir. Katsayılar yorumlandığında likit orandaki % 1 birimlik artışın net kâr marjı bağımlı değişkeni üzerinde aynı yönde yüzde 2,2'lik dikkat çekici bir değişime neden olduğu görülmektedir. Bu çalışmada katsayıdan anlaşılacağı gibi stok bağımlılık oranı ile net kâr marjı arasında zıt yönlü bir bağlantının varlığından söz edilebilir. Yani işletmelerin bu dönemde stoklara olan bağımlılığı arttıkça kâr değerinin azaldığı görülmektedir. Kiracı 2009 yılında yaptığı çalışmada da stok bağımlılık oranı ile kârlılık değeri arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir.

Yine net çalışma sermayesi ile kârlılık oranı arasında birebir ve pozitif yönde bir korelasyonun varlığı katsayı verisinden anlaşılmaktadır. Bu sonucun çalışmanın önceki bölümlerinde değinilen çalışma sermayesi finanslama stratejilerinde çalışma sermayesi

tutarı ile kârlılık arasındaki negatif yönde ilişki olduğu sonucuyla örtüşmediği görülmektedir. Ayrıca yapılan çalışmalarda çalışma sermayesi tutarı ile kârlılık arasında genellikle ters yönde bir ilişkiden bahsedilmektedir. Ancak çalışmada kullandığımız değişkenin brüt çalışma sermayesi yerine net çalışma sermayesi olduğu düşünülürse aynı yöndeki bir ilişki makul karşılanabilir. Çünkü net çalışma sermayesinin belirli bir değere kadar artışının kârlılığı olumlu etkilediği, belirli bir asgari seviyenin altında kalmasının ise işletmelerin faaliyetlerini sonlandırmasına neden olabildiği bilinmektedir.

Diğer beşer yıllık dönemlerde olduğu gibi on beş yıllık uzun dönemde kârlılık değerinin borçlanma oranının ifade eden finansal kaldıraç değişkenine olan negatif duyarlılığının devam ettiği gözlenmektedir. Borçlanmanın her ne kadar vergi yükünü hafifletici etkisiyle kârlılık değerine olumlu olarak yansıdığı düşünülse de, Türkiye özelinde özel sektör firmalarının borçlanma düzeylerinin çok yüksek olduğu ve bu borçlanmadan dolayı yüksek miktarda nakit çıkışları dikkate alındığında, finansal kaldıraç oranının kârlılık seviyesini olumsuz etkilediği söylenebilir. Doğan tarafından 2013 yılında yapılan çalışmada da finansal kaldıraçın kârlılık değerini olumsuz yönde etkilediği bulunmuştur. 15 yıllık uzun süreç değerlendirildiğinde işletmelerin net kârlılık oranlarını artırması için likit varlıklarının kısa vadeli borçlarını karşılayabilme gücüne odaklanmaları gerektiği söylenebilir.

Böylece, yapılan hem F testi, değişen varyans ve otokorelasyon testleri hem de Hausman testi sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, mali tablolar analizi oranlarının firma değeri göstergeleri üzerindeki etkisinin analizinde, panel veri modellerinden tek yönlü sabit etkiler modelinin genellikle daha uygun olduğu gözlenmektedir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Yöneticiler son yıllarda amaçlarını, “firmanın, ortakların veya hissedarların değerini maksimum kılmak” paradigması üzerine kurgulamaktadır. Bu hedef doğrultusunda işletme fonksiyonlarını (üretim, pazarlama, finansman, insan kaynakları vb.) hissedar değerini artırma yönünde geliştirmeye çalışmaktadırlar. Bu çalışmalar doğal olarak finansal tablolara da yansımaktadır.

Halka açık ve borsada işlem gören firmaların hisse senetlerinin fiyatı çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörler öncelikle firmalardan kaynaklanan faktör olarak içsel unsurlar, sonra sektörel unsurlar ve makroekonomik (dışsal) unsurlar olarak sıralanabilir. Bu firmaların hisse senetlerini satın alan yatırımcılar tüm bu unsurları göz önünde bulundurmaktadır. Makro değişkenlerin fiyatların üzerinde yarattığı etkiler ile firmaların mali oranlarının (içsel unsurlar) hisse senetlerinin fiyatlarını nasıl etkilediği üzerine literatürde birçok çalışmaya rastlamak mümkündür. Fakat firmaların finansal oranlarının başka bir ifade ile içsel ya da firmaya özgü unsurların firmaların piyasa değeri üzerindeki etkisi çok çalışılmış bir konu değildir (Küçükkaplan, 2013: 161-182).

Bu noktada çalışmanın amacı yıllar itibariyle firma performans göstergelerini etkileyen finansal oranların tespit edilmesi ve özel olarak da stok yönetiminin firma değeri üzerindeki etkisini belirlemektir. Firma performans göstergeleri olarak firma değeri, hisse başına kâr, net kâr marjı ve PD/DD oranı kullanılmıştır. Firma değeri iki modelde değer kavramı üzerinden, diğer iki modelde ise performans üzerinden incelenmiştir. Bu göstergeleri etkileyen değişkenler olarak ise likitide ve faaliyet oranları çalışmaya dahil edilmiştir. Bu konuda daha önce pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmayı önceki çalışmalardan ayıran taraf ise stok yönetiminde etkili olduğu düşünülen likitide ve faaliyet oranlarının kullanılarak firma performans göstergelerine olan etkisinin değerlendirilmesidir. Ayrıca çalışmada kullanılan finansal veriler ülkemiz sermaye piyasası için uzun sayılabilecek 15 yıllık bir sürece aittir. Bu süreç içerisinde yaşanan ulusal ve küresel kriz etkileri, muhasebe standartlarının mali tablolarda uygulanmaya başlandığı yıl kabul edilen 2005 yılı öncesi ve sonrası standartların finansal analiz sonuçları üzerindeki etkisinin kıyaslanması gibi faktörlerle çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmada yatay kesit (firmalar) ile zaman (2000 ile 2014 arası yıllar) boyutunun birlikte yer alması analizde panel veri yönteminin kullanılmasını gerekli kılmıştır. Analiz için ilk önce imalat sektöründe yer alan tüm firmaların verilerinin kullanıldığı genel modeller oluşturulmuştur. Modeller oluşturulurken korelasyonlar dikkate alınmıştır. Değişkenler durağanlık analizlerine tabi tutulmuşlar ve durağan oldukları tespit edildikten sonra panel veri analizde hangi modele göre analize tabi tutulacakları araştırılmıştır.

Analiz sonucunda birinci modelin 15 yıllık tüm döneminde firma değeri üzerinde stok yönetimi oranlarının açıklama gücü etkinliği yüksek olarak bulunmuştur. Firma değerinin bağımlı değişken olduğu ilk modelde dikkat çekici bir diğer sonuç da stok yönetimi oranlarının standartların uygulanmadığı 2000-2004 arasında firma değeri üzerinde istatistiksel anlamlı bir etkisi yokken standartların 2005 yılında uygulanmaya başlamasından sonra 2005-2014 yılları arası firma değerini anlamlı olarak etkilediği tespit edilmiştir.

İkinci modelde 15 yıllık tüm dönemde PD/DD oranı üzerinde ise net satışlar haricinde likit oran, stok devir hızı, aktif devir hızı, net çalışma sermayesi gibi diğer tüm değişkenlerin anlamlı bir etkisi olduğu bulunmuştur. Stok bağımlılık oranının da %10 düzeyinde anlamlı olduğu bulunmuştur. Bu modelin 2000-2004 yılları arasında stok yönetimi oranlarının yine ilk modelde olduğu gibi piyasa değeri oranı üzerinde anlamlı çıkmaması dikkat çekmektedir. Bu durum da standartların uygulanmaya başlamasından sonra stoklar, maliyet, dönen varlıklar vb. finansal tablo kalemlerinin gerçeğe uygun değerleriyle gösterilmesi sonucu firma değerini daha iyi açıkladığı sonucuna götürmektedir. Bu çalışmanın temel amaçlarından birisi olan stok yönetim oranlarının firma performansı üzerindeki etkisi, bilgi kullanıcıları açısından standartların uygulanmaya başlamasından sonra daha sağlıklı bir şekilde ölçülmeye başladığı söylenebilir. Birinci ve ikinci modellerde dikkate değer bir diğer husus da stok devir hızı değişkeninin katsayısının negatif olmasıdır. Önceki çalışmalardan stok devir hızı ile firma değeri, piyasa değeri değişkenleri arasında aynı yönde bir ilişkinin olması beklenmektedir. Ancak burada işletmelerin yüksek maliyetlerle daha düşük kâr marjlarını kabul ederek ürün satışında bulunmasıyla negatif yöndeki bu ilişki

açıklanabilmektedir. Maliyetleri düşük tutma açısından incelenen dönemde imalat firmalarının performansının yeterli seviyede olmadığı söylenebilir.

Üçüncü model 15 yıllık uzun süreçte hisse başı kâr bağımlı değişkeni üzerinde stok devir hızı haricinde diğer likidite, faaliyet oranlarının ve kontrol değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, stok devir hızı 15 yıllık süreçte değil de 5 yıllık periyotta incelendiğinde 2000-2004 ve 2005-2009 yılları arasında hisse başı kâr bağımlı değişkenini anlamlı olarak etkilediği görülmüştür. Hisse başı kâr değişkeni özelinde işletme ortakları, muhtemel yatırımcılar ve tüm diğer bilgi kullanıcıları açısından kullanılan tüm finansal analiz oranlarının farklı seviyelerde de olsa yatırım yapılan hisseden elde edilecek getiriye etkilediği sonucuna varılabilir. Bu modelde dikkat çeken bir husus da bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün 2000-2004 yılları arası diğer dönemlere göre daha düşük olmasıdır. İlk 2 modelde standartlara uygun finansal tablo verilerinin firma değerini daha sağlıklı bir şekilde ölçmesinde olduğu gibi finansal performans sonuçları üzerinde de amaca uygun bilgi sağladığı söylenebilir.

Net kâr marjı bağımlı değişkeni üzerinde de kullanılan tüm bağımsız değişkenlerin açıklama gücünün olduğu görülmüştür. 15 yıllık tüm dönem değerlendirildiğinde kârlılık göstergesi olarak kullanılan net kâr marjı bağımlı değişkeninin satış tutarından daha çok başta likidite oranları olmak üzere likidite ve faaliyet oranlarından etkilendiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların kârlılık seviyesini de performans göstergesi olarak algıladıysa, doğrudan satış yaparak kârlılığın artırılmayacağı, varlıkların faaliyet döngüsünü hızlandırmak, maliyetleri kontrol altında tutmak ve kısa vadeli borçlarında dikkatli bir şekilde yöneterek firma değerinin artırılabilmesi görülmektedir. Yine net kâr değerinin istenen seviyelerde olması açısından aktif büyüklüğünün ve borçlanma düzeyinin kontrol altında tutulmasının elzem olduğu katsayılarından anlaşılmaktadır. Üçüncü modelde olduğu gibi finansal kaldıraç ile kârlılık arasında negatif yönde bir ilişkinin varlığı, finansman giderlerinin imalat firmalarının kârlılığını erittiği sonucuna götürmektedir. Dolayısıyla, kârlılık seviyelerini korumak, geliştirmek isteyen işletmelerin borçlanmadan ziyade oto finansman kaynaklarına ve sermaye piyasalarına müracaat etmesi önerilebilir.

Son olarak çalışmada kullanılan tüm modeller ve tüm zaman aralıkları dikkate alındığında finansal oranların firma değeri üzerinde etkisi olduğunu ileri süren alternatif hipotezin kabul edilmesi gerektiği açıktır. Kullanılan modellerde bağımsız değişkenlerin tekil olarak bağımlı değişkeni açıklama gücü yetersiz olsa da modelin bir bütün olarak incelendiğinde açıklama gücünün yeterli seviyede olduğu, dolayısıyla modellerin doğru kurgulandığı gözlenmektedir. Bu modellerden hareketle sonraki çalışmalarda firma değeri göstergelerini daha anlamlı olarak etkileyen finansal oranlar bulunabilir ve yatırımcıların kararlarında daha etkili olacak sonuçlara ulaşılabilir. Bu sonuçlara ulaşmak için ilgili zaman aralığındaki kısıtları da dikkate alıp değişkenler ve adedi değiştirilerek bir çalışma yapılabilir. Özellikle daha önceki çalışmalarda kullanılmamış kontrol değişkenlerinin modellere eklenmesinde fayda görülmektedir. Yapılacak bu çalışmada alt sektör farklılığının da göz önünde bulundurulması ve alt sektör bazında analiz yapılması ufuk açıcı bir bakış açısı kazandırabilir.

KAYNAKLAR

- Akbulut R., (2011). “İmkb’de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Kârlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2), 195-206.
- Akbulut R., Rençber Ö. F., (2015). “BİST’te İmalat Sektöründeki İşletmelerin Finansal Performansları Üzerine Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 117-136.
- Akgün A.İ., (2012). “TMS-2 Stoklar Standardı Kapsamında Tam Maliyet ve Normal Maliyete Göre Düzenlenen Gelir Tabloları Karşılaştırması”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 229-246.
- Akgün A.İ., (2013). “Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkisi: İMKB’ye Yönelik Bir Araştırma”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14(1), 10-26.
- Akın O., Eser E. D., (2014). “İşletme Sermayesi Yönetimi: Mermer İşletmelerine Yönelik Bir Araştırma”, *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(27), 45-55.
- Akın F., Ece N., (2013). “İMKB’de İşlem Gören Sigorta Şirketlerinin 2006-2010 Donemi Finansal Performanslarının Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 89-106.
- Aksoy, E. E., (2013). “İşletme Sermayesi Yönetimi ile Firma Performansı İlişkisi: 2008 Krizi Örneği”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 50(586), 9-18.
- Aksoy A., Yalçiner K., (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Aktaş N., Croci E., Petmezas D., (2015). “Is Working Capital Management Value-enhancing? Evidence From Firm Performance and Investments”, *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113.
- Alkan G.İ., Doğan O., (2012). “Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nın Finansal Rasyolara Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri: İMKB’de Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, 87-100.
- Altan M., Arkan F., (2011). “Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index”, *Journal of Business & Economics Research*, 9(9), 61-66.
- Amarjit, G., Biger, N., Mathur, N., (2010). “The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States”, *Business and Economics Journal*, 1-9.
- Ata, H.A., (2009). *Krizde Nakit Yönetimi*, Ekin Yayınevi, Bursa.

- Atmaca M., Çelenk H., (2011). “Uluslararası Muhasebe Ve Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkilerinin Regresyon Analizi İle Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 113-125.
- Autukaite R., Molay E., (2014). “Cash Holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence from France”, *Bankers, Markets & Investors*, 132, September-October, 53-62.
- Aydemir O., Ögel S., Demirtaş G., (2012). “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2), 277-288.
- Aydın N., Başar M., Coşkun M., (2010). *Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aygün M., (2012). “Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış*, 12(2), Nisan, 215-223.
- Ayrıçay Y., Türk V.E., (2014). “Finansal Oranlar Ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, 53-70.
- Balcı, B.R., (2012). “TFRS’lerin Oran Analizine Etkileri”, *Journal of Yasar University*, 28(7), 4687 – 4707.
- Banar, K., Ekergil, V., (2013). *Genel Muhasebe-I*, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir.
- Başar, A.B., (2012). *Dönemsonu İşlemleri*, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir.
- Bayrakdaroğlu A., (2012). “Performans Ölçütlerinin Hisse Senedi Getirilerini Açıklayabilme Gücü Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 139-158.
- Bayyurt N., (2007). “İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler”, *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, 53, 577-592.
- Bekci, İ., (2012). *Muhasebe Verilerinin Hisse Senedi Yatırımlarındaki Rolü*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Birgili E., Düzer M., (2010). “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, 74-83.
- Brigham E.F., Houston J.F., 2014 (), *Fundamentals of Financial Management*, (çev: Nevzat Aypek), Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Büyüksalvarcı A., (2010). “Finansal Oranlar İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, 130-141.

- Büyükşalvarcı A., (2011). “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar Ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: Ekonomik Kriz Dönemleri İçin İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(1), 225-240.
- Büyükşalvarcı A., Uyar S., (2012) “Farklı Muhasebe Düzenlemelerine Göre Hazırlanan Mali Tablolardan Elde Edilen Finansal Oranlar İle Şirketlerin Hisse Senedi Getirileri Ve Piyasa Değerleri Arasındaki İlişki”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 25-48.
- Caballero S.B., García-Teruel P.J., Martínez-Solano P., (2014). “Working Capital Management, Corporate Performance, and Financial Constraints”, *Journal of Business Research*, 67, 332-338.
- Ceylan, A., Korkmaz, T., (2014). *Finansal Yönetim Temel Konular*, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Chambers, N., (2009). *Firma Değerlemesi*, Beta Yayınevi, İstanbul.
- Coşkun, E., Kök, D., (2011). “Çalışma Sermayesi Politikalarının Kârlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması”, *Ege Akademik Bakış*, Özel Sayı, 75-85.
- Coşkun M., (2011). *Excel İle Finans-I*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Çabuk, A., Lazol, İ., (2013). *Mali Tablolar Analizi*, Ekin Yayınevi, 13. Baskı, Bursa.
- Çakır H.M., Küçük Kaplan İ., (2012). “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Kârlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak 2012, 69-86.
- Çakır H.M., (2013). “Nakit Döngüsünün Firma Kârlılığına Etkisinin Sektörel Analizi”, *Journal of Yaşar University*, 2013, 30(8), 4948-4965.
- Çetiner E., (2010). *İşletmelerde Mali Analiz*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Demir V., (2009). *Seçilmiş Türkiye Finansal Raporlama Standartları: Açıklamalar ve Uygulamalar*, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, 99.
- Doğan M., (2013). “Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı İle Kârlılık Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 121-136.
- Düzgün R., Taşçı H.M., (2014). “Türk İşletmelerinin İhracat Performansını Belirleyen Faktörler: ISO-500 Üzerine Bir Uygulama”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(3), 7-24.
- Elitaş C., (2011). *Muhasebede Araştırma Yöntemleri*, Gazi Kitabevi, Ankara.

- Ercan M.K., Üreten A., (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Erdoğan S.B., (2008). “Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi Yönetiminin İncelenmesi”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(2), 223-236.
- Gemici Ç.G., (2010). *Mali Oranların Firma Değerine Etkisinin Analizi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Gürbüz A.O., Ergincan Y., (2008). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Güriş, S., Çağlayan, E., Güriş, B., (2013). *EViews ile Temel Ekonometri*, DER Yayınları, İstanbul.
- Hill, M.D., Kelly, G.W., Highfield, M.C., (2010). “Net Operating Working Capital Behavior: A First Look”, *Financial Management*, 783-805.
- Işık E., Kiracı M., (2012). “2008 Küresel Finansal Krizin İşletmelerin Çalışma Sermayeleri Üzerindeki Etkilerinin Oranlar Aracılığıyla Tespiti: İMKB’de Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, 157-174.
- Kabataş Y., Pamukçu A., (2010). “TMS-2 Stoklar Standardı Kapsamında Hizmet Üretim Maliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, 191-199.
- Kalaycı Ş., Karataş A., (2005). “Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB’de Bir Temel Analiz Araştırması”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz, 146-157.
- Karadeniz E., İskenderoğlu Ö., (2011). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi”, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 65-75.
- Karğın M. Ve Aktaş R., (2011). “Türkiye Muhasebe Standartlarına Göre Raporlanmış Nakit Akış Tablosu ve Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, 1-24.
- Kaya A., Öztürk M., (2015). “Muhasebe Kârları İle Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: BİST Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz, 37-54.
- Kiracı, M., (2009). “Stok yönetimi ve kârlılık ilişkisinin finansal oranlar aracılığıyla incelenmesi: İMKB imalat sektöründe bir araştırma”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Haziran, 161-195.
- Kök D., Coşkun E., İspir M.E., (2013). “Çalışma Sermayesi Politikalarında Sektörel Farklılaşma ve Ortalamaya Dönme Eğilimi”, *Business and Economics Research Journal*, 4(4), 49-70.

- Küçükkaplan İ., (2013). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Üretim Firmalarının Piyasa Değerini Açıklayan İçsel Değişkenler: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(2), Ekim, 161-182.
- Küçüksavaş, N., (2012). *Finansal Muhasebe*, Beta Yayınevi, 12. Baskı, İstanbul.
- Küçüksözen C. ve G. Küçükkocaoğlu, (2004). *Finansal Bilgi Manipülasyonu: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, Muhasebe Bilim Dünyası (MODAV) "1st International Accounting Conference On The Way To Convergence" Bildiri Kitabı, Ankara.
- Lazaridis, I., Tryfonidis D., (2006). “Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange”, *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-35.
- Nazir M.S., Afza T., (2009). “Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms’ Profitability”, *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Önce, S., (2013). *Finansal Tablolar Analizi*, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir.
- Örten, R., Kaval, H., Karapınar, A., (2013). *Türkiye Muhasebe – Finansal Raporlama Standartları Uygulama ve Yorumları, 2014 TMS – TFRS*, Gazi Kitabevi, 7. Baskı, Ankara.
- Padachi, K., (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*, 2(2), 45-58.
- Pazarlıoğlu, M.V., Gürler, Ö.K., (2007). “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Analizi”, *Ekonomik & Politik Yorumlar Dergisi*, 44(508), 35-43.
- Poirters, P., (2004). “Working Capital Management and Company Value At Heinz Northern Europe”, *Treasury Affairs*, 1(2), 6-13.
- Savcı M., (2013). *Mali Tablolar Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Savsar A., (2012). *Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Tokat.
- Sarıkamış C., (2007), “Rasyo Analizi Uygulamasının Gelişimi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 44-45.
- Sevil, G., Başar, M., (2012). *Finansal Yönetim-I*, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir.

- Şahin, O., (2011). “İMKB’ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Ekim, 123-141.
- Şahin O., (2011). “KOBİ’lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(14), 183-200.
- Şen M., Baştürk F.H., Oruç E., (2009). “İMKB’de Faaliyet Gösteren Firmalarda 1992-2007 Dönemi İçin İşletme Sermayesinde Yönetim Etkinliğinin Ölçümü ve Genel Değerlendirme”, *13. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, 137-148, Afyonkarahisar.
- Toraman C., Körpi M., (2015). “Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası Ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, 41-56.
- Ukaegbu, B., (2014). “The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa”, *Research in International Business and Finance*, 31, 1–16.
- Uluyol O., Türk V.E., (2013). “Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)’da Bir Uygulama”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 15(2), 365-384.
- Uyar A., (2009). “Küresel Ekonomik Krizin Şirketlerin Nakit Dönüşüm Sürelerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerinde Bir Çalışma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, 228-235.
- Uyar A., Okumuş E., (2010). “Finansal Oranlar Aracılığıyla Küresel Ekonomik Krizin Üretim Şirketlerine Etkilerinin Analizi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, 146-156.
- Yavuz N.Ç., (2015). *Finansal Ekonometri*, Der Yayınları, İstanbul.
- Wooldridge, J.M., (2003), *Econometric Analysis Of Cross Section And Panel Data*, The MIT Press, Cambridge.

ÖZGEÇMİŞ

İsmail ÖZTANIR, 29 Haziran 1981 tarihinde Nazilli’de doğmuştur. İlk, orta ve lise öğretimini Nazilli’de tamamladıktan sonra, sırasıyla Ege Üniversitesi Tekstil Mühendisliği ve Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme bölümlerini bitirmiştir. 2013 senesinde Temmuz ÖYP atamalarında Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Programı’na Araştırma Görevlisi olarak atanmıştır. Aynı zamanda 2013/2014 güz döneminde atandığı bölümde yüksek lisans eğitimine başlamıştır. Halen atandığı kurum bünyesinde çalışmalarına devam etmektedir.