

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ(*)

V.L. GOLE

Çev. : Muammer ERDOĞAN

TERMİNOLOJİ VE FONKSİYONU

“Çalışma Sermayesi” Muhasebecilerin yakından tanıdıkları bir terim olup, uzun zamandan beri temel muhasebe terminolojisinin bir bölümünü teşkil etmektedir. Çalışma sermayesi denildiği vakit akla gelen cari aktifler ve cari pasifler, daha doğrusu çalışma sermayesinin, ikisi arasındaki fark olduğudur. Cari aktiflerle cari pasifler arasındaki münasebet, çalışma sermayesi rasyosunu meydana getirir.

Finansal Yönetim iki geniş sorumluluk sahasına ayrılabilir. Bu sorumluluk sahalari hiçbir şekilde birbirinden bağımsız olmamakla birlikte herbiri sorumluluğun farklı bir çeşidi olarak incelendiğinden tabiatıyla herbiri çok farklı mülâhazalar isterler.

Bu iki saha şunlardır :

- (1) Uzun vadeli fonların yönetimiyle beraber arazi, binalar, makineler, teçhizat, taşıma kolaylıkları, araştırma projeleri v.s. ihtiva eden gelişme ve genişleme için plânlar.
- (2) Teşebbüs faaliyetlerinin günlük devriyle ortaya çıkan ve kısa vadede değişen finansal ihtiyaçların yönetimi. Bu ihtiyaçlar, çalışma sermayesi ihtiyaçları olarak ifade edilebilir.

Çalışma sermayesinin yönetimi, teşebbüste, dönen finansal kaynakların bir şekilden diğer bir şekle girmelerini kontrol etmeyi kapsayan sürekli bir fonksiyondur.

FAALİYETİN DEVRİ

Her ticari teşebbüste normal bir faaliyet devri vardır. Bu devirdeki birbirini takibeden hareketler, teşebbüsün tabiatına uygun ola-

(*) V.L. GOLE : “THE MANAGEMENT OF WORKING CAPITAL”, Elements of Financial Administration, Edited by; John L.O. Donnell-Milton S. Goldberg, Prentice-Hall of India (Private) Ltd., New Delhi 1964, sh.; 57-72.

rak teşebbüsten teşebbüse farklı olacaktır. Meselâ bir imalat teşebbüsünde devir şu şekilde seyir takip eder;

Nakit→ Materyaller→ Üretim→ Mamul Mallar→ Satışlar→ Borçlular→
Nakit

Sadece ticarî olan ve dolayısıyla hiçbir imalat problemi olmayan bir teşebbüste devir, şu şekilde kısaltılabilir;

Nakit→ Ticarî Eşya→ Satışlar→ Borçlular→ Nakit

Sadece finanse eden bir teşebbüsteki devir daha kısa olup şöyle gösterilebilir;

Nakit→ Borçlular→ Nakit

İstenilen çalışma sermayesi miktarının ve herhangi belirli bir zamandaki seviyesinin, doğrudan doğruya bu nakit devrinin hızı tarafından tayin edileceği aşîkârdır. Devir ne kadar hızlı olursa çalışma sermayesi ihtiyaçlarına yatırımda o kadar az olur. Bir başka ifade ile çalışma sermayesi kalemlerindeki devir oranı ne kadar fazla ise, toplam yatırım ihtiyaçları da o kadar az olur. Bu elbette, "ideal" çalışma sermayesi rasyosunu, bir değişmez kaide içinde hapsetmek tehlikesini doğurur. Konulmuş bu çeşit bir değişmez ölçü ile, farklı karektere sahip ve farklı endüstriyel veya ticarî sınıflar içerisinde yer alan teşebbüsleri mukayese etmek hatalı olacaktır. Aynı genel grup içine giren bir dereceye kadar benzer karakterli teşebbüsleri bununla mukayese etmekte yanlıştır. Eğer bu hususta yeterli bilgi, bir çeşit genel grup ortalaması olarak farklı teşebbüs sınıflandırmalarında kullanılırsa, kendi durumunu grubun genel ortalamasıyla mukayese etmek isteyen herhangi bir teşebbüse faydalı olabilir.

ÇALIŞMA SERMAYESİNİN UNSURLARI

Çalışma sermayesinin kalemleri veya unsurları aşağıdaki gibi ifade edilebilir;

Cari Aktifler

Likit Kaynaklar	}	Kasa
Kısa Vadeli Yatırımlar		Banka muvazenesi
		Peşin Ödemeler

Stok (Amerikan terminolojisinde Envanter olarak isimlendirilir)
Borçlular

Cari Pasifler

Banka açık kredisi

Kreditörler

Kısa vadeli borçlanmalar (3, 6, 9, 12 ay)

Tahakkuk etmiş vergi

Dağıtılacak veya dağıtılmak üzere olan kârlar

Çalışma sermayesinin bu unsurlarının incelenmesi, çalışma sermayesi rasyosunun kuvvetli veya zayıf olduğunun keyfi şekilde takdir edilmesinin yanlışlığına önemle hizmet edecektir. Meselâ stok, çalışma sermayesi takdirinde genellikle en önemli unsurdur. Şayet teşebbüs normal ihtiyaçlarına nisbeten ve normal ve makul stok devir hızına göre fazla stok bulunduruyorsa, biraz evvel sözü edilen nakit devri geciktirilecek ve teşebbüsün gerçek likiditesi ters yönde etkilenecektir. Eğer stokta modası geçmiş, değerini kaybetmiş veya satılamıyacak duruma düşmüş mal varsa bu dahada kötü bir durumdur.

Aynı düşünce tarzı borçlulara da tatbik edilebilir. Şayet borçlular borçlarını vadesinde ödemiyorlarsa, çalışma sermayesindeki bu unsurun ağırlığı bir zorunluluk olarak azaltılmalıdır. Muhtemel şüpheli alacakların ağır yükünün varlığı, bu unsur içinde ciddi imaları taşır. Eğer çalışma sermayesi, işletme faaliyeti yüzünden düşen cari pasifleri karşılayan bir kaynak ise, yukarıda gösterildiği gibi cari aktiflerin zayıflığının ve kuvvetliliğinin teşebbüsün kısa dönem likiditesi üzerinde kayda değer bir ilgisi olacaktır.

Finansal yönetim, doğrudan doğruya bu kısa dönemli likiditeyi korumakla ve neticede çalışma sermayesi pozisyonunun gerçek etkinliğini zaman zaman ölçmekle ilgilenir.

Cari aktifler yalnız burada sayılan unsurlar değildir. Banka açık kredisiyle bağlantılı anlaşmalar, zaman zaman kreditörlerle yapılan anlaşmalar kadarda önemlidir. Bu iki husus üzerinde yenilenmiş anlaşmalar, ince birşey giymek gibidir ve genellikle bu anlaşmalarda pek fazla esneklikte bulunmaz. Bundan dolayı yönetimin dikkat noktası, cari aktiflerin etkili bir biçimde elde tutulması üzerinde bir dereceye kadar sınırlandırılır.

TEŞEBBÜSLERİN KAREKTERİSTİKLERİ

İhtiyaç duyulan çalışma sermayesi miktarını ve onun belirli bir zamandaki seviyesini tayin eden başka faktörler vardır. Bunlar baş-

lıca üç sınıfta ifade edilmiştir : İmalat, sadece satış ve finanse etme. Bunlar da birçok kısımlara ayrılabilir;

İmalat (sipariş üzerine veya stok için)

Tek mamul

Az çeşitli mamul

Çok mamul

Sadece satış

Özellik taşıyan mal (Çeşit sayısı az)

Özellik Taşıyan mal (Çeşit sayısı çok)

Her türlü mal

Finanse etme

Kısa vade (bir yıl veya daha az)

Orta vade (iki yıl)

Uzun vade (iki yıldan daha fazla)

Bir başka önemli faktörde üretim işlemini tamamlamak için gerekli zaman periyodudur ve sonuç olarak iş akımında zaman zaman olması icabeden ilerlemedeki iş miktarının farkıdır. Bu, farklı teşebbüsleri mukayese ederken anlamlı olduğu gibi, çok mamul imal eden ve bir periottan diğerine imalatın gidişatını değiştiren belirli bir teşebbüste de önemlidir.

Yukarıda bahsedilen tek mamul imal eden teşebbüs için, daha geniş ve çeşitli imalatta bulunan bir teşebbüsten ve hammadde stokları, yarımamul ve mamul mallar için daha fazla yatırım isteyen çok mamul imalatında bulunan teşebbüsten daha düşük çalışma sermayesi ihtiyacıyla faaliyet göstermesi mümkün olmalıdır.

Aynı şekilde özellik taşıyan sahada ki sadece satış yapan işletme, her tür mal satan işletmeden daha düşük bir çalışma sermayesi seviyesinde faaliyetini sürdürmelidir. Finanse etme sahasında hadiselerle göre durum değişiklik arzeder. Basit olarak para, bir durumda bir değerinden daha kısa bir zaman dışarıda kalır ve netice olarak çalışma sermayesi havuzuna daha çabuk veya daha sık döner.

İKİ KATLI ODAK

Çalışma sermayesi rasyosunun iki-katlı bir odağı vardır : (a) Dış ve (b) İç.

Dış odak, finansal analizcinin veya yatırım müşavirinin veya teşebbüs ilgilileri dışında başka alakalı tarafların görüş açısını temsil etmektedir. Bunların elde edebileceği bilgiler sadece yayınlanmış

formlar olup, bu mahdut bilgiler, muhtelif zamanlarda farklı teşebbüsler arasında mukayese bazı olarak veya farklı zamanlarda belirli bir teşebbüs hakkında kullanılabilir.

İç odak, teşebbüsün iç yönetiminin görüş açısını temsil eder. Yönetim dışardan analiz yapan birisinden daha fazla bilgiye sahiptir ve bu yüzden kendi takdirini aşarak gerçeği aksettiren daha objektif bir ölçü getirebilmelidir. Mesela dış analizcinin, stokların bileşimini kredinin randımanını ve borçlulara uygulanan tahsilat işlemini veya bankerler ve kreditorlerle yapılan anlaşmaların tabiatını bilmesi beklenemez. Teşebbüsün içindeki yönetim ise, bu çeşit bilgilere sahip olup günden güne çalışma sermayesi pozisyonunun nisbi etkenliğini tayin etmeğe muktedir olabilir.

Heriki haldede trend, bir veya birdiğer zamandaki statik pozisyondan çok daha önemli olabilir. Teşebbüsün geleceği, şimdi içinde bulunduğu durumdan daha önemlidir. Trendi, devam eden bir gösterge gibi incelediğimizde trend ters ise, yönetim, dikkatini düzeltici tedbirlere çevirebilir.

FONLAR TABLOSU VE RASYO ANALİZİ

Fonların kaynakları ve kullanımları tablosu; çalışma sermayesinin, onun hareket ve yönünün incelenmesinde kullanılan çok faydalı bir alettir. Bu sayede çalışma sermayesindeki artışların sebepleri ve kaynakların nasıl kullanıldığı daha açık bir şekilde tesbit edilebilir. "Fonlar Tablosu" ile birlikte kullanılan Rasyo Analizi, çalışma sermayesi yapısındaki hareketlerin anlamını açıklamaya yardım eder.

Çalışma sermayesini kontrol eden iç yönetim aşağıdaki değişiklikleri inceler;

- (a) Stok (Envanter) daki yatırım.
- (b) Borçlulardaki yatırım.
- (c) Kreditorlere olan vecibeler.
- (d) Kısa vadeli pasifler
- (e) Temettü ödeme günlerinin ve vergi tahakkuklarının yaklaşması.

Yönetimin, meydana gelen değişikliklerin yanında bu değişikliklerin sebepleriyle de ilgilenmesi icabedecektir. Bu değişiklikler tamamen normal ve netice itibarıyla kaçınılmaz olmaktadır. Meselâ bazı teşebbüsler, başkalarından daha fazla mevsimlik dalgalanmalara maruzdurlar. Bu mevsimlik tesirlerin baskısı altında, çalışma sermayesi ihtiyacı bir periyotta bir başka periyotta olduğundan daha farklı ol-

maktadır. Şayet teşebbüs için bu mevsimsel zirveler açık bir şekilde tayin edilebilirse yönetim, yaklaşan çalışma sermayesi sıkıntısından önceden haberdar olabilir ve dolayısıyla bu "sıkışık" periyodun üstesinden gelebilir. Evvelce zikredilen diğer tedbirlerle birarada kullanılan nakit bütçesi, plânlamada temel olmaktadır.

Şayet zaman zaman erişilebilen stok devir hızına, tesbit edilmiş kredili satış günlerinin sayısına, planlanan satınalma günlerinin sayısına v.s. yöneltilebilirse, yine burada rasyo analizi kendilerinin doğru perspektifindeki bu hareketleri muhafazada yardımcı olabilir.

SABİT SERMAYEYE YAPILAN İLAVELERLE İLGİLİ PROJELER

Sermaye masraf projeleri plânlanırken, projenin ortaya çıkardığı ilave çalışma sermayesi ihtiyaçların görmemezlikten gelme eğilimi vardır. Şayet proje daha büyük hacimde bir ticari faaliyet gerektiriyorsa, stok devir hızına veya borçluların hesaplarını vadelerinde ödeyip ödememelerine bakmaksızın, stoklarda daha büyük bir yatırım ve daha fazla kredili satışlar vb. bunun kaçınılmaz bir neticesidir. Daha büyük bir baz stokun elde tutulacağı ve daha fazla borçlunun olacağı muhakkaktır. Önemli olan bu ilave yatırımların, düşünülen verimli stok devrinden, plânlanan kredi ve tahsilattan fazla olmamasıdır.

Sermaye masraf projelerine bağlı olarak belirtilmesi lüzumlu olan önemli bir rasyo da, çalışma sermayesinin sabit (cari olmayan) aktiflere rasyosudur. Faaliyet kapasitesi çoğunlukla, sabit aktiflerin iş yapmasına bağlı olduğuna ve çalışma sermayesinin faaliyet kapasitesine ayak uydurması gerektiğine göre, kullanılan sabit aktiflerdeki herhangi bir artış, çalışma sermayesindeki bir artışla karşılık görmelidir. Kapasite artışı; ücret ve maaş artışı, imalat materyali artışı ve tabiatıyla sabit maliyetler artışı demek olup, bunların hepsi çalışma sermayesine yük olan artışları teşkil eder. Amortisman yansımaları veya daha ziyade özellikle amortisman karşılığı da bu düşüncelerle ilgilidir. Aslında bunlar, çalışma sermayesi artışına vesile olurlar, fakat sabit aktiflerin yenilenmesi gerektiğinde çalışma sermayesinin bir kullanımı söz konusudur. Sermaye ile iş yapan sabit aktif ihtiyaçları arasındaki bu ilişki zaman zaman kontrol edilebilir ve böylece teşebbüsün gözönünde bulunduracağı örnek bir şekil kurulabilir. Bunun için ilave sabit aktifler faaliyete sokulduğunda ne kadar ilave çalışma sermayesi gerekeceğine bir ölçü olur.

GENİŞLEME PROGRAMLARI

Sabit aktifleri artırmaya gerek olmadan bir genişleme programı (meselâ bir zincirleme mağazada perakende iş), satış bölgelerinin

sayısını fazlaştırmak suretiyle satışları artırmağa yöneltildiği zaman; ilave çalışma sermayesi ihtiyaçları, artan stok ve borçlular şeklinde meydana getirilecektir. Durum, satış bölgelerinin fazlaştırılmasının yanında yeni ticaret yolları bulmakla da kuvvetlendirilir. Bu şu şekilde izah edebiliriz.

Zincirde herbiri 5.000 Sterlinlik stok ve 1.000 sterlinlik borçlular hesabı olan 50 dükkân olduğu farzedilsin. Bir plân dükkân sayısını, herhangi bir yeni çeşit ticaret eşyası ilave etmeden 60 a çıkarmayı öngörüyor. Bir diğer plânda dükkân sayısını 60 a çıkardığı gibi herbirinde 1.000 sterlinlik bir stok (Envanter) artışına sebebiyet verecek yeni çeşit eklemeyi teklif ediyor. Bu yeni çeşitler eski bölgelere yeni müşteriler celbedecek ve yeni bölgelerde diğer bölgeler gibi aynı miktar müşteriye sahip olacaklardır. Çalışma sermayesi üzerindeki muhtemel tesir, aşağıda Tablo 1 de gösterilmiştir :

TABLO 1

	Mevcut olan Plân	1. Nolu Plân	2. Nolu Plân
Bölgeler	50	60	60
Ortalama Stok	5.000	5.000	6.000
Ortalama Borçlular	1.000	1.000	1.500
Stoklardaki Toplam Yatırım	250.000	300.000	360.000
Borçlulardaki Toplam Yatırım	50.000	60.000	90.000
	STOK	BORÇLULAR	TOPLAM
1 Nolu Plâna göre artan yatırım	50.000	10.000	60.000
2 Nolu Plâna göre artan yatırım	110.000	40.000	150.000

Şayet stokların, herbir bölgede mevcut seviyede tutulması ve borçluların ödeme dönemlerinin kısaltılmaması gerekiyorsa, her iki plânda gösterilen ilave yatırım, pratik olarak bir kere yapıldıktan sonra daha tekerrür etmeyen yatırımdır ve finanse edilir. Şayet iç kaynaklardan finanse edilirse çalışma sermayesinde bir tüketme olur.

ÇALIŞMA SERMAYESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bir teşebbüste çalışma sermayesindeki toplam yatırımı farklı zamanlarda etkileyen birçok değişik faktör vardır. Bu faktörler aynı zamanda teşebbüsün, olağan fonksiyonlarını emniyetle sürdürmesini sağlayan çalışma sermayesinin gerekli seviyesini tayinde de önemlidir.

Önem sırasına koymadan bellibaşlı faktörleri şöyle sıralıyabiliriz;

- (a) Kâr seviyeleri
- b) Vergilendirme
- (c) Dividant politikası
- (d) İhtiyat politikası
- (e) Amortisman politikası
- (f) Genişleme programları
- (g) Fiyat seviyesindeki değişmeler
- (h) Faaliyet verimliliği

Bu maddelerin herbiri üzerinde yapılacak kısa bir açıklama, çalışma sermayesi yönetimindeki genel problem hakkında biraz görüş sahibi olmağa yardım edebilir.

Kâr Seviyeleri

Şüphesizki bazı teşebbüslerin nisbeten yüksek gayrisafi kâr sahibi olma şansları yanında, diğer bazıları rekabetin fazlalığı yüzünden kârların sınırlı olduğu bir çevrede faaliyet gösterirler. Bu, yüksek gayrisafi kârların daima tesadüfi olduğu manasına gelmemelidir.

Gayrisafi kârları yüksek bir teşebbüsün, düşük kârlı bir teşebbüste olduğundan daha süratli bir şekilde nakit devrini tamamlayarak çalışma sermayesi havuzunu (pool) eski haline getirme şansına sahiptir. Herhangi bir durumda kâr seviyelerinin yukarıda sayılan diğer faktörlerin çoğunun üzerinde, direkt tesiri olup ve netice olarak çalışma sermayesi ihtiyaçları noktasında oldukça öneme sahiptir. Yüksek gayrisafi kârlar, teşebbüsün diğer faaliyetlerinde israf edilebilirler ve bunun için çalışma sermayesinin önemli bir potansiyel kaynağı nazarı ile bakılabilirler. En son ölçü, nakit devrinin sonunda "net kâr" olarak belirlenir. Net kâr bile basmakalıp bir yaklaşımla kazanç tesbitinde nakit para gibi gözönünde tutulamaz. İstisnasız bu net kârın normal işlemlerde bir veya birdiğer şekilde stok, borçlu veya belki sabit aktif olarak kullanıldığı görülecektir.

Vergilendirme

Hatırlatmaya lüzum yokturki önceden tarhedilmiş vergi kaşada, ödenmesi gereken bir kısa vadeli pasiftir. Tarhedilmeden evvelde olsa bu, askıda kalmış bir pasif olup çalışma sermayesi ihtiyaç-Bilhassa kısa süreli dalgalanmalardan doğan ihtiyaç-bütçesinde yer alması gerekir. Vergilendirme, kazanılmış kârlardan düşülmesi gereken ilk tahsis olduğundan teşebbüsün diğer finansal politikalarının

belirlenmesinde direkt olarak tesir eder. Tabii neticedirki, yüksek bir vergilendirme periyodu çalışma sermayesi üzerine ilave bir yük koyacaktır. Çünkü o, yeniden meydana gelmeyen etkilere sebebiyet veren bir nakit artışıdır. Diğer taraftan, kreditoörlere yapılan ödemeler onların tedarik ettikleri malların maliyetini aştığı taktirde, nakit devrini sağlamak için kullanılabilirler.

Dividant Politikası

Yönetim, sıklıkla nakdi kaynaklarını muhafaza etme ihtiyacı ile muhtemel yatırımcıları ikna etmek için pazar prestiji arasında adaleli bir dengeyi muhafazasını temin etme durumundadır. Bu durum, nisbeten daha düşük kâr periyotlarında daha fazla zorluk doğurur. Bazen serbest ihtiyatlar, normal dividant seviyesini korumak için elden çıkarılırlar. Burada, önceden ödenmesine karar verilmiş dividantlar kasa içerisinde tekrar, bir ödenebilir kısa vadeli pasif olur. Sonuç olarak bu etkinin, çalışma sermayesi bütçesinde ifade edilmesi gerekir. Ara dividantlar, adet edilmiş dahi olsa, tedricen fonlarda kullanılır. "Bir yıl önceki" dividant politikası, hernekadar popüler olmasa bile, fonların kullanılmasını mümkün olan en uzun periyot için muhafaza eder.

Bu hususta varlıklı şirket bir istikrarlı avantaja sahiptir. Onun "yeterli dağıtım", kendi ihtiyaçları için gerekli olunca pazar prestijini sarsmamak düşüncesiyle hissedarların şirket defterlerindeki hesapları dividant tutarı kadar alacaklandırılarak, tedricen saklanmış olabilir. Bu yüzden nakit kaynakları üstündeki ağırlık tedricidir. Şimdiki uygulamada kamu şirketi böyle bir fırsata sahip değildir. Bu durumda ise ağırlık mevcuttur.

İhtiyat Politikası

Geleceği düşünen finansal yönetim, kullanılabilir kârların dışında yeterli miktarda ihtiyatların meydana getirilmesini ister. Dividant politikasının görünüşte bu maksatla belirlenmiş olması gerekir. Dağıtılan dividant seviyesini yüksek tutmakla beraber faaliyette teşebbüs gücünün zayıflaması, uzun vadede genellikle hissedarların büyük kısmının hoşnutluğunun azalmasına sebep olacaktır. Herhangi bir şekilde alıkonulmuş kazançlar şeklindeki ihtiyatlar, gerek kamu ve gerekse özel şirketlerde fon genişlemesinin ve gelişmesinin verimli bir kaynağı durumuna geçer. Şirketlerin son zikredilenleri bu durumda dağıtılmamış kârların vergisi ile karışıklık içerisine sokulmuştur, fakat zaten daha önceden ona isnat edilen avantaja sahiptir. Aslın-

da "para piyasası" na herhangi bir yaklaşma olmaksızın alıkonan kazançlara, onların sermayeyi geliştirmesi bakımından güvenilmesi gerekir. Kâr seviyeleri, vergilendirme, dividend ve ihtiyatlar arasındaki yakın ilişki daha önceden görülebilir.

Amortisman Politikası

Basitleştirerek amortisman politikasına, halihazır maksat için yıpranmış veya modası geçmiş aktiflerin yenilenmesinde amortisman karşılığı olarak ayrılan miktarı belirleyen finansal politikanın bir kısmı olarak bakılabilir. Bu karşılıkların ayrıldığı kısım, ya kâr ve zarar hesabına doğrudan doğruya yüklenerek yahut kârların dışındaki tahsislerden ayrılarak veyahutta herikisi birlikte olmak üzere tekrar dividend ve ihtiyat politikası üzerinde direkt bir tesire sahip olacaktır.

Gerçekte amortisman için "karşılıklar", ayrıldıkları zamandaki defter girişleri olduklarına ve bu zamanda nakit akımı göstermediklerine göre, çalışma sermayesi pozisyonu üzerinde hiçbir rolü olmayacaktır; müstesna olarak serbestçe dağıtılabilecek dividendların elde tutulmasını netice verecektir.

Çalışma sermayesi bakış açısından önemli olan, sabit tesisin yenilenen gerçek tutarıdır, çünkü o zaman kasadan bir nakit çıkışı olacağından çalışma sermayesi havuzun (birikimi) da bir azalma olacaktır. Sabit sermaye yatırım projelerinin nisbi değerini ölçmede kullanılan "geri ödeme periyodu" kriterinin öyle çok önemli olmasının sebebi budur. Kısa bir "geri ödeme periyodu" yatırımı, çalışma sermayesi havuzunu alternatifleri olan daha uzun "geri ödeme periyodu"ndan daha tez eski haline getirir.

Genişleme Programları

Bunlar çok çeşitli şekillerde olabilir, fakat genellikle tek bir şeye sahiptir ki o da; her zaman muayyen bir şekilde çalışma sermayesini etkilemektir. Daha önceden örnekler verildiğinden şimdilik sadece şunu söylemek yetecektir; bir genişleme programında ihtiyaç duyulan çalışma sermayesi için, iç finansal kaynakların dışarıya çıkmasını gerektirecek şekilde birçok defalar zorlamak akılsızlık olacaktır. Sabit sermaye yatırım projeleri, sadece müsait ve kullanılabilir iç fonların uygun bir kısmını talep eder. Keza dış finansın zor olduğu veya masraflı olduğu zaman, çalışma sermayesi bir müddet zorlanabilir.

Genişleme programlarının çalışma sermayesi ihtiyaçları üzerindeki tesirini ölçme gereğine, özellikle programın daha yeni ve belki

daha büyük imalat işlemlerini ve netice olarak uzatılmış faaliyet devrini ihtiva eden programlara başka tabirle, nakdin çalışma sermayesi havuzunu daha uzun bir periyotta eski durumuna getireceğine daha önce atıf yapmıştır.

Fiyat Seviyesindeki Değişmeler

Hızla yükselen fiyatlar, çeşitli kategorilerdeki teşebbüsler üzerinde aynı tesiri göstermeyecektir. Tesir, bir kere daha faaliyet devrinin süratine bağlıdır. Şayet devir çok hızlı ise neticeler, kendilerini açıkça gösterecek kadar uzun müddet devam eden değişmelerin olduğu daha yavaş bir devirdekenden, birbiriyle daha yakın bir fiyat ilişkisi içerisinde olacaklardır. Elde tutulması gereken stokların seviyesi, sabit aktiflerdeki yatırım, sabit aktiflerin yaşı vb., bu hususla yakından ilgilidir. Fakat bu, genişçe bir nispi problemidir.

Hızlı yükselen fiyat seviyeleri, genel bir kaide olarak, ihtiyaç duyulan çalışma sermayesi miktarını arttıracaktır. Bu büyük oranda, teşebbüsün fiyat tesbiti politikasının fiyat değişmelerine ne derece yakın olduğuna, bağlıdır. Bir başka tabirle, teşebbüsün etrafında değişen manzaraya kendisini, kendi politikalarıyla uydurabilme süratidir. Bu uyma, bazı teşebbüslerde diğerlerinde olduğundan çok zordur ve bazen kararın tamamı teşebbüsün kendi ellerinde olmayabilir.

Faaliyet Verimliliği

Önceden verilen bazı işaretler göstermişti ki, faaliyet verimliliği çalışma sermayesi pozisyonu üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bir teşebbüs hammadde ve malzemeleri için ödediği fiyatlar üzerinde veya işgücü için ödediği ücretler üzerinde büyük bir kontrol imkânına sahip olmayabilir. Fakat o, materyallerin ve işgücünün etkili ve verimli kullanılması üzerinde bir kontrol ölçüsüne sahiptir. Bu hususlarda faaliyet verimliliğinin seviyesi, ihtiyaç duyulan çalışma sermayesi miktarını etkileyecektir. Faaliyet masraflarının değişim aralığındaki bütün durumlarda, özellikle muhtelif fonksiyonel seviyelerde kontrol edilebilen durumlarda, etkili kontrol derecesi, çalışma sermayesi seviyeleriyle ilgili olarak önemli bir mülhaza olacaktır. Etkinin gözönünde bulundurulması durumu pratik olarak her faaliyete tatbik edilebilir ve şayet bütün durumlarda etkili faaliyetler varsa, nakit devir süratinin düzeltilebileceğini söylemek hayal değildir.

YENİ BİR KAVRAM

Çalışma sermayesi rasyosunun yeni bir kavramı, 1958 Ekiminde "Accounting Research" dergisinde M.H.B .Abd El-Motaal tarafından

takdim edilmiştir. Buna göre geleneksel cari aktifler/cari pasifler rasyosu (Cari rasyo) bir kenara bırakılıp, çalışma sermayesi cari aktiflere oranlanmıştır. Onun çalışma sermayesi rasyosu aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

$$1 - \frac{1}{\text{Cari rasyo}}$$

Meselâ, şayet cari aktifler 100.000 Sterlin ve cari pasifler 50.000 Ster-

$$\begin{aligned} \text{lin ise, cari rasyo} &= \frac{100.000}{50.000} = \frac{2}{1} \\ &= 2 : 1 \text{ veya } \% 200 \quad \text{olacaktır.} \end{aligned}$$

Bu, uzun zamandan beri farzedilmiş olan geleneksel çalışma sermayesi rasyosuna bir yaklaşımdır. Motaal'in çalışma sermayesi şöyle olur;

$$\begin{aligned} 1 - 1/2 &= 1/2 \\ &= 1 : 2 \text{ veya } \% 50 \end{aligned}$$

Onun kuvvet verdiği nokta; cari pasifleri ortadan kaldırdıktan sonra cari aktiflerden geriye ne kaldığıdır. Birbaşka ifade ile teşebbüsün gerçek varlığı için elde edilebilir neleri vardır. Motaal, çalışma sermayesi rasyosu kavramının "cari aktiflerin devir sürati ve teşebbüsün genel ihtiyaçlarını karşılaması için çalışma sermayesinin ilgi çekici kısımlarını, onun yeterli olup olmadığını" izah ettiğini iddia eder. Ayrıca bu, "cari alacaklıların haklarını ortaya çıkarır ve onlara kısa zamanda emniyet marjını sağlar". Aynı ve "teşebbüsün tüm faaliyetleriyle yakından ilgilidir."

DÖRT TEST

Çalışma sermayesi politikası için dört test ileri sürülmektedir.

- (i) Çalışma sermayesinin seviyesi.
- (ii) Çalışma sermayesinin yapısal sağlığı.
- (iii) Çalışma sermayesinin devri.
- (iv) Çalışma sermayesinin mukayeseli likiditesi.

Seviye

Bir teşebbüste korunması gereken çalışma sermayesi seviyesi, sadece birbirini takibeden periyotlardaki hareketlerin dikkatli ince-

lenmesiyle tesbit edilebilir. Şayet yönetim, bu hareketlerden bir örnek geliştirebilirse bu örnek, zaman zaman verilen belirli kararlarla ilgili olarak değişen ihtiyaçlara bir rehberlik vazifesi görebilir. Motaal, bu örneğin en iyi şekilde bir veya birdiğer periyodun sonundaki çalışma sermayesinin bundan evvelki periyot sonundaki görünüş ile ilişkisini ifade eden hareketli rasyoların veya index sayıların kullanılmasıyla geliştirilebileceğini, ima eder. Bu bakımdan yüzdelerin kullanılması uygun olur. Şayet hareketli rasyo veya index sayısı (yüzdesi) tekbaşına dikkate alınır, çalışma sermayesi seviyesindeki değişmelerin sebeplerinin anlaşılması güç olacaktır. Başka ilişkiler geliştirilmelidir. Önemli bir tanesi; çalışma sermayesi ve faaliyet kapasitesi arasındaki fonksiyonel ilişkide ifade edilmiş olup, sonraki kavram faaliyet sabit aktifleri ile dolayısıyla ilgilidir. Şayet yönetim ilave sabit aktiflerin kullanılması suretiyle faaliyet kapasitesini arttırmağa karar verirse, ilave çalışma sermayesine ihtiyaç duyulacağı muhtemeldir. Materyal girdisindeki artış, ücretleri, tesis maliyetlerini vs. arttırır ve bunların hepsi ilave çalışma sermayesine olan ihtiyacı kuvvetlendirir. İşte çalışma sermayesinin sabit aktiflere rasyosunun incelenmesinin gayet önemli olması bu sebeptendir. Çalışma sermayesinin kaynakları ve kullanımlarını izlemede ve örnekteki hareketleri daha iyi anlamada "Fonlar Tablosu" yaklaşımı da faydalı olabilir.

Yapısal Sağlık

Çalışma sermayesi hareketlerinin kaba örneği, daha objektif ölçüler için bir başlangıç noktasıdır. Çalışma sermayesi pozisyonunun kuvvetliliğini veya zayıflığını kalemlerin yalnız yüzey görünümünden ortaya çıkarmak mümkün değildir. Bu kalemlerin likidite bakış açısından nisbî sağlığıda gözönünde bulundurulmalıdır. Motaal yaklaşımını kullanarak ve çalışma sermayesi rasyosunda O'nun kavramını esas alarak yapısal ilişkileri, cari aktifleri teşkil eden kalemlerin herbirine göre ortaya çıkarmak mümkün olur. Bu cari aktifler genellikle, stok ve borçlular unsurlarıyla ağırlık taşırlar. Likidite görüş noktasından alacaklar, çalışma sermayesi havuzuna nakit şeklinde genellikle stokdan daha çabuk dönecektir. Bu aynı şekilde, stokların bir kısmının imalat içerisinde mamul mal olarak, belli bir zaman için bağlanmasını ihtiva edebilir.

Çalışma sermayesi pozisyonunun kuvvetini takdir de, cari aktif grubunun kalemlerine biraz dikkat edilmesi gerekmektedir. Eğer meselâ, belli bir zamanda; cari aktif grubunun % 30 unu stok, % 50 sini borçlular teşkil edip, başka bir zamanda; % 40 ı borçlular ve % 40 ı stok oluyorsa, normal olarak çalışma sermayesi pozisyonu-

nun "sağlığı"nın, ikinci periyotta düştüğü sonucuna varılır. Bu sonuç, alacakların çalışma sermayesi havuzuna nakit şeklinde, faaliyet devri daha uzun olan stoktan, daha süratli şekilde döneceğine dair genel bir kaideye dayandırılarak, elde edilmektedir.

Şayet satış politikası, defterlerin arzettiği alacakları normal ticaret şartlarının gerisinde, yürütecek şekilde ise, bu düşünce tarzi suya düşebilir. Bu sonki durum, borçluların hareketini yavaşlatabilir ve onları, süratli devir hızına sahip stokların yanında sağlığı bozuk hale düşürebilir. Bu ilişkilerde daha başka ve biraz ince düşüncelerde vardır. Belirli bir zamanda stokun, cari aktiflerin % 60'ını, bir başka zamanda da % 40'ını temsil ettiği bir teşebbüs düşünün. Yüzeyde, yapısal pozisyonu ikinci noktada birinciden daha sağlıklı olduğu görülmektedir, çünkü birinci noktada; daha yavaş hareket eden unsurdan yüksek oranda vardır. Bu yargı, başka hususlar hesaba katılınca doğru olmayabilir. Birinci noktada stok; hemen hemen pazara sevk edilmeğe hazır mamul mallarla dolu iken, ikinci noktada; stokun başlıcası hammaddeden az bir kısmı ise mamul mallardan müteşekkil olduğunu düşünelim. Birinci durumdaki % 60'ın ikinci durumdaki % 40'a karşı tesiri, mamul mallar stokunun likiditesinin yüksekliğine verilecek ağırlık hammadde ve kısmen mamul mallar stokuyla mukayese edildiğinde, büsbütün telafi edilebilir.

İki farklı teşebbüsü karşılaştırırken bu hususlar üzerinde satış politikası, önemli alakaya sahip olabilir. Cari aktiflerinde yüksek stok kalemi olan fakat peşin satan bir teşebbüs, nisbeten düşük stok kalemi olan ve fakat kredili sattığından çok sayıda borçlusu olan bir diğer teşebbüsün görünen avantajını ortadan kaldırabilir. Likidite görüş noktasından bu düşüncelerin hepsi önemlidir. Daha az önemlisi, cari kreditorler, alacaklarının garantisini bakımından stokun gerçekleştirilmesine istinat etmeğe mecburdurlar, çünkü genel kaide olarak bu durumda; teşebbüsün yapısal sağlığı daha kuvvetli olacaktır.

Devir

Daha önce çalışma sermayesi devrinin önemine birçok atıflar yapılmıştır. Bu, likidite pozisyonunun önemli bir özelliğidir ve teşebbüsün tabii faaliyet devrini tekrar birdefa daha ihtiva etmektedir. Rasyolar, hammaddelerin mamul mallara, mamul malların satışlara ve en sonunda nakde çevrilmesi için gerekli ortalama süreyi göstermek üzere, hesaplanabilir. Bu rasyolar, Mottaal tarafından izah edildiği gibi, aşağıdaki basit formüllerle ifade edilebilir;

$$(1) \frac{\text{Kullanılan hammaddelerin maliyeti}}{\text{Ortalama hammadde stoku}} = \text{Hammaddeler devir sürati rasyosu} \quad (x)$$

$$\frac{365}{x}$$

= Her devrin tamamlandığı gün sayısı.

$$(2) \frac{\text{Yıllık satışlar}}{\text{Ortalama mamul mal stoku}} = \text{Mamulmallar devir sürati rasyosu} \quad (y)$$

$$\frac{365}{y}$$

= Mamulmallar envanterinin satılmasında gerekli gün sayısı.

$$(3) \frac{\text{Yıllık satışlar}}{\text{Tahsil olunmamış alacaklar}} = \text{Alacaklar devir sürati rasyosu} \quad (z)$$

$$\frac{365}{z}$$

= Ortalama alacak tasfiye etme süresi.

Bu rasyolarda, peşin ve kredili satışlar karıştırılmalıdır, çünkü aranan, nakde çevrilmenin bir ölçüsüdür. Şayet rasyolar, kredi verimliliğinin ve tahsilat politikasının bir ölçüsü olarak kullanılıyorsa, peşin satışlar hesaplardan hariç tutulmalıdır.

Likidite

Çalışma sermayesi pozisyonunun bütün bu tetkiklerinde, likidite değişmez konu olmuştur. Şimdi bu önemli hususun bazı uygun test-

lerine işaret etmek gerekli olmaktadır. Bütün diğer testler, konunun özellikle bir veya birdiğer vechesiyle alakalı olmaktadırlar. Motaal likiditeyi ölçmek için daha iyi anlaşılabilir bir test ileri sürmektedir. O, (herbiri yüzde ile ifade edilen) üç rasyoyu birbirine bağlatılı şekilde kullanmaktadır;

- (a) Çalışma sermayesinin cari aktiflere.
- (b) Stokların cari aktiflere.
- (c) Likit kaynakların cari aktiflere.

Teknik, aynı teşebbüsü farklı zaman noktalarında veya farklı teşebbüsleri aynı zaman noktasında sıralamada kullanılabilir. "Sıralama" veya "tartma" işlemini daha sonra, üç faktörün birleştiği bir noktalar skoruna, likiditenin daha anlaşılır bir ölçümüne, varılması takip eder.

Bir "Victorian" kamu şirketinin geçmiş yıllardaki altı farklı zaman noktasındaki durumu, aşağıda Tablo 2 de gösterilmiştir. Bu hesaplarda likit kaynaklar; kasayı, alacakları ve peşin ödemeleri kapsar. Şirket, modaya tabi mallar imal etmekte ve satmaktadır.

TABLO 2

Periyotlar	Rasyolar			Likidite Sıralaması			Toplamı Sıralamalar	Nihai Sıralama
	a	b	c	a	b	c		
	%	%	%					
1	49.2	80.7	19.3	2	3	2	7	2
2	30.0	86.1	13.9	6	6	6	18	6
3	34.4	80.9	19.1	5	2	3	10	3
4	52.5	68.9	31.1	1	1	1	3	1
5	43.2	81.5	18.5	4	5	5	14	5
6	45.5	81.1	18.9	3	4	4	11	4

(a) ve (c) rasyoları, rasyonun büyüklüğü ile ters düzende sıralandırılmıştır. Diğer tabirle, yüksek bir rasyo düşük bir sıralama skoru vermekte ve düşük sıralama skoru sonuç olarak en iyi karşılaştırmalı likidite pozisyonu addedilmektedir.

(b) rasyosu, rasyonun büyüklüğüne göre sıralama sayısı almıştır. Bu, stokun cari aktiflerde hakim bir faktör olduğu zaman likidite pozisyonunun tersine etkilendiğinin sebebini, kuvvetlendirmektedir. Örnekte, dördüncü periyot likidite görüş noktasından daha iyi durum-

dadır, fakat stokların tabiatlarındaki değişikliklerle ilgili daha önceki hatırlatmalarımız göz önünde bulundurulmalıdır. İzah edilen durumda; dördüncü periyot en likit olandır, çünkü bu periyotta, yavaş hareket eden stoklar tasfiye edilmiş ve stok kalemi diğer periyotlardan daha az hakim durumdadır. Likit kaynaklar rasyosunu; alacakları ayrı bir kalem, ve diğer likit kaynakları başka bir kalem olarak bölmek suretiyle göstermekte mümkündür.

Mottaal tarafından ortaya konan bu yeniliklerin, gerçekten maksadına hizmet edip etmedikleri ve daha fazla çaba sarfına değip değmedikleri, teşebbüsün kendi karar vereceği bir husustur. Evvelcede işaret ettiğimiz gibi; iç yönetim dış analistlerden daha fazla detaya inmeli ve netice olarak bu yenilikleri kendi kontrol maksatları için geliştirebilmelidir. Elbette ki bu teklifler, finansal yönetimde büyük önemi olan ve geleneksel (tecrübe ve akli selime dayanan metod) telakkilerde uzun müddet yaklaşılmamış bir konuda, fikirlerimizi genişletmeğe hizmet eder.

SONUÇ

Sonuç olarak, çalışma sermayesinin çok az olmasının tehlikeleri olduğu gibi, çok fazla bulundurulmasının da tehlikeleri vardır. Muhtemelen gelecek tehlikeler, şu şekilde sıralanabilir;

Cok Düşük Çalışma Sermayesinin Tehlikeleri

İşletmenin başarısızlıklarına yardım eden sebeplerden biri olur.

Fonsuzluk sebebiyle teşebbüs gayeleri engellenmiş olur.

Toplam yatırımın devir oranını azaltır.

Kredi oranının tesbitinde aksi tesirde bulunur.

İskontoları engeller.

Cazip fırsatların gerçekleştirilmesini engeller.

Dividant politikasına aksi tesirde bulunur.

Yönetimin moraline aksi tesir yapar.

Cok Yüksek Çalışma Sermayesinin Tehlikeleri

Kayıtsızlık yüzünden yönetimin verimliliği gerileyebilir.

Spekülasyona cesaret verilebilir.

Gereksiz büyümeler teşvik edilebilir.

Dividant politikası çok liberal olabilir.

Toplam yatırım etkisiz bir şekilde çalışıyor olabilir.

Şimdiye kadar anlatılan muhtelif ölçme yolları, sadece eğilimin ve pozisyonun göstergesidirler. Onlar, çalışma sermayesini yönetenin görevini yapamazlar; şayet bu ölçme yolları maharetle tesbit edilir ve sonra uygun şekillerde ve yerlerde kullanılırsa, sadece yönetimin külfetini hafifletir ve daha objektif takdir etme şansını verirler.