

İMKB'DE İŞLEM GÖREN ÇİMENTO VE TEKSTİL FİRMALARININ ÇALIŞMA SERMAYESİ YAPILARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Yrd.Doç.Dr.İsmail CAN*
Dr.İsrafil ZOR**

ÖZET

İşletmelerin çalışma sermayesi yönetimi, faaliyetlerin kesintiye uğramadan kârlı ve verimli bir şekilde devam edebilmesi, üretim hacimlerinin genişletilebilmesi, borç ödeyememe risklerinin azaltılması ve en önemlisi olağanüstü durumlarda finansal yönden zor durumlara düşmelerinin önlenmesi bakımından büyük bir öneme sahiptir. Çünkü, çalışma sermayesinin yetersiz olması veya ekonomik bir şekilde kullanılmaması, işletmelerin başarılı olamamalarının temel nedenlerinden birisidir.

Bu makalede, çalışma sermayesi yapısı itibariyle birbirinden farklı özellikler gösteren çimento ve tekstil sektörüne ait işletmeler dikkate alınarak ampirik bir araştırma yapılmıştır. Bu bağlamda, çalışma sermayesi unsurlarının alt kalemler bazında dağılımları incenmiş ve işletmelerin sahip oldukları çalışma sermayesi yapılarının kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetlerini etkilediği sonucuna varılmıştır.

ABSTRACT

Working capital management is vital for businesses to continue their operations productively and efficiently, to maintain or enlarge their production capacity, to minimize their default risks and financial difficulties in extraordinary times. Insufficient working capital or its uneconomic use is one of the main reasons for business failures.

In this paper, an empirical study has been conducted on businesses in cement and textile industries whose working capital structures show obvious differences. In this respect, their working capital has been analyzed by sub-

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, Uşak İ.İ.B.F., İşletme Bölümü.

** Kırıkkale Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü.

categories and it is found that the structure of working capital deeply affects business' capability to meet its short term obligations.

GİRİŞ

Finansal yönetimin temel amacı gelişen finans fonksiyonu ve piyasa şartlarına paralel olarak zaman içerisinde sürekli değişiklik göstermiştir. 20. yüzyıl boyunca kâr maksimizasyonu ile başlayan, hisse başına kâr payının maksimizasyonu ile devam eden süreç, 21. yüzyıla girerken işletmelerin piyasa değerinin maksimum kılınması amacına odaklanmıştır.

İşletmenin piyasa değerini maksimum kılmayı amaçlayan finansal yönetici, işletme faaliyetlerinin başarıyla devam etmesi açısından kârlılık, likidite ve risk arasında sürekli bir dengeyi gözetmek durumundadır.

Günümüz işletmelerinde finansman yöneticileri için uzun vadeli aktiflerin yönetimi, uzun vadeli pasiflerin yönetimi ve kısa vadeli aktif ve pasiflerin yönetimi olmak üzere üç temel uğraş alanı mevcuttur. Bunlardan birincisi, uzun dönemli yatırım kararlarını, ikincisi sermaye yapısı kararlarını, üçüncüsü ise çalışma sermayesi yönetimini ifade etmektedir.¹

Finansman yöneticisinin zamanının yarısından fazlasını alan² ve bu çalışmanın da konusunu oluşturan çalışma sermayesi yönetiminin işletmeler açısından önemi, şu şekilde ifade edilebilir:

- İşletme faaliyetlerinin kesintiye uğramadan kârlı ve verimli bir şekilde devam etmesi,
- İşletmenin üretim hacminin genişletilmesi,

¹ Frederick C. Scherr, *Modern Working Capital Management*, Printice-Hall, New Jersey: 1989, s.1.

² Bu konuda yapılan çalışmalar finans yöneticilerinin zamanlarının yaklaşık %60'ını çalışma sermayesi unsurlarının yönetimine ayırmakta olduğunu göstermektedir. Bkz. Lawrence J. Gitman and Charles E. Maxwell, "Financial Activities of Major U. S. Firms: Survey and Analysis of Fortune's 1000", *Financial Management*, (Winter 1985), s.60.

- İşletmenin borç ödeyememe riskinin azaltılması,
- Olağanüstü durumlarda işletmenin finansal yönden zor duruma düşmesinin önlenmesi.

Türkiye’de son on yıl içerisinde iki büyük finansal kriz yaşanmış, doğal olarak bu krizlerin etkileri işletmelerin bilanço ve gelir tablolarına da yansımıştır. 1994 krizinin olumsuz sonuçları aynı yılın bilanço ve gelir tabloları üzerinde etkisini hissettirmiş ve bu olumsuz etki ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak devam etmiştir. 1998 yılına kadar devam eden bilanço ve gelir tablolarındaki iyileşme süreci, 1999 yılında yaşanan deprem felaketi ile kısmen sektörel de olsa sekteye uğramıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin olumsuz sonuçları ise, tam olarak işletmelerin 2001 yılı bilanço ve gelir tablolarına yansımıştır.

Çalışmamızda Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden göreceli olarak daha az etkilenen çimento ve daha çok etkilenen tekstil işletmeleri³ ampirik olarak incelenmiştir. Bu bağlamda çalışma sermayesi yapılarının alt kalemler bazında karşılaştırmalı bir analizi yapılarak, bu işletmelerin faaliyetleri sonucunda oluşturmuş oldukları çalışma sermayesi yapılarının kısa vadeli yükümlüklerini yerine getirmede etkili olup olmadığını belirlemek amaçlanmıştır.

I. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI

Genel olarak sermaye kavramı kullanılış amacı açısından sabit sermaye ve çalışma sermayesi⁴ olarak ikiye ayrılmaktadır. Sabit sermaye: nitelikleri itibariyle işletmede uzun süre kalan (muhasabe tekniği açısından bir yıldan daha fazla elde tutulan) varlıklara yapılan yatırımları ifade eder. Sabit sermaye endüstriyel işletmelerin imalat

³ İsmail Can, *Finansal Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletmelerin Finansal Performansları Üzerindeki Etkileri “İMKB’de İşlem Gören Şirketler Örneği”*, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kırıkkale: 2003, s.95.

⁴ “Çalışma Sermayesi” kavramı ile eş anlamlı olarak kullanılan literatürde bir çok kavram mevcuttur. Bunlardan başlıcaları: “İşletme Sermayesi”, “Dönen Sermaye” ve “Döner Sermaye” dir.

kapasitesinin. diğ er işletmelerde ise faaliyet hacminin sınırlarını belirler.

Çalışma sermayesi ise; işletmelerin normal faaliyet dönemi (genellikle bir yıl) içerisinde nakde çevrilebilir veya kullanılabilir varlıklara yaptıkları yatırımları ifade eder. İşletmelerin normal koşullarda çalışma sermayesi olarak bulundurduğu, bir yıl içerisinde nakde çevrilebilecek değerleri arasında kasa ve bankalardaki nakit ve benzeri değerler, hisse senedi ve tahvil v.b. menkul kıymetler, vadesi bir yıldan daha az olan senetli ve senesiz alacaklar, hammaddeler, yarı işlenmiş mamuller, mamuller ve öteki stoklar, peşin ödenmiş giderler, sermayenin ödenmemiş kısmı v.b. kalemler sayılabilir.

Çalışma sermayesinin literatürde farklı bir ele alınış tarzı ise; bir işletmenin genel sermayesinin likit olan kısmı olarak kabul edilmesidir.⁵ Genel olarak sermaye, işletme sahip veya sahiplerinin işletmeye tahsis ettikleri para ve öteki varlıklar olarak ifade edilir. İşletmeler bu sermayenin bir kısmını ana faaliyet konularını gerçekleştirmek üzere duran varlıklara bağlarken, kalan kısmını ise cari faaliyetlerini finanse etmek ve çalışma hayatındaki bir takım belirsizlikleri gidermek amacı ile likit olarak ellerinde bulundururlar.

Çalışma sermayesi miktarının istenilen düzeyden daha az olması, faaliyetlerin aksamasına ve işletmelerin yükümlüklerini yerine getirememesine yol açmaktadır. Daha fazla olması ise, işletme kaynaklarının etkin kullanılmadığını göstermektedir. Normal şartlar altında likidite ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur.⁶ Likit varlıkların toplam varlıklar içindeki payı arttıkça, işletmelerin sağlayacağı kârlar azalmaktadır. Likidite derecesi yükselen işletmelerin riskliliği azalmakta, kârlılığı ise düşmektedir. Çalışma sermayesinin oluşumu, işletmelerin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir.

Finansal kriz dönemlerinin doğurduğu olumsuz sonuçlar likidite, risk ve kârlılık ilişkisi üzerinde önemli ölçüde değişiklik

⁵ David Asch and G. Roland Kaye. *Financial Planning, Modelling Methods and Techniques*. Derek Dayle Associates, London: 1990, s.86.

⁶ James Van Horne. *Financial Management and Policy*, 10.b., Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey: 1995. s.359-360.

göstermektedir. Likiditenin en kıymetli unsur haline geldiği finansal kriz dönemlerinde likidite ile kârlılık arasında doğrusal bir ilişki gözlenmektedir. Başka bir ifade ile, toplam varlıklar içerisinde likit varlıkların payı arttıkça risklilik azalmakta, kârlılık ise artmaktadır. Diğer taraftan, finansal kriz dönemlerinde piyasaların rasyonel işleyiş düzeni ve buna bağlı olarak da işletmelerin normal faaliyet akışı bozulmaktadır. Finansal krizlerin doğurduğu sonuçlar ve bu sonuçların işletme faaliyetleri üzerindeki etkileri daha ziyade işletmelerin çalışma sermayesi unsurları üzerinde yoğunlaşan bir nitelik göstermektedir.

Yapılan bu genel açıklamalardan sonra, aşağıda çalışma sermayesi yönetimi ile işletmenin finansal performansı arasındaki ilişki incelenmiş ve bu konuda yapılan önemli görülen bazı araştırmalara değinilmiştir.

II. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ

Çalışma sermayesi yönetimi ile işletmelerin finansal performansları arasındaki ilişki, finans literatüründe üzerinde çokça durulan önemli bir konu olmuştur. İşletmelerde finansal başarısızlık durumunun geçmiş yıllara ait finansal oranları kullanarak önceden tahmin edilmesi, bir çok araştırmacının ilgisini çekmiştir. Bu konuda önceleri tek değişkenli modeller kullanılmaya çalışılmıştır.⁷ Ancak, tek değişkenli modeller finansal oranları tek tek ele alarak finansal başarısızlığı öngörmeye çalışmalarından dolayı, incelenen orana göre çelişkili sonuçlar üretmektedirler.

Bu sorunun aşılması amacıyla çok değişkenli modeller geliştirilmiştir. Çok değişkenli modellerin içerisinde ilk ve en iyi bilinen çalışma, çoklu ayırma analizi tekniğinin kullanıldığı Altman'a

⁷ William H. Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Failure" *Empricial Researc in Accounting: Selected Studies 1966, Juarnal of Accounting Research*, 1967, s.71-111.; William H. Beaver, "Market Pricies, Financial Ratios, and the Prediction of Failure" *Juarnal of Accounting Research*, Autumn 1968, s.179-192.

ait çalışmadır.⁸ Altman'ın çok değişkenli modeli, işletmeleri finansal başarısız ve finansal başarısız olmayan şeklinde ikili bir sınıflandırma ile ilk yıl için %95 öngörü başarısı göstermiştir.

Daha sonraları bir çok araştırmacı tarafından çok değişkenli istatistik teknikleri kullanan modeller geliştirilmiştir. Fakat, finansal başarısızlığı açıklamada kullanılan bu modellerde bir finansal kuram eksikliği göze çarpmaktadır. Bu eksiklik kendisini aşağıda belirtilen üç noktada hissettirmektedir:⁹

1. Finansal başarısızlığı tahmin etmede kullanılacak değişkenlerin seçimindeki belirsizlik,
2. Modelin fonksiyonel biçimi (doğrusal-doğrusal olmayan model tercihi) konusundaki belirsizlik,
3. Değişkenlere modelde verilen ağırlık konusunda belirsizlik.

Bu sayılan kuramsal eksikliklerine rağmen, işletmelerin finansal başarısızlık ve iflas tahminlerinde finansal oranların kullanımı, belirli hata sınırları içerisinde yaralanılabilecek sonuçlar vermektedir. Özellikle çok değişkenli modeller, finansal analizciye nihai kararı vermede daha fazla yardımcı olmaktadır. Finansal analist, bu modeller yardımıyla analize alınan işletmelerin finansal başarısızlık riskini önceden görme olanağına sahip olabilmektedir.

III. İMKB'DE İŞLEM GÖREN ÇİMENTO VE TEKSTİL FİRMALARININ ÇALIŞMA SERMAYESİ YAPILARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

A) ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KULLANILAN VERİLER

Araştırma kapsamına İMKB'de işlem gören 16 çimento ve 29 tekstil şirketi alınmış olup, bu şirketlerin listesi EK 1'de sunulmuştur. Örneklemi oluşturan şirketlerin seçiminde, aşağıdaki kriterler göz önünde bulundurulmuştur.

⁸ Edward I. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*, Vol:XXIII, No:4, September 1968, s.589-609.

⁹ George Foster, *Financial Statement Analysis*, 2.b., Englewood Cliffs, Prentice-Hall International New Jersey: 1986, s.534.

- Hisselerinin İMKB’de işlem görüyor olması,
- 1998-2002 yılları arasındaki bilanço ve gelir tablolarının tamamının mevcut olması,
- Belirtilen dönemler arasındaki tüm yıllarda şirketin faal durumda olması,
- Belirtilen dönemler arasında finansal tabloların homojenliğini bozacak bir gelişmenin yaşanmamış olması.¹⁰

Şirketlerin 1998-2002 yılları arasındaki 5 yıllık bilanço ve gelir tabloları İMKB’nin internet sitesinden temin edilmiştir.

Araştırmada kullanılan finansal oranlar; çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları ve çalışma sermayesi unsurlarının devir hızı oranları olmak üzere iki gruptan oluşmaktadır. Kullanılan oranların tespitinde büyük ölçüde finansal başarısızlık tahmin modellerinden yararlanılmıştır.

Tablo 1: Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar

1. Çalışma Sermayesi Yeterlilik Düzeyi Oranları

X_1 : Cari Oran

X_2 : Likidite Oranı

X_3 : Nakit Oranı

2. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları

X_4 : Stokların Devir Hızı

X_5 : Kısa Vadeli Ticari Alacakların Devir Hızı

X_6 : Kısa Vadeli Ticari Borçların Devir Hızı

X_7 : Nakit Dönüşüm Süresi

X_8 : Borç Servis Oranı

Araştırmada kullanılan veriler analiz edilirken, iki temel istatistiksel teknik kullanılmıştır:

¹⁰ Yıllar itibarı ile finansal tablo rakamları üzerinde sağlıklı bir karşılaştırmanın yapılabilmesi için, 1998-2002 yılları arasında şirket birleşmesi yaşamış, iştiraklerinden bir veya birden fazlası ile finansal tabloları konsolide edilmiş şirketler araştırma kapsamına alınmamıştır.

1. İki farklı sektöre ait işletmelerin finansal oran ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için çift yönlü Z testi,

2. Çalışma sermayesi unsurlarının işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetini etkileme yönünü ve derecesini belirlemek için ise korelasyon analizi.

İşletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetinin temel ölçüsü olarak “borç servis oranı” ele alınmıştır. Borç servis oranı; bir işletmenin kısa vadeli borçlarının ödenmesinde kullanabileceği kaynaklarının bir yıl içerisinde ödemek zorunda olduğu faiz ve anapara taksitlerini ne ölçüde karşılayabileceğini gösterir. Çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları sadece bilanço verilerini içermesine rağmen, borç servis oranı işletmelerin bir yıllık finansal performanslarını da dikkate aldığı için, kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilebilme kabiliyetinin temel ölçüsü olarak ele alınmıştır.

B) ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırma kapsamına alınan işletmelerin 1998-2002 yılları arasında ortalama olarak dönen varlıklarının alt kalemler arasındaki dağılımı Tablo 2’deki gibidir.

Tablo 2. Sektörel Olarak Dönen Varlıkların Alt Kalemler Arasındaki Oransal Dağılımı

Dönen Varlıklar	Çimento İşletmeleri (%)	Tekstil İşletmeleri (%)
D ₁ : Hazır Değerler	17,59	8,37
D ₂ : Menkul Kıymetler	13,12	3,06
D ₃ : Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	28,56	44,91
D ₄ : Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	4,05	2,08
D ₅ : Stoklar	26,60	37,70
D ₆ : Diğer Dönen Varlıklar	10,08	3,88
Toplam	100,00	100,00

Dönen varlıkların dağılımı açısından iki sektöre ait işletmeler arasındaki en belirgin fark, tekstil işletmelerinin çimento işletmelerine göre oransal olarak daha yüksek “kısa vadeli ticari alacak” ve “stoklar” ile çalışıyor olmasıdır. Tekstil işletmelerinde kısa vadeli alacakların dönen varlıklar içerisindeki payı %44,91 iken, çimento işletmelerinde %28,56 dır. Aynı şekilde tekstil işletmelerinde stokların dönen varlıklar içerisindeki payı %37,70 iken, çimento işletmelerinde %26,60 tır. Diğer taraftan, çimento işletmelerinin dönen varlıklar içerisinde buldukları “hazır değerler” ve “menkul kıymetler” oranı, tekstil işletmelerine göre oldukça yüksektir. Bu durum çimento işletmelerinin dönen varlıklarının tekstil işletmelerine göre daha likit olduğu anlamına gelmektedir.

Araştırma kapsamına alınan işletmelerin 1998-2002 yılları arasında ortalama olarak kısa vadeli borçlarının alt kalemler arasındaki dağılımı ise Tablo 3’deki gibidir.

Tablo 3. Sektörel Olarak Kısa Vadeli Borçların Alt Kalemler Arasındaki Oransal Dağılımı

Kısa Vadeli Borçlar	Çimento İşletmeleri (%)	Tekstil İşletmeleri (%)
K ₁ : Finansal Borçlar	22.80	55.20
K ₂ : Ticari Borçlar	35.46	27.91
K ₃ : Diğer Kısa Vadeli Borçlar	12.51	9.98
K ₄ : Alınan Sipariş Avansları	1.71	1.21
K ₅ : Borç ve Gider Karşılıkları	27.52	5.70
Toplam	100.00	100.00

Dönen varlıkların finansmanında kullanılan kısa vadeli borçların alt kalemler arasındaki dağılımında dikkat çekici olan en önemli husus, tekstil işletmelerinin kısa vadeli borçlarının %55,20’sinin finansal borçlardan oluşmasıdır. Aynı oran çimento işletmeleri için %22,80’dir. Oysa dönen varlıkların finansmanında öncelikle kullanılması gereken ticari borçların kısa vadeli borçlar içerisindeki

payı çimento işletmelerinde %35,46 iken, tekstil işletmelerinde %27,91 düzeyinde kalmaktadır.

Araştırmada kullanılan finansal oranların 1998-2002 yılları arasındaki ortalama değerleri Tablo 4'deki gibidir.

Tablo 4: Araştırmada Kullanılan Finansal Oranların 1998-2002 Yılları Arasındaki Ortalama Değerleri

	Çimento İşletmeleri	Tekstil İşletmeleri
X ₁ : Cari Oran	2,24	1,57
X ₂ : Likidite Oranı	1,70	1,00
X ₃ : Nakit Oranı	0,85	0,23
X ₄ : Stokların Devir Hızı	9,21	6,51
X ₅ : K.V.T. Alacakların Devir Hızı	9,02	5,97
X ₆ : K.V.T. Borçların Devir Hızı	13,98	8,28
X ₇ : Nakit Dönüşüm Süresi (Gün)	45,24	135,42
X ₁ : Borç Servis Oranı	5.26	1.84

İki farklı sektöre ait işletmelerin finansal oran ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için yapılan çift yönlü Z testi sonuçları EK 2'de sunulmuştur. EK 2 incelendiğinde görüldüğü gibi, araştırma kapsamına alınan çimento ve tekstil işletmelerinin ele alınan tüm finansal oran ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir.

Tablo 5: Finansal Oranlar Açısından Kritik Değerler Altında Kalan İşletme Sayısı

	Çimento	Tekstil
1. Cari oranı 1'den küçük olan işletme sayısı	1	6
2. Borç servis oranı 1'den küçük olan işletme sayısı	0	10

Tablo 4 ve Tablo 5 incelendiğinde dikkat çekici olan noktalar, aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Çimento işletmelerinin çalışma sermayesi yeterlilik düzeyi oranları, tekstil işletmelerinin oranlarından belirgin bir şekilde yüksektir. 1998-2002 yılları arasındaki 5 yıllık ortalama değerler itibariyle, 16 çimento işletmesinden sadece 1 tanesinin cari oranı 1'in altında iken, bu sayı 29 tekstil işletmesi arasında 6'dır. Söz konusu işletmelerin kısa vadeli borçları duran varlıklarını aşmaktadır. Başka bir ifade ile bu işletmeler negatif net çalışma sermayesi ile faaliyetlerini devam ettirmektedirler.

- Çimento işletmelerinde ortalama nakit dönüşüm süresi 45,24 gün iken, aynı süre tekstil işletmeleri için 135,42 gündür. İki farklı sektöre ait nakit dönüşüm süreleri arasındaki bu büyük farkın iki temel nedeni bulunmaktadır. Birincisi, çimento işletmelerinin kısa vadeli ticari alacaklarının geri dönüşüm süresi, ticari borçlarının geri ödeme süresinden daha kısa olmasına rağmen, tekstil işletmelerinde bu durum tam ters bir özellik arz etmektedir. İkincisi ise, çimento işletmelerinin stok geri dönüşüm süresinin tekstil işletmelerine göre çok daha kısa oluşudur.

- İşletmelerde kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilebilme kabiliyetinin temel ölçüsü olan borç servis oranı çimento işletmeleri için ele alınan dönem itibariyle yıllık ortalama 5,26 iken, aynı oran tekstil işletmeleri için 1,84'tür. Çimento işletmeleri kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede herhangi bir sıkıntı yaşamamaktadırlar. Oysa 29 tekstil işletmesinin 10 tanesinin borç servis oranları 1'in altındadır. Bu işletmeler kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamakta güçlük çekmektedirler.

İşletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneğinin temel ölçüsü olarak ele aldığımız borç servis oranı ile dönen varlık kalemleri arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 6, kısa vadeli borç kalemleri arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 6: Borç Servis Oranı ile Dönen Varlık Kalemleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Dönen Varlıklar					
	D ₁	D ₂	D ₃	D ₄	D ₅	D ₆
X ₈	0,382**	0,190*	- 0,219*	- 0,017	- 0,231*	0,216*

* 0,05 düzeyinde ** 0,01 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 7: Borç Servis Oranı ile Kısa Vadeli Borç Kalemleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Kısa Vadeli Borçlar				
	K ₁	K ₂	K ₃	K ₄	K ₅
X ₈	- 0,672**	0,660**	0,149	0,057	0,236*

* 0,05 düzeyinde ** 0,01 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 6 ve Tablo 7’de sunulan bulgulardan hareketle, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

- Borç servis oranı ile işletmelerin dönen varlık kalemleri arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde görülmektedir ki, istatistiksel olarak anlamlı sayılabilecek tek ilişki, (D₁) hazır değerler ile olan ilişkidir. İşletmelerin dönen varlık kalemleri içerisinde buldukları hazır değerler miktarı oransal olarak arttıkça, borç servis oranı artmaktadır.

- Borç servis oranı ile işletmelerin kısa vadeli borç kalemleri arasında istatistiksel olarak iki önemli ilişki bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, (K₁) finansal borçlarla olan ters yönlü, ikincisi ise (K₂) ticari borçlarla olan doğrusal ilişkidir. İşletmeler dönen varlıklarının finansmanında oransal olarak ne kadar çok finansal borç kullanırlar ise, borç servis oranları o kadar düşmektedir. Buna karşılık işletmeler oransal olarak ticari borçlanma olanaklarından daha fazla yararlandıkça, borç servis oranları yükselmektedir.

SONUÇ

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden göreceli olarak daha az etkilenen çimento ve daha çok etkilenen tekstil işletmelerinin çalışma sermayesi yapılarının alt kalemler bazında karşılaştırmalı bir analizini yaparak, bu işletmelerin faaliyetleri sonucunda oluşturmuş oldukları çalışma sermayesi yapılarının kısa vadeli yükümlüklerini yerine getirmede etkili olup olmadığını belirlemeyi amaçladığımız bu çalışmada, elde edilen sonuçlar şunlardır:

i. Tekstil işletmeleri çimento işletmelerine göre oransal olarak daha yüksek kısa vadeli ticari alacak ve stok ile faaliyet göstermektedirler. Buna karşılık dönen varlıklarının finansmanında ise, oransal olarak daha fazla finansal borç ve daha az ticari borç kullanmaktadır. Çimento işletmelerinin duran varlıkları tekstil işletmelerine göre daha likit durumdadır.

ii. Tekstil işletmelerinin sahip oldukları dönen varlık ve kısa vadeli borç yapısının doğal bir sonucu olarak, nakit geri dönüşüm süresi uzamaktadır. Bu durum tekstil işletmelerinin, daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duymalarına yol açmaktadır.

iii. İhtiyaç duyulan her fazla birim çalışma sermayesi ihtiyacı, tekstil işletmelerini daha fazla finansal borç kullanmaya zorlamaktadır. Kullanılan her fazla birim finansal borç, tekstil işletmelerine daha fazla faiz yükü getirmekte ve bu kısır döngü yıllar itibariyle artarak devam etmektedir. Sonuçta tekstil işletmelerinin önemli bir kısmı (29 işletme içerisinde 10 işletme) kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayamaz bir duruma gelmiştir.

Araştırmanın bulguları, işletmelerin faaliyetleri sonucunda oluşturmuş oldukları çalışma sermayesi yapılarının kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetlerini etkilediği görüşünü desteklemektedir.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin. *Finansal Yönetim*, Genişletilmiş 10.b., İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü, Yayın No: 63, İstanbul: 2001.
- AKSOY, Ahmet. *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Gazi Büro Kitabevi, 4. b., Ankara: 2000.
- ASCH, David ve G. Roland KAYE. *Financial Planning, Modelling Methods and Techniques*, Derek Dayle & Associates, London: 1990.
- CAN İsmail, *Finansal Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletmelerin Finansal Performansları Üzerindeki Etkileri "İMKB'de İşlem Gören Şirketler Örneği"*, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kırıkkale: 2003.
- DAVIS, E. P. *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, 2.b., Oxford Universty Press, 1997.
- FOSTER, George. *Financial Statement Analysis*, 2.b., Englewood Cliffs, Prentice-Hall International, New Jersey: 1986.
- GITMAN, Lawrence J. ve Charles E. MAXWEL. "Financial Activities of Major U. S. Firms: Survey and Analysis of Fortune's 1000", *Financial Management*, (Winter 1985), s.50-74.
- SCHERR, Frderick C. *Modern Working Capital Management*, Printice-Hall, New Jersey: 1989.
- VAN HORNE, James C. *Financial Management and Policy*, 10.b., Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey: 1995.
- YILDIZ, Birol. "Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka Açık Şirketlerde Ampirik Bir Uygulama", *İMKB Dergisi*, Sayı: 17, (Ocak/Şubat/Mart 2001), s.51-67.

EK 1. Araştırma Kapsamına Alınan İşletmelerin Listesi

Çimento İşletmeleri	Tekstil İşletmeleri
1. Adana Çimento	1. Akal Tekstil
2. Afyon Çimento	2. Aksu İplik
3. Akcansa	3. Aksa
4. L. Aslan Çimento	4. Altınyıldız
5. Batı Çimento	5. Arsan Tekstil
6. Bolu Çimento	6. Akın Tekstil
7. Bursa Çimento	7. Berdan Tekstil
8. Çimsa	8. Bisaş
9. Çimbeton	9. Bossa
10. Çimentaş	10. Birlik Mensucat
11. Göлтаş	11. Ceylan Tekstil
12. Konya Çimento	12. Ceytaş Tekstil
13. Mardin Çimento	13. Derimod
14. Oysa Niğde Çimento	14. Edip İplik
15. Nuh Çimento	15. Esem Spor
16. Ünye Çimento	16. Gediz İplik
	17. Kordsa
	18. Koniteks
	19. Karsu Tekstil
	20. Lüks Kadife
	21. Mensa Mensucat
	22. Metemteks
	23. Sasa
	24. Söktaş
	25. Sönmez Pamuklu
	26. Sönmez Filament
	27. Uki Konfeksiyon
	28. Vakko Tekstil
	29. Yünsa

EK 2. Çimento ve Tekstil İşletmelerinin Finansal Oran Ortalamaları Arasındaki Farkın Önem Kontrolü
(%95 Güven Düzeyinde Çift Yönlü Z Testi)

	Çimento İşletmeleri		Tekstil İşletmeleri		Hipotez Testi		Z Değerleri		Test Sonucu	
	Ort.	St. Sap.	Ort.	St. Sap.	H ₀	H ₁	Z _{Hesaplanan}	Z _{Tablo} (α = 0,05)	H ₀	H ₁
X₁	2,24	1,06	1,57	0,74	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	5,0188	±1,9599	RED	KABUL
X₂	1,70	1,06	1,00	0,51	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	5,5621	±1,9599	RED	KABUL
X₃	0,85	0,72	0,23	0,29	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	7,3789	±1,9599	RED	KABUL
X₄	9,21	8,23	6,51	5,93	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	2,5871	±1,9599	RED	KABUL
X₅	9,02	5,75	5,97	3,92	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	3,7663	±1,9599	RED	KABUL
X₆	13,98	10,95	8,28	6,41	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	4,2698	±1,9599	RED	KABUL
X₇	45,24	28,12	135,42	84,36	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	-11,7440	±1,9599	RED	KABUL
X₈	5,26	4,13	1,84	1,56	μ ₁ = μ ₂	μ ₁ ≠ μ ₂	7,0316	±1,9599	RED	KABUL