

Ünite 7: Çalışma Sermayesi Yönetimi

Çalışma Sermayesi Kavramı

Nakit, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar çalışma sermayesinin öğeleridir. İşletmenin faaliyet alanı ve sektördeki yerine göre bu varlıkların düzeyi çeşitli zaman dilimlerinde göre değişime uğrar. Bu varlıkların yönetimi hammaddeden satışa, satıştan tahsil edilme gibi geniş bir süreci kapsadığı için şirketin devamlılığı açısından önemlidir. Çalışma sermayesi brüt çalışma sermayesi ve net işletme sermayesinin yönetimi ile ilgilidir.

Brüt Çalışma Sermayesi, bir yıl için nakde çevrilebilen dönen varlık kalemleri; para, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar, akreditif ve peşin ödenen giderlerden oluşur.

Net Çalışma Sermayesi; dönen varlıklar ile kısa süreli borçlar arasındaki farkı ifade eder.

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 kadarki 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. Çalışma sermayesinin en önemli unsurları ise **nakit, menkul kıymetler, alacaklar, borçlar ve stoklardır**.

Firma açısından çalışma sermayesi yönetiminin önemini, her şeyden önce dönen varlıklara yapılan yatırımlar belirler. Diğer yandan uygulamada finans yöneticisi, günlük çalışma süresinin önemli bir kısmını dönen varlık yönetimine ayırmak zorundadır. Dönen varlık yönetimine ayrılan süre, satışların artmasını da etkiler. Bununla birlikte iş hacminin artması, genellikle işletme kârlılığına da olumlu yansır. Ancak, işletme kârlılığı ile riskinin belirlenmesinde dönen varlıkların düzeyi, kısa vadeli borçlarla da ilgilidir.

Çalışma sermayesinin finansmanında aşağıdaki kaynaklar kullanılmaktadır:

- Kasa ve bankadaki rezervler,
- Kârın nakit tutarı,
- Satıcı kredileri,
- Hissedarların yeni sermaye koyması ya da borç vermesi,
- Banka kredi limitlerinin aşılması ve
- Uzun süreli kredilerden kısa süreli faaliyetlerin finansmanı

Yetersiz çalışma sermayesine rağmen satışlar arttırılmak isteniyorsa, işletme faaliyetlerinin riski artmaktadır. **Çalışma sermayesinin gerilimi** olarak bilinen; işletmenin kaldıramayacağı bir yükümlülüğün altına girmesi olarak da nitelendirilen bu gerilim, aşağıdaki uyarı sinyalleri ile belirlenebilir:

- İşletmenin nakit pozisyonu üzerinde baskı oluşması,
- Nakit arttırmak amacıyla, müşterilere erken ödeme için yüksek iskonto uygulanması,
- Banka kredi limitlerinin aşılması,
- Başka bankalardan yeni kredi limitlerinin araştırılması,
- Satıcılara borçların zamanında ödenmemesi,
- Yeni alım için satıcılara tutarın tamamının nakit ödenmesi,
- Bankalardan acil kredi talebinde bulunulması,

Çalışma Sermayesinin Özellikleri

Çalışma sermayesi unsurları ile sabit varlıklar arasında önemli farklılık bulunmaktadır. Söz konusu farklar:

1. Çalışma sermayesi unsurları bölünebilir niteliktedir.
2. Çalışma sermayesi unsurlarının vadesi bir yıldan kısa ve likittir: Çalışma sermayesini oluşturan kalemler bir yıl içinde paraya dönüşebilir.
3. Çalışma sermayesini oluşturan dönen varlık kalemleri hareketli olup aralarında yakın bir ilişki vardır: Çalışma sermayesini oluşturan kalemler bir faaliyet yılı içinde kısa ve uzun süreli başka bir varlığa dönüşebilir.
4. Çalışma sermayesi kararları kısa sürede revize edilebilir: Çalışma sermayesi ile ilgili kararlar birkaç aylık bir dönemde revize edilebilmesine ve düzeltilebilmesine rağmen, duran varlık yatırımlarında bu esneklik yoktur.
5. Çalışma sermayesi yatırımlarının işletmenin risk derecesine etkisi nispeten sınırlıdır: Duran varlık yatırımları işletmenin risk derecesini önemli ölçüde değiştirir.

Çalışma Sermayesi Türleri

İşletmelerin üretim faaliyetleri, mevsimlik ve konjonktürel etkiler ya da benzeri nedenlerle önemli değişim gösterir. Dönen varlıklardaki mevsime bağlı değişimler, kısa süreli borçlarla finanse edilebilir. Buna karşılık bazı firmalarda devamlı nitelikteki dönen varlıkların, uzun süreli borçlar ya da öz sermaye ile finanse edilmesi yönünde tercihler de görülebilir. Yüksek satış hacmine yol açan dalgalanma, alacakların

artmasına ve stokların erimesine yol açtıktan sonra yeniden durgunluk dönemine girilmektedir.

Çeşitli sektörlerde işletmelerin yatırımlarının, doğal ya da geleneksel nedenlerle en az düzeye indiği bir dönemden söz edilebilir. Bu dönemdeki yatırım, çalışma sermayesinin minimum olduğu düzeydir.

Satış ve üretimin belli bir düzeye ulaştığı dönemlerde, aydan aya ya da haftalık olarak satış ve üretim birbirine yakın düzeylerde ise çalışma sermayesi yatırımı süreklilik arzeder. Enflasyon koşullarında, daha yüksek çalışma sermayesine gereksinim duyulur.

Çalışma sermayesinin süreklilik arz eden bölümü **sürekli çalışma sermayesi**, dalgalanan ve iş hacmine paralel olarak değişen kısmı ise **geçici ya da dalgalanan çalışma sermayesi** olarak adlandırılır.

Enflasyon, doğal ve geleneksel nedenlerle sermayede değişim olabilir. Bu durumda yüksek sermaye ile çalışılır. Olağan üstü durumlarda da aynı şekilde yüksek sermaye ile çalışılmak durumunda kalınabilir. Bu durumda olumsuz etkilenen faaliyetler azaltılmalı veya durdurulmalıdır. Bununla birlikte kullanılmayan varlıklar satılarak çalışma sermayesi likit hale getirilebilir. İşletmeler genellikle dönem kârlarını alıkoyarak sermaye yapılarını güçlendirirler. Bu durum, artan sermaye maliyeti nedeniyle işletme kârlılığını olumsuz etkiler. Yıllık planlamada, beklenen konjonktür gerilemesinin bilanço yapısını olumsuz etkilemesi öngörülüyorsa, alınması gereken önlemler, yeni almalardan vazgeçilmesi ya da yatırımların ertelenmesi şeklindedir.

Çalışma Sermayesinin Unsurları

Bilançonun dönen varlıklar kısmında yer alan kalemler çalışma sermayesinin unsurlarını oluşturur. Bunlar;

- Nakit (kasa ve bankadaki paralar)
- Serbest menkul kıymetler (hisse senetleri ve tahviller)
- Kısa vadeli alacaklar (alacak senetleri, müşteriler)
- Stoklar ve
- Diğer dönen varlıklar

Nakit Yönetimi

Nakit Yönetimi, nakit giriş ve çıkışlarını göz önüne alarak işletme bulundurulması gereken en uygun nakit miktarının belirlenmesidir. Burada işletmenin kasasında bulundurmamak zorunda olduğu ortalama nakit tutarından ziyade ödemelere göre değişen bir para tutarı önem kazanır. Yatırım kararı almadan önce işletmenin nakit akış yapısı belirlenmelidir. İşletmeler, kasada minimum nakit bulundurarak, tonlamayı daha çok bankalar hesabından yapmalıdırlar. Bu durum alternatif maliyeti minimum kılarken aynı zamanda nakit bulundurma riskini de azaltır.

İşletmeler, günlük gereksinimler, beklenmeyen gereksinimler ve yatırım fırsatlarından yararlanabilmek için şirketlerinde nakit bulundurulmalıdır.

Kasada para bulundurulmasını belirleyen faktörler şu şekilde özetlenebilir;

- İşletmenin nakit yönetim politikası,
- Cari likidite durumu,
- İşletme yönetiminin likidite ve risk konusundaki tercihleri,
- Borç ödenim tablosu (borçların vade yapısı),
- İşletmenin borçlanma yeteneği,
- Kısa ve uzun dönemdeki tahmini nakit akımları

Merkezi ödeme sistemi daha iyi bir nakit akımı ve likidite yönetimine olanak sağlar.

İşletmelerin farklı para birimleri ile faaliyet göstermesi halinde geçerli kurların dönemsel olarak tahmini ve günlük kurların belirlenmesi, para birimleri arasında değişim ve swapların uygulanması uzun dönem likidite yönetimi için önemlidir. Bilançonun yapısına bağlı olarak farklı enstrümanlara yatırılan nakdin üç temel profil belirlenebilir:

- Günlük dalgalanan operasyonel likidite,
- Birkaç gün ile üç ay arasında ihtiyaç duyulmayan kısa süreli nakit ve
- Üç aydan fazla süre ile ihtiyaç duyulmayan uzun süreli nakit

Grup firmaları, holdingler ve çok uluslu şirketlerde nakit merkezden yönetilir.

Merkezi Nakit Yönetimi, firmaya bağlı diğer yan firmaların nakit ihtiyacı ve fazlalarının ana firma tarafından kontrol edilmesidir.

Alacak Yönetimi

Alacak Yönetimi, firmanın piyasa değerini maksimize edecek alacak düzeyinin belirlenmesidir. Şirket için alternatif bir gelir kaynağıdır. Esnek bir alacak politikası, işletme satışlarını artırırken, brüt kârın da artmasını sağlar. Ancak, söz konusu politikanın işletmeye maliyetlerini de düşürmek gerekir. Her üç maliyet unsurunun toplamı, esnek bir satış politikası sonucu sağlanan ek kârdan fazla olduğunda, firmanın yeni satış politikası avantajlı olmayabilir. Buna karşın, yeni politika sonucu sağlanan ek gelirler, ek maliyetleri aştığında firmanın net varlığında olumlu bir artış görülür. Bir işletmenin alacak yatırımlarının genellikle kredi standartları, kredi koşulları ve tahsilât politikası belirlemektedir.

Borç Yönetimi

Satıcılar hesabı etkin nakit yönetiminin en önemli unsurudur. Bu yüzden hesap özenle yönetilerek işletmenin nakit pozisyonu

arttırılmalıdır. Her satın alınan belirli bölümü nakit gerektirir. Bu da işletmenin nakit akımını etkileyebilir. Belirtilen noktalara dikkat edilerek borç yönetiminin işletmenin likiditesini olumsuz etkilemesi engellenebilir: Satın alma ile ilgili yetkililer, Büyük satın almalarda miktar İskontosu, Satın alınan maliyeti, Stok taşımanın maliyeti, Alternatif satıcıların satış koşulları, Satıcıların kârlılık politikası, Satıcı maliyetlerdeki değişimin faturaya yansıtıp yansıtmadığı, Hammadde tesliminde satıcının dakikliği, Satın alınan hangi periyotlarla yapıldığı (just- in- time gibi).

Stok Yönetimi

Stok Yönetimi , satışlar ve üretimi dikkate alarak firmada bulundurulması gereken optimal stok miktarının belirlenmesidir. Yetersiz stok bulundurmak, işletmelerde olası üretim durması nedeniyle müşteri siparişlerinin karşılanamaması riskine yol açar. Yüksek miktarda stok bulundurmak ise işletmenin bağladığı sermaye nedeniyle likiditesini olumsuz etkiler.

Stokların yüksek tutulması ve yetersizliği maliyetleri artıracak gibi malın müşteriye geç ulaşmasına sebep olur. Stoklara yapılan yatırımlar şirketin üretim yapısına göre değişir. Stok bulundurma ile bulundurmama üretime bağlı olarak dengeli olmalıdır. Yönetici stok düzeyini optimum seviyede tutmak durumundadır. Enflasyon oranına bağlı olarak da stoklara yatırım yapılmaktadır. Üretim, satış, üretim süresi ve tekniği, stoklanan malın bozulabilir olması stoklara yapılan yatırımın miktarını belirler. Aynı zamanda arz kaynaklarının güvenilirliği, satın alma kaynaklarının maliyeti, stokların fiziki yapısı, dağıtım, üretim ve satış da stok miktarında etkilidir. Optimum stok miktarının belirlemek için tahmini satış miktarı, hammaddeye ulaşabilme, sevkiyat ve toplu alımda yapılacak İskonto önemli etkenlerdir. Grev, toplu işten çıkarılma, hammadde temin edememe gibi olumsuz durumlara karşı emniyet stoku bulundurulmalıdır.

Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesi döngüsü , üretim için harcanan nakdin işletmeye kaç günde geri döndüğünü gösteren süredir. Yüksek çalışma sermayesi kısa süreli faaliyetlerin etkin olarak yapılmasını sağladığı gibi iflas riskini de en aza indirir. Çalışma sermayesi döngüsü kısa süreli faaliyetler için satın alma, nakit ödeme, üretim, satış, ve tahsiltan oluşur.

Hammadde stoklarının firmaya ulaşması ile satışlardan doğan alacakların tahsil edildiği gün arasında geçen süre **faaliyet çemberi** ile ifade edilir.

Nakit döngüsü ise hammadde- malzeme için nakit ödeme günü ile alacakların nakit olarak tahsil edildiği gün arasında geçen süreyi kapsar.

Faaliyet döngüsü, stok devir süresi ile alacak tahsil süresinden oluşur.

Nakit Döngüsü = Faaliyet Döngüsü - Borç Ödeme Süresi'dir.

Nakit akış süreci , faaliyet döngüsünden ve nakit döngüsünden oluşur. Nakit akış süreci ile borç ödeme döneminin süresi arasında borçlanma veya menkul kıymetler ile finanse edilebilir.

Çalışma Sermayesinin Operasyonel Etkinliği

Çok uluslu şirketlerde çalışma sermayesinin azaltılmasında operasyonel tedarik zincirlerine bağlı farklı yolların kullanılması temel karakteristiktir.

Çalışma sermayesinin etkinliği, nakit döngüsünün çabuklaştırma ve çalışma sermayesine bağlı nakit ihtiyacını azalma ile sağlanır. Etkin çalışma sermayesi nakit ihtiyacının azaltılması ve nakit döngüsünün hızlandırılması veya stokların azaltılması ile mümkündür. Sermayenin etkinliğin bir şekilde kullanılabilmesi için ödeme süreleri uzatılmalı ya da kredi limiti artırılmalıdır. Operasyonel maliyetlerin azaltılması için alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi ve stok devir süresi esas faktörlerdir.

Çalışma Sermayesi Yeterliliğinin Analizi

Çalışma sermayesi bir şirketin tam kapasite çalışabilmesi, faaliyet riskini azaltması ve kârlı ve verimli faaliyet gösterebilmesi için gereklidir.

- Çalışma sermayesinin düzeyini belirleyen faktörler; İşletmenin niteliği, faaliyette bulunduğu sektör,
- Üretim süresi veya satılacak malların tedarik süresi,
- Satılacak malların birim maliyeti,
- İşletmenin satış hacmi,
- Satın alma ve satış koşulları,
- Stok devir hızı,
- Alacak devir hızı,
- Dönen varlıkların değer kaybetme olasılığı,
- Konjonktürel hareketler,
- Satışların belirli ay veya mevsimlerde yoğunlaşması veya yıla düzenli dağılması,
- Örgütsel yapı ve üretim teknolojisi olarak sıralanabilir.

Çalışma sermayesinin yetersizliğini belirlemede yararlanılabilecek göstergeler; Dönen varlıkların kısa süreli borçları karşılayamaması, borçların zamanında ödenememesi, yetersiz stok ile çalışılması, vade farkı gelirlerinden yararlanılamaması, uygun koşullarda girdi sağlanamaması, değişen pazar koşullarına zamanında uyum sağlanamaması, İşletme ile ilgili kamuoyunda olumsuz haberler yayınlanması,

borsaya kayıtlı firmaların hisse senedi fiyatlarının değer kaybetmesidir.

Enflasyonun arttığı dönemlerde şirketlerin faaliyetlerini yürütebilmesi için ve ödemelerini zamanında yapabilmesi için nakit tutarını artırmalıdır. Yeterli nakit tutarı bulunmadığı durumda ise işletme günlük operasyonlarını yerine getiremez ve maaşları ödeyemez duruma gelir. Gereğinden fazla sermaye ise faiz oranlarındaki düşüşler sebebiyle işletmenin karlılığını olumsuz yönde etkiler. Duran varlıklara aşırı yatırım, kredibilitenin düşük olması ve alacak tahsil süresinin yüksek olması yüksek çalışma sermayesinin belirtisidir. Üretimin güvenceye alınması, risk ve getiri dengesinin sağlanması, kredibilitiyi artırıcı faaliyetlerde bulunmak işletmenin pazar değerini olumlu yönde etkiler.

Çalışma Sermayesine Yatırım Politikası

Atak, ihtiyath ve normal olmak üzere üç çeşit çalışma sermayesi politikası vardır. Atak çalışma sermayesi politikası risk düzeyini yüksek tutarak ve likiditenin düşük tutulmasıyla mümkündür. *İhtiyath çalışma sermayesi* politikası ise likiditenin yüksek tutularak ve risk düzeyinin düşürülmesi ile oluşur. *Normal çalışma sermayesi* politikası optimum bir düzey hedefler.

Çalışma Sermayesinin Finansmanı

Çalışma sermayesi yönetiminde atak bir politikanın izlenmesi durumunda kısa vadeli borçlar yüksek oranda kullanılırken ihtiyath bir politika izlendiğinde uzun vadeli borçlanma tercih edilir.

Dengeli finansman stratejisinde, sermayenin süreklilik gösteren kısmında uzun vadeli, dalgalı kısımda ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilir. Varlıkların tutarında dalgalanma olmadığında kısa vadeli kaynaklarla finanse edilir.

İhtiyath finansman stratejisinde, işletme varlıklarının tamamı uzun vadeli kaynaklarla finanse edilir. Uzun vadeli kaynakları ve değişen pazar koşullarına uyarlanamaması nedeniyle ülkemizde uygulanmasının özellikle küçük ve orta boy işletmeler açısından önemli sakıncaları vardır.

Atak finansman stratejisinde, duran varlıklar uzun vadeli, dönen varlıklar kısa vadeli kaynaklarla finanse edilir. Riskli olmasına rağmen karlılığı artırma olasılığı vardır.

İşletme finansı temel prensibine göre dönen varlıkların kısa süreli kaynaklarla duran ise uzun süreli borçlar ve öz kaynaklarla finanse edilmesi varlıkların gerekir.

Bu kuralın yerine getirilmemesi durumunda işletme faaliyetlerinde karşılaşılabilecek riskler de artar. Kısa vadeli kredilerin üstünlüğüne rağmen işletmeler normal ortam ve şartlarda uzun vadeli borçlanmayı tercih ederler. Çünkü kısa vadeli borçların yüksek risk taşıması firma yöneticilerini planlama açısından olumsuz etkiler. Uzun vadeli borçların faiz oranları genellikle sabittir, oysa kısa vadeli borçların faizi değişir.

Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi

İşletmelerde ihtiyaç duyulan sermaye, ortam ve şartlara göre değişir. Bunlar şirketin niteliği, ölçeği ve kullanılan finansal tekniklerdir. Sermaye ihtiyacını belirleyen faktörler; stoklar, yıllık satışlar, yıllık giderler, brüt ve net kâr marjı, satıcılara ödeme süresi, müşterilere sunulan ödeme süresi ve mevsimsel ve konjoktürel değişikliklerdir.

Malların üretimi, stoklanması ve satılan mal bedelinin tahsili uzun zaman aldığından, sermaye likit hale gelmeden önce günler ya da haftalarca bağlı kalır. Bağlı kalış süresi arttıkça çalışma sermayesi gereksinmesi de artar. İşletmenin yaklaşık nakit gereksinmesi aşağıdaki formül ile hesaplanabilir:

Nakit gereksinimi= Günlük Giderler Sermayenin Bağlı Kalış Süresi

Çalışma Sermayesi: Karlılık ve Risk

Çalışma sermayesinin finansmanında daha fazla kısa vadeli kaynaklara yönelmek işletmenin riskini artırırken, finansman maliyetlerinin düşmesi nedeniyle karlılığını da artırır. Toplam varlıklar değişmezken çalışma sermayesine daha fazla yatırım, işletmenin riskini azaltırken, karlılığını da düşürür.

Kısa süreli borç işletmelere esneklik sağlasa da uzun süreli fonlama likidite açısından risk taşır. Dönen varlıklardan kazanılan kâr, duran varlıklara oranla düşüktür. Yatırım politikaları işletmenin karlılığını ve riskini etkiler. Finans yöneticisi riskleri minimuma indirmek isterken pazarlama yöneticisi fazla satış politikasıyla maksimum satış hedefler. Bu durumda işletmenin ana hedefi gözetilerek politika belirlenir.

Finansal Krizlerin Çalışma Sermayesi Etkileri

Krizler çalışma sermayesini önemli ölçüde etkiler. Azalan talep, müşterilerin ödemede gecikmesi, satış rakamlarının azalması likit sorununa yol açar. Bu durum finansal politika değiştirilerek ödeme ve tahsilatların yeniden gözden geçirilmesi gerekmektedir. Nakit akım süreci hızlandırılmalı ve Tonlama maliyetleri düşürülmelidir. Dalgalanmak dönemlerde işletmelerin optimal planları bulunmalıdır. Çalışma sermayesinin geliştirilmesi için üretim ve finans departmanlarının koordineli çalışması gerekir. Şirketler sektör ortalamaları yerine en iyi performans sağlamış şirketi kendine örnek alarak dalgalanmalara karşı kendini korur ve likidite açısından yeni fırsatları değerlendirmek için olanak bulur. Düşük likiditede çalışan firmalar krizlerden olumsuz etkilenir.