

T.C.
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİNANSAL PERFORMANSA
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNDE FAALİYET GÖSTEREN
FİRMALAR ÜZERİNE UYGULAMA

Hazırlayan
Zekiye AKGÜÇ

Danışman
Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Şirnak, 2020

T.C.
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİNANSAL PERFORMANSA
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNDE FAALİYET GÖSTEREN
FİRMALAR ÜZERİNE UYGULAMA
(Yüksek Lisans Tezi)

Hazırlayan
Zekiye AKGÜÇ

Danışman
Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

Şirnak, 2020

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Tezi Hazırlayan

Zekiye AKGÜÇ

TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“Çalışma Sermayesi Yönetiminin Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul 100 Endeksinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama” adlı Yüksek Lisans tezi, Şırnak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan

Zekiye AKGÜÇ

Danışman

Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı Başkanı

Dr. Öğr. Üyesi Osman ÖZDEMİR

İmza

ÖNSÖZ

Şırnak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi kapsamında “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul 100 Endeksinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Uygulama” konulu bu çalışma ile BİST 100 endeksinde işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performans arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılması amaçlanmıştır.

Bu tez çalışmamı oluşturan, yüksek lisans yapmama teşvik eden, desteğini esirgemeyen ve bilgisini her daim paylaşan, bana yol gösteren, her zaman yanımda olan, moralimi daima yüksek tutmamı sağlayan saygıdeğer danışman hocam Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU'na sonsuz saygılarımla teşekkür ederim. Hayatım boyunca her zaman arkamda duran, bana her türlü fedakârlığı ve desteği sağlayan değerli aileme de teşekkürü bir borç bilirim.

Tezi Hazırlayan
Zekiye AKGÜÇ

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNDE FAALİYET GÖSTEREN FİRMALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Zekiye AKGÜÇ

Şırnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Uluslararası Ticaret ve Finans AnaBilim Dalı

Yüksek Lisans / 2020

Danışman: Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ÖZET

Firmaların var olabilmeleri için karlılığı ve piyasadaki varlıklarını korumaları gerekmektedir. Ancak bu durum çalışma sermayesi yönetimi ile mümkün olabilmektedir. Çalışma sermayesi yönetimi dönen varlıklara yapılan yatırımı ve bu varlıkların finansmanını kapsamaktadır. Dönen varlıkların yatırım tutarlarının belirlenmesi ve hangi kaynaklarla finanse edilmesi gerektiği ise çalışma sermayesi politikası belirlemektedir. Çalışma sermayesi politikaları firmanın karlılığını, değerini, riskini ve hatta likiditesini de etkileyebilmektedir. Bu durumda firma kendine uygun bir politika izleyerek karlılığını devam ettirip ve riski minimize ederek büyüme olanağını sürdürebilmektedir. Böylelikle riski ve karlılığı inceleyen yatırımcılara ve firma yöneticilerine de yol göstermektedir. Bu çalışmada Borsa İstanbul (BİST) 100 endeksinde işlem gören firmaların verilerinden yararlanılarak, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa olan etkisinin ortaya çıkarılması hedeflenmiştir. Borsa İstanbul (BİST) 100 endeksinde 2005-2018 yılları arasında kesintisiz işlem gören 16 firmanın 14 yıllık ve altı aylık dönemlerindeki verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma sermayesinin yatırım politikası ile finansman politikası bağımsız değişkeni oluştururken, finansal performansın göstergeleri olan aktif karlılık ile özsermaye karlılığı ise bağımlı değişkenler olarak belirlenmiştir. Araştırmada elde edilen bulgular sonucunda, Model 1’de yatırım politikası ile aktif karlılık anlamlı ve pozitif yönlü ilişki, finansman politikaları ile aktif karlılık arasında ise anlamlı ve negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Model 2 sonuçlarına göre ise, özsermaye karlılığı ile yatırım politikası arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki belirlenirken, finansman politikası ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Anahtar Kelimeler: Panel Veri Analizi, Aktif Karlılık, Çalışma Sermayesi Politikaları, Borsa İstanbul.

IMPACT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON FINANCIAL PERFORMANCE: AN APPLICATION ON COMPANIES OPERATING IN THE BORSA ISTANBUL 100 INDEX

Zekiye AKGÜÇ

Şırnak University, Graduate Education Institute, Department of International Trade and Finance,

Master / 2020

Supervizor: Assoc. Prof. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ABSTRACT

Companies need to maintain profitability and their presence in the market to exist. But this is possible with working capital management. Working capital management covers investment in rotating assets and financing of these assets. The working capital policy determines the amount of working capital to rotating assets and with which resources it is funded. Working capital policies can also affect the profitability, value, risk and even liquidity of the firm. In this way, it also guides investors who study risk and profitability from the point of view of the firm's managers, who deal with the firm's performance. In the studies, it also refers to how effectively the financial performance factor representing profitability is used in the financial situation of firms. In this study, it was aimed to reveal the effect of working capital management on financial performance by using the data of companies traded in the BIST 100 index. BIST 100 index was examined by panel data analysis method using data from 28 annual periods of 16 companies that traded continuously between 2005-2018. Investment and financing policies of working capital determined independent variables, while return on asset and return on equity, which are indicators of financial performance, are determined as dependent variables. As a result of the study, while determining positive relationship between working capital return on asset and return on equity and investment policy; a significant and negative relationship between financing policies and return on asset, and a significant relationship between financing policy and return on equity could not be determined.

Key Words: Panel Data Analysis, Return on Assets, Working Capital Policies, Borsa İstanbul.

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	ii
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK.....	iii
ÖNSÖZ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR	ix
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
ÇALIŞMA SERMAYESİ VE YÖNETİMİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR.....	3
1.1. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI	3
1.2. ÇALIŞMA SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ	5
1.2.1. Kısa Vadeli Olması.....	5
1.2.2. Değişim Unsuru Yaratması	5
1.2.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlı olması	6
1.2.4. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Hareketliliği Fazla Olup Unsurları Birbirleri ile İçten İlişkili olması	6
1.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ ÇEŞİTLERİ	6
1.3.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi.....	7
1.3.2. Sürekli Çalışma Sermayesi	7
1.3.3. Değişken Çalışma Sermayesi	8
1.3.3.1. Mevsimlik Çalışma Sermayesi	9
1.3.3.2. Devresel Çalışma Sermayesi	9
1.3.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi	9
1.4. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMANINDA KAYNAK SEÇİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	10
1.4.1. Uygunluk	11
1.4.2. Risk.....	11
1.4.3. Maliyet.....	12

1.4.4. Esneklik	12
1.4.5. Zamanlama	13
1.4.6. Finansal Kaldıraç	13
1.4.7. Kontrol ve Yönetim	14
1.5. ÇALIŞMA SERMAYESİNİ FİNANSE EDEN UNSURLAR.....	14
1.5.1. Çalışma Sermayesinin İç Kaynaklarla Finansmanı	14
1.5.1.1. Kârlar ile Finansman Edilmesi	15
1.5.1.2. Amortisman ile Finansman Edilmesi	15
1.5.1.3. Nakit Akımının Hızlandırılması ile Finansman Edilmesi	16
1.5.2. Çalışma Sermayesinin Dış Kaynaklarla Finansmanı.....	18
1.5.2.1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları	18
1.5.2.2. Orta ve Uzun Süreli Finansman Kaynakları.....	19

İKİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMAN STRATEJİLERİ VE POLİTİKALARI	20
2.1. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMAN STRATEJİLERİ.....	20
2.1.1. Dengeli Finansman Stratejisi	20
2.1.2. İhtiyatlı Finansman Stratejisi	22
2.1.3. Atılğan Finansman Stratejisi	23
2.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMAN POLİTİKALARI.....	26
2.2.1. Atılğan Çalışma Sermayesi Politikası	27
2.2.2. Normal Çalışma Sermayesi Politikası	28
2.2.3. İhtiyatlı Çalışma Sermayesi Politikası.....	28
2.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ	29
2.3.1. Finansman Politikası ile Finansal Performans Arasındaki İlişki.....	30
2.3.2. Yatırım Politikası ile Finansal Performans Arasındaki İlişki	31

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI	33
3.1. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	33
3.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	38
3.3. TÜRKİYE'DE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.....	49

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ ÜZERİNE BİST 100 UYGULAMASI	60
4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	60

4.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI	60
4.3. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI	61
4.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	62
4.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER	63
4.6. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	64
4.7. ARAŞTIRMANIN MODELLERİ	65
4.8. ARAŞTIRMADAN ELDE EDİLEN BULGULAR	65
SONUÇ	78
KAYNAKÇA	82
ÖZGEÇMİŞ	101



BİST	: Borsa İstanbul
FP	: Financial Policy (Finansal Politika)
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IP	: Investment Policy (Yatırım Politikası)
IPS	: İm, Pesaran ve Shin
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	: Küçük, Orta ve Büyük İşletmeler
LM	: Lagrange Multiplier
PD/DD	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
ROA	: Return on Asset (Aktif Karlılık Oranı)
ROE	: Return on Equity (Özsermaye Karlılığı Oranı)
VIF	: Variance Inflation Factor (Varyans Şişirme Faktörü)

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Firmalar	61
Tablo 2. Değişkenler ve Hesaplamalar	63
Tablo 3. Araştırmada Oluşturulan Modeller.....	65
Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler.....	66
Tablo 5. Spearman Korelasyon Test Sonuçları	67
Tablo 6. VIF (Varyans Şişirme Faktörü) Değerleri.....	68
Tablo 7. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	69
Tablo 8. Homojenite Test Sonuçları.....	70
Tablo 9. Im, Pesaran ve Shin Testi Sonuçları.....	71
Tablo 10. Smith vd. (2004) Bootstrap Birim Kök Test Sonuçları.....	71
Tablo 11. Sabit – Rassal Etkiler Model Belirleme Analiz Sonuçları (ROA)	72
Tablo 12. Sabit – Rassal Etkiler Model Belirleme Analiz Sonuçları (ROE)	73
Tablo 13. Model 1 Tahmin Sonuçları (ROA).....	75
Tablo 14. Model 2 Tahmin Sonuçları (ROE)	76

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Nakit Dönüşüm Döngüsü.....	17
Şekil 2. Dengeli Finansman Stratejisi	21
Şekil 3. İhtiyatlı Finansman Stratejisi	22
Şekil 4. Atılğan Finansman Stratejisi (1)	24
Şekil 5. Atılğan Finansman Stratejisi (2)	25
Şekil 6. Çalışma Sermayesi Politikaları	27



GİRİŞ

Sanayinin gelişmesiyle firmalar, piyasadaki varlıklarını sürdürebilmeyi ve karlılığı yükseltmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla firmaların büyüebilmeleri ve yeni kaynak elde edebilmeleri için yeni yatırımlara yönelmesi gerekmektedir. Bu durumda firmaların, borçlarını ve faizlerini zamanında ödeyebilmeleri için çalışma sermayesine yatırım yapmaları önem arz etmektedir. Bu nedenle yatırım fırsatlarından yararlanmaları açısından, firmalar çalışma sermayesine gereksinim duymaktadır. Firmalar hammadde alımından, hammaddenin işlenerek madde haline gelmesinden satışına kadar devam eden bu döngü ile ihtiyaçlarını giderebilmektedir.

Çalışma sermayesi politikası, dönen varlıkların tutarını ve bu varlıkların finansman kaynaklarını belirlenmesine yönelik kararları kapsamaktadır. Çalışma sermayesine düşük seviyede yatırım yapılması halinde, firmaların olağanüstü ihtiyaçlarını karşılayamaması, kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememesi, yatırım fırsatlarının değerlendirememesi gibi çeşitli risklere maruz kalmaktadırlar. Fakat çalışma sermayesine yüksek düzeyde yatırım yapılması durumunda ise, kaynak maliyetinin yükselmesine ve fonların âtıl kalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla karlılığı da olumsuz etkilemektedir. Etkin çalışma sermayesi yönetimi, hem kısa vadeli kaynakların karşılanmasında meydana gelebilecek risklerin yok edilmesini hem de çalışma sermayesine gereğinden fazla yatırım yapılmasını önlemek için varlıkların ve kaynakların iyi bir biçimde planlanması ve denetlenmesi gerekmektedir (Eljelly, 2004:48). Firma daha fazla çalışma sermayesi ya da nakit miktarı bulundurması durumunda, kısa sürede kredi veren kuruluşlar açısından önemli bir ölçüt olabilmektedir. Bu durumda firmalar iki sorunla karşı karşıya kalmaktadır; ilk olarak çalışma sermayesinin nasıl yönetilmesi gerektiği, ikincisi ise çalışma sermayesinin hangi kaynaklarla finanse edileceği konusunda cevaplar aranmaktadır. Çalışma sermayesinin etkin ve verimli kullanılması, uyguladığı çalışma sermayesi politikasını benimsemesine ve firma karlılığının yükselmesine bağlıdır. Buna karşın finans yöneticilerinin finansman seçiminde gereken önlemleri doğru bir biçimde alarak firmanın yapısına uygun ve bulunduğu şartlar doğrultusunda etkin bir çalışma sermayesi seçmesi, firmanın başarısını da etkilemektedir. Geleceğe yönelik beklentiler, ekonomik koşullar ve firmaların içinde bulunduğu imkânlar politikaların belirlenmesinde etkili faktörlerdir. Beklentilerin ve

ekonomik durumların iyi olduğu şartlarda saldırgan politika, tersi olduğu durumlarda ise ihtiyatlı politikaların seçilmesi beklenmektedir. Bu seçimler firmanın finansal performansını da etkileyebilmektedir.

Çalışmada BİST 100’de kesintisiz işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışma sermayesine yönelik kavramlara, özelliklerine, çeşitlerine, çalışma sermayesi finanse edilirken kaynak seçiminde etkili olan faktörlere ve finanse eden unsurlarına değinilmiştir. İkinci bölümde ise çalışma sermayesi finansman stratejileri, politikaları ve aralarında oluşan ilişki üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde ise literatür taraması kısmında; gelişmiş, gelişmekte olan ve ülkemizde yapılan çalışmalar olarak bu üç başlıkta altında konu ile ilgili çalışmalara yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise araştırmanın amacı, kapsamı, sınırlılıkları, yöntemi, kullanılan değişkenler, araştırmada oluşturulan modeller ve hipotezler açıklanmıştır. Bu bölümde BİST 100’de kesintisiz işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini belirleyebilmek için panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Analize ilişkin elde edilen bulgular ise değerlendirilerek açıklanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ VE YÖNETİMİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde çalışma sermayesi kavramına, özelliklerine, çeşitlerine, finansman sağlayacağı kaynakların seçimini etkileyen faktörlere ve finanse eden unsurlarına değinilmektedir.

1.1. Çalışma Sermayesi Kavramı

Firmalar, mal ve hizmet üretebilmek için ellerinde bulundurdukları fonları çeşitli ve uygun varlıklara yatırmalıdır. Bu durumda firmanın değerini maksimum seviyeye getirerek gerekli olan kaynakları üretimde kullanabilmek için firmanın faaliyetlerini devam ettirebilmeleri açısından belirlemeleri esastır (Frimpong, 2018:726).

Bir firmanın faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, kredi değerliliğinin yükseltilmesi ve ortaya çıkan riskin minimize edilmesi gibi faktörler çalışma sermayesi için büyük önem arz etmektedir. Ayrıca firmanın gelecekteki değerini arttırabilmesi ve uzun vadede ayakta kalabilmesi çalışma sermayesinin etkin bir şekilde yönetilmesinde hayati rol oynamaktadır (Ng; Ye; Ong et al. 2017:663).

Firmalar faaliyetlerini devam ettirebilmek, fon ihtiyacını karşılayabilmek ve üretim yapabilmek için; araçlara, binalara, arazilere, makinelere vb. duran varlıklara uzun vadede gereksinim duymaktadır. Fakat firmaların devamlı olarak üretim yapabilmeleri için duran varlıkların olması da yeterli olmamaktadır. Kullanılan hammaddeleri, mamul satışlarındaki günlük giderleri ve stokları karşılayabilmesi, müşterilerin yatırım yapabilmeleri ve nakit değerler için alacaklara kaynak ayırması gerekmektedir (Kandpal, 2015:8). Bu alacak, stok ve borç kalemleri gibi çalışma sermayesi bileşenlerinin optimal dengesinin muhafaza edilmesi ve gündelik işlemlerinin sürdürülebilmesi için verimli bir şekilde bu bileşenlerin kullanılması gerekmektedir. Firmaların bilançolarının aktif kısmında yer alan dönen varlıklar kalemi başlığı altında çalışma sermayesi bileşenleri bulunmaktadır. Tek düzen hesap

planında çalışma sermayesi bileşenleri, dönen varlıklar kaleminde; menkul kıymetler, hazır değerler, kasa, banka, ticari alacaklar, stoklar, diğer alacaklar ve diğer dönen varlıklardır. Diğer bir deyişle dönen varlıklar veya bir yıldan daha az sürede nakde dönüşebilen varlıklar şeklinde de tanımlanabilmektedir. Çalışma sermayesi, dönen varlık bileşenlerini belirleyerek bu bileşenlerin nasıl finanse edilmesi gerektiği ile ilgilenmektedir (Ching; Novazzi; Gerab, 2011:76). Bileşenlere yapılan yatırımlar, firma sermayesinin bir parçasını temsil etmektedir ve bu yatırımlar çalışma sermayesi kavramını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle üretime girmiş olan hammaddenin şeklinin değiştirilerek madde haline dönüştürülmesi ve sonrasında bu maddelerin satılması ile kısa sürede nakde dönüştürülerek firmanın kasasına girmesine çalışma sermayesi ya da işletme sermayesi denmektedir (Gill; Biger; Mathur, 2010:121). Kısaca firmayı canlı tutan, onu statik bir durumdan dinamik bir duruma getiren ve cari aktifler ile pasiflerin toplamından oluşan sermayeye çalışma sermayesi denmektedir. Çalışma sermayesi, firmaların günlük faaliyetlerini yerine getirebilmeleri için ihtiyaç duydukları döner sermaye şeklinde de ifade edilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2008:296). Çalışma sermayesi; araştırılan birçok ulusal ve uluslararası çalışmada işletme sermayesi, döner sermaye, dolaşımdaki sermaye veya kısa vadeli sermaye gibi isimlerle de kullanılmaktadır.

Firmanın yeterli sermayesi olmadığında firmanın faaliyetlerinin başlatılması ve genişletilmesi güç bir durumdur. Firmanın faaliyetlerini başlatabilmesi için gerekli olan sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Ayrıca firmanın daha uzun süre yaşamını devam ettirebilmesi için kendi finansal işlevlerini ne kadar iyi yönettiğini ortaya koyması gerekmektedir (Fettahoğlu ve Farah, 2016:2). Bu nedenle firmalar kullandıkları kredinin, net çalışma sermayesi ile yeterli düzeyde olmasını istemektedir. Çalışma sermayesinin yeterliliğine bakılarak kullanılan kredinin likidite oranları ile belirtilmesi mümkün görünmektedir. Çalışma sermayesinin yeterli olmaması firmanın başarısız olmasına ve buna bağlı olarak maliyetin yükselmesine neden olabilmektedir. Böylece, firma yükümlülüklerini karşılanmamasına yol açmaktadır. Çalışma sermayesinin daha düşük ya da yüksek tutarlar bulundurmaları karlılığı ve likiditeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Iqbal and Wang, 2018:53). Bu nedenle firmalar likidite ve karlılık konusunda finansal sıkıntıya girmemek için nakit dönüşüm süresi ile ilgili firma sahipleri tarafından denetlenmektedir. Firma yöneticileri tarafından çalışma sermayesi yönetimine yönelik iki soruya yanıt

aranmaktadır: Bu temel sorulardan biri, dönen varlıklar kalemlerini hangisini ve ne kadar düzeyini yatırımda kullanılmasını, ikinci sorusu ise dönen varlıklar kaleminin hangi kaynaklardan finanse edilmesi gerektiğine yönelik soruları sormaktadır (Yadav; Kamath; Manjrekar, 2009:28).

1.2. Çalışma Sermayesinin Özellikleri

Çalışma sermayesi unsurları: Hammaddeler, mamuller, yardımcı maddeler, yarı mamuller, kasadaki nakitler, bankalar, peşin ödenmiş giderler, alacak senetleri, kısa vadeli ticari alacaklar ve ödenmemiş sermayenin bir bölümü gibi birçok çeşitli unsurlardan oluşmaktadır. Çalışma sermayesi bileşenleri, satılan mal ve hizmet bedellerinin ödenmesi ile firmaya sürekli, döner bir şekilde akış ve değişim içerisinde yer almaktadırlar. Çalışma sermayesi özellikleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır (Kendirli ve Çankaya, 2016:49).

1.2.1. Kısa Vadeli Olması

Nakit ile başlayarak hammaddeye, hammaddeden devam ederek, mamul haline gelmesi, mamul haline geldikten sonra ise mamullerin satılarak alacaklara, alacaklardan tekrar nakde dönüşmesini sağlayabilmektedir. Böylece nakit ile başlayarak tekrar dönüşümü nakit ile tamamlamaktadır. Kısaca bu döngü dönen varlıkları bir yıl içinde tekrar likit fonlara dönüştürülmesi halinde, tüm varlıkları içermektedir (Şamiloğlu and Demirgüneş, 2018:45).

Çalışma sermayesi unsurlarını firmalar günlük faaliyetlerinde yürütebilmesi için likiditeyi daha verimli kullanması gerekmektedir (Ganesan, 2007:1).

1.2.2. Değişim Unsuru Yaratması

Çalışma sermayesi, hammaddenin dönüşümü ve ürünün satışı ile satın alınması arasında geçen süreçte hammaddelere, yarı mamullere, mamullere yapılan yatırım ihtiyacını ve hacmini belirleyeceğini göstermektedir. Bu durum çalışma sermayesi unsurlarının bir unsurdan diğer unsura dönüşebildiğini de göstermektedir. Bu sebeple çalışma sermayesi unsurları, sürekli bir değişim ve karşılıklı bir etkileşim halinde olduğunu açıklamaktadır (Azhar Mohamad, 2018:419).

1.2.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlı olması

Firma, üç ana fonksiyonu oluşturan üretim-satış ve tahsilâtı tamamlamaktadır. Bu üç ana fonksiyon, eş zamanlı olarak yerine getirildiğinde çalışma sermayesi yönetiminin bir önemi kalmamaktadır. Ayrıca aynı anda gerçekleşen bu fonksiyonlar, firmanın değerini de etkilemektedir (Szpulak, 2015:29-Olaoye; Adekanbi; Oluwadare, 2019:45). Örneğin: Firma ürettiği mamulü, birden satma olanağına sahip ise stok yönetim unsurunun ortadan kalkmasına neden olabilmektedir. Aynı zamanda, satışlarını peşin sürdürdüklerinde ise alacak yönetim unsuruna gerek duyulmamaktadır (Çakır ve Küçük Kaplan, 2012:70). Çalışma sermayesi bileşenlerinde birlikte meydana gelmediğinden dolayı, önceden planlanarak gerçekleştirildiği için ani olmayan faaliyetlerin neticesine rastlanmaktadır.

1.2.4. Çalışma Sermayesi Unsurlarının Hareketliliği Fazla Olup Unsurları Birbirleri ile İçten İlişkili olması

Çalışma sermayesi bileşenleri bir yıldan daha fazla sürelerinin olmasının yanında yıl içerisinde birden fazla hareketlilik meydana gelmektedir. Çalışma sermayesi bileşeninin kullandığı etkinliği, hareketlilik derecesine göre saptanmaktadır. Çalışma sermayesi unsurlarının hareketlilik derecelerinin farklı olması, çalışma sermayesi yönetimi ilkelerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu döngüyü açıklamak gerekirse, firmanın ellerinde bulundurduğu nakdi stoklara dönüştürmektedir. Şayet firma vadeli satışlar yaptığında, stoklar azalmakta ve tahsilât yaparak, tekrardan nakitlerini arttırabilmektedir. Böylece bu durum alacakların azalmasına yol açmaktadır (Coşkun, 2009:12). Ayrıca çalışma sermayesi unsurları yetersiz ise belirlenmesi gerekmektedir. Çünkü çalışma sermayesi unsurlarının hareketliliğinin fazla olması durumunda, çalışma sermayesi unsurları birbirleri ile içten ilişkili olabilmektedir (Ercan ve Ban, 2005:277).

1.3. Çalışma Sermayesi Çeşitleri

Çalışma sermayesinde firmalar faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli olan harcamaları yapmak zorundadırlar. Yaşanan bu harcamalar, gereken fon miktarında yaşanan değişiklikler farklı dönemlerdeki fon miktarlarına da ihtiyaç duymaktadır. Bu yüzden firmanın ihtiyaçlarına göre farklılık gösteren çalışma sermayesinin daha

da fazla tanımı yapılmaktadır (Coşkun, 2009:165). Dönen varlıklar, cari varlıklar, menkul kıymetler vb. kalemler çalışma sermayesi kavramı olarak da karşımıza çıkmaktadır. Çalışma sermayesinin, birçok tanımının bulunmasının yanı sıra aşağıda çalışma sermayesinin çeşitlilikleri incelenmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2008:19).

1.3.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesi tanımı iki şekilde yapılmaktadır: Bunlardan birincisi brüt çalışma sermayesi, ikincisi ise net çalışma sermayesidir. Brüt çalışma sermayesi, dönen varlık kaleminin toplamını ifade edilmektedir (Poyraz, 2012:48). Diğer bir ifade ile brüt çalışma sermayesi, beklentilerin karşılanmasının yanı sıra kuruluşların mevcut varlıkların toplamını da ifade etmektedir (Shahzad; Fareed; Zulfiqar, 2015:88).

Literatürde brüt çalışma sermayesi dolaşımdaki sermaye olarak da adlandırılmaktadır. Firma yöneticileri brüt çalışma sermayesi ile ilgilenmektedirler. Çünkü brüt çalışma sermayesindeki değişiklik, firma yöneticileri açısından fon sağlayabilmeleri ve faaliyetlerini yürütebilmeleri açısından imkân tanımaktadır (Lukic, 2013:731).

Çalışma sermayesinin ikinci tanımı ise net çalışma sermayesidir. Firmalar, likidite durumunu kısa vadeli kaynakların dönen varlıklardaki fazlalığını, net çalışma sermayesini ortaya koyduğunu belirtmektedir. Dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynak kalemleri arasındaki olumlu farka, net çalışma sermayesi denmektedir (Yalçınkaya; Aktaş; Özer, 2017:307). Diğer bir ifade ile net çalışma sermayesi, dönen varlıkların kısa süreli kaynaklarla finanse edilen bölümünü ele almaktadır. Bununla birlikte firmanın kısa vadeli yabancı kaynaklar toplamı, dönen varlıklar kaleminden yüksek ise net çalışma sermayesi noksanlığı ya da eksikliği denmektedir. Kısaca firmalarda net çalışma sermayesinde negatif sonuç çıkmaktadır (Chakraborty, 2013:93). Firmanın borç ödeme gücü net çalışma sermayesi ile gösterilmektedir. Dönen varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynaklar çıkarıldığı zaman, bilanço kısmına uzun vadeli yabancı kaynaklar bölümüne borç olarak yazılmaktadır (Dayı, 2019:49).

1.3.2. Sürekli Çalışma Sermayesi

Sürekli çalışma sermayesi, firmaların amaçları doğrultusunda mevcut varlıklarını artırmak için minimum düzeyde yapılan yatırımı ifade etmektedir. Çalışma sermayesinin düzgün kullanılabilmesi, yükümlülüğünü zamanında yerine

getirebilmesi ve gündelik çalışmalarını doğru bir şekilde yürütebilmesi için likiditesini koruması gerekmektedir (Joseph, 2014:32). Bu nedenle firmalar, nakdi tutarını asgari seviyede muhafaza etmesi gerekmektedir. Bu nakit tutarı, firmadan firmaya değişmektedir. Şayet, bu tutar firma için yeterli düzeyde değilse finansal sıkıntılarla karşı karşıya kalılabilmektedir. Örnek olarak yeterli stok bulundurmayan bir firma, alacaklarını ve borçlarını ödeyememe gibi sorunlarla karşılaşmaktadır. Buna göre herhangi bir planlama olmadan daha fazla nakdi muhafaza ederse, nakdin verimsiz kullanılmasına neden olmaktadır (Rao and Rao, 2017:82). Hammadde alımı, ücretlerin ödenmesi ve diğer günlük harcamalar vb. için fonlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ihtiyaçlar; nakit, menkul kıymetler, borçlar ve stoklar gibi kısa vadeli veya mevcut varlıkların finansmanı için gerekli olan firmanın sermayesini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile firmanın iş hacmi büyüdükçe sürekli çalışma sermayesine olan ihtiyaç da artmaktadır (Dayanandan, 2010:103).

1.3.3. Değişken Çalışma Sermayesi

Değişken çalışma sermayesi, bir firmanın üretim sürecini ile satışların faaliyetlerindeki değişiklikleri karşılamak için ihtiyaç duyduğu ek sermayeyi ifade etmektedir (Olaoye; Adekanbi; Oluwadare, 2019:45). Değişken çalışma sermayesi, ekonomik konjonktürün ya da izlenen para politikasının etkisiyle birlikte belirli bir zaman aralığında çalışma sermayesi ihtiyacının azalıp artmasına sebep olabilmektedir. Bu değişken çalışma sermayesine geçici çalışma sermayesi ya da dalgalı çalışma sermayesi de denilmektedir. Değişken çalışma sermayesi, firmanın çalışma sermayesine ihtiyaç duyduğu zamanda ortaya çıkmasından dolayı, sürekli çalışma sermayesinden ayrılmaktadır. Geçici çalışma sermayesinin bir bölümü, dalgalanmalardan meydana gelerek devresel çalışma sermayesini oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, geçici ihtiyaçları karşılayabilmek için kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi gerekmektedir (Coşkun, 2009:112). Değişken çalışma sermayesi, geçici veyahutta belirli aralıklarla çalışma sermayesine ihtiyaç duyulan özelliğine göre devresel ve mevsimsel olarak ikiye ayrılmaktadır.

1.3.3.1. Mevsimlik Çalışma Sermayesi

Mevsimlerin belirli dönemlerinde firmanın faaliyet ve iş hacmine bağlı olarak hareketlilik göstermesine mevsimsel çalışma sermayesi denmektedir. Mevsimlik çalışma sermayesi, firmaların mevsimsel talebi giderebilmek için satışlarının arttığı dönemde iş hacminin de artmasıyla gereksinim duydukları ek çalışma sermayesi olarak bilinmektedir (Knight, 1972:34).

Mevsimlik dalgalanmalar, firmanın faaliyetlerinde görülmediği zaman; kuramsal olarak mevsimlik çalışma sermayesine ihtiyaç duyulmamaktadır. Finansal açıdan çalışma sermayesinin sürekli ve mevsimsel olarak sınıflandırılması önem taşımaktadır. Çünkü bu iki çalışma sermayesi, finansman için farklı fonlarda kullanılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2008:293).

1.3.3.2. Devresel Çalışma Sermayesi

Firmalar, piyasalarda parasal olarak yaşanan daralma dönemlerinde yeterli çalışma sermayesi bulundururken, parasal olarak genişleyen dönemlerde ise firma faaliyetlerine bağlı olarak iş hacminin büyümesi için sürekli çalışma sermayesinin yanında ek olarak çalışma sermayesine ihtiyaç duymaktadır (Blinder and Maccini, 1991:298).

Firmanın teknolojik olarak gelişmesi, kapasite kullanım oranının artıp azalması, stok tedarik şartlarının değişkenlik göstermesi, üretim sürecinin uzayıp kısılması gibi faktörler faaliyet sürecini doğrudan etkilediği için çalışma sermaye düzeyini de etkileyebilmektedir. Ekonomik dalgalanmalar, tüm firmaları farklı seviyelerde etkilemektedir. Bu dalgalanmaların bazı firmalarda olumsuz etkileri daha fazla hissedilirken bazılarında ise olumsuz etkileri aşılabilmektedir. Devresel çalışma sermayesi, çalışma sermayesinin tutarının daha önceden tahmin edilememesi gibi durumlarda firmanın başvuracağı fon kaynaklarını önceden hazırlaması gerekmektedir (Akgüç, 2013:203-Fazzari and Petersen, 1993:331).

1.3.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi

Bütün firmaların aniden gelebilecek olağanüstü olayları (depremler, yangınlar, sel felaketleri, harp ve grevler) giderebilmesi için ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesine olağanüstü çalışma sermayesi denmektedir. Buna göre firmalar, faaliyetlerini yerine getirememekte, etkinliklerini azalttığı için olağanüstü çalışma sermayesi

kullanmaktadır (Coşkun, 2009:112). Buna göre olağanüstü hallerde firmanın iş hacminin daralmasına, etkinliğini azalmasına ve faaliyetlerini yerine getirilememesini önlemek amacıyla olağanüstü çalışma sermayesi kullanması gerekmektedir. Bazı durumlarda, olağanüstü hallerde ortaya çıkan unsurlar karşısında kullanılmayan fonlar bu durumun atıl kalmasına neden olmaktadır. Olağanüstü çalışma sermayesi tutarı ihtiyaca göre belirlenemediğinden dolayı daha öncesinde tahmini yapılamamaktadır. Böyle durumlarda meydana gelebilecek risklerin bir kısmını önlenmesi için firma karlarını fazlalaştığı dönemde bir kısım karlarının ihtiyatlı bir şekilde bulundurulması gerekmektedir (Mielcarz; Osiichuk; Wnuczak, 2018:225).

1.4. Çalışma Sermayesi Finansmanında Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler

Uygun bileşim sağlanmasında ve seçim yapılmasında bazı ilkeler göz önünde bulundurulmaktadır. Bu ilkeler çalışma sermayesinin uygun düzeyde belirlenebilmesi, firmanın niteliğine bağlı olabilmekte veya faaliyet gösterdiği ülkeye bağlı olarak da değişebilmektedir. Ayrıca, her firmanın para politikaları, teknolojik gelişme, sermaye piyasasının durumu, borçlanma ve faaliyet gösterdiği endüstriler gibi bazı faktörler çalışma sermayesinin seçtiği kaynakları etkileyebilmektedir (Thakur and Mamun, 2018:29-Stefan; Locker; Jergen, 2011:87). Ayrıca firmalara sunulan çeşitli finansman kaynakları maliyet ve riskler arasındaki farklılıkların belirlenerek, çalışma sermayesine uygun bir finansman temin etmesi firmanın finansal performansını etkileyebilmektedir (Banos-Caballero; García-Teruel; Martínez-Solano, 2016:1190).

Firmalar çalışma sermayesi finansmanında kaynak seçimini yaparken göz önünde bulundurulması gereken faktörler şunlardır: Maliyet, esneklik, vade ve kaynak uyumu, finansal kaldıraçtan yararlanma, kontrol ve yönetim, zamanlama ve riski de dikkate alarak karar vermelerinde yararlı olabilmektedir (Ağırbaş, 2014:247). Yukarıda anlatılan faktörler aşağıda da şu şekilde sıralanmaktadır.

1.4.1. Uygunluk

Çalışma sermayesinin temel unsurları dönen varlıklar ve kısa süreli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Bu iki unsur arasındaki uyumun sağlanması çalışma sermayesinin temel hedefini oluşturmaktadır (Keskin ve Gökalp, 2016:16). Diğer bir deyişle sağlanan kaynakların özellikleri ile varlıklar arasında bir uyum olması gerektiğini belirtmektedir. Bununla birlikte duran varlıkların ve dönen varlıkların süreklilik gösteren kısmı, kısa vadeli kaynaklar ile finanse edildiğinde firmalar yükümlüklerini yerine getirmede güçlük çekmektedir. Çünkü duran varlıklar bir yıldan fazla sürede paraya çevrilebilen bir varlık olduğu için kısa vadeli borçlarını karşılayamamaktadır. Bu durumda firma yeni bir kaynak arayışına girmek zorundadır. Ayrıca likidite sorunları ile de karşılaşmaktadır (Rao and Rao, 2017:83). Böylece yatırılan varlıklara fonların sağlanması geciktiğinden dolayı kaynak kullanımı ve fonların ödenmemesinden dolayı yaşanan güçlükler firmaya uygunluk sağlayamamaktadır (Öndeş ve Pagheh, 2018:805).

1.4.2. Risk

Firmanın yeterli fon sağlayabilmesi için dönen varlıkların yeterliliğine ve kısa vadeli borçlardan kaynaklanan riskine yoğunlaşmaktadır (Alavinasab and Davoudi, 2013:3). Firma, karlılığını arttırabilmek için risk faktörünü dikkate almalıdır. Ayrıca firmalar, çalışmalarını sürdürebilmesi için kaynağa gereksinim duymaktadırlar. Bu bağlamda firmalar kaynak ihtiyacını karşılayabilmek için yeni yatırımların borç ile finanse etmesiyle finansal riskin yükselmesine neden olabilmektedir (Botoc and Anton, 2017:1137).

Firma yaptıkları satışlar doğrultusunda meydana gelen dalgalanmaların, karda yaşanan istikrarsızlığa ve riskin yükselmesine neden olabilmektedir. Bundan dolayı riskin minimize edilebilmesi için yabancı kaynaklardan daha çok özsermayenin kullanılması gerekmektedir. Bununla birlikte kısa vadeli borcun artışına bağlı olarak finansal kaldıraç faktörünü de arttırmaktadır. Bu yüzden firma yöneticileri mevcut borçların ödenmesi konusunda finansal sıkıntılarla yüzleşmektedir. Bu nedenle riski dengede tutabilmek için özsermaye ve uzun vadeli kaynakların finansmana daha çok önem verilmesi gerekmektedir (Akgüç, 2013:223).

1.4.3. Maliyet

Finansman kaynakları içerisinde seçim yapılırken dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur ise kaynak maliyetinin yer almasıdır. Çünkü uzun vadeli kaynak maliyetinin artması ile yeni maliyet seviyelerinin karşılanmasında yaşanan zorluklar firmaların faaliyetlerini finanse edebilmek için farklı yollara başvurmasına sebep olabilmektedir (Nuhiu and Dermaku, 2017:57).

Çalışma sermayesine yapılan yatırımların yararları ve maliyetleri faaliyetlerin sırasında göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Çünkü finans yöneticisinin işlevi, firmada çalışma sermayesi gerekenden az bulundurulduğunda ortaya çıkan yetersizlik maliyeti ile gerekenden fazla tutulduğunda oluşan elde tutma maliyeti arasında bir denge kurabilmesi ve en az maliyetle uygun bir çalışma sermayesi seviyesini belirleyebilmesi gerekmektedir (Tanrıöven ve Zengin, 2016:163).

Çalışma sermayesinin etkin yönetilebilmesi için firmalar, kısa vadeli borçlarını arttırarak, çalışma sermayesi yatırımlarını azaltmaktadır. Bu durumla ilgili yürütülen politikanın sınırlandırılması ise, firmaları maliyetten kurtararak finansal sıkıntıyı ve iflas riskini en aza indirmektedir (Helhel ve Karasakal, 2017:28). Firmalar maliyetlerini azaltarak finansman gereksinimini zamanında karşılayabilmekte, nakit yetersizliğine neden olabilecek risklerin minimize edebilmekte ve finansal performansı arttıracak daha uygun cari aktiflerin yapısının oluşturulmasını hedeflemektedir (Poyraz, 2012:49). Kullanılan fonların maliyeti, kaynakların kullanım biçimi ve özelliği firmalar açısından değişkenlik göstermektedir (Han; Chinta; Palker, 2017:62).

1.4.4. Esneklik

Finansman kaynaklarının firmanın ihtiyacına göre belirlenebilmesine esneklik denmektedir. Firma âtil kalan kaynaklarını borçlarını ödeyebilmek için kullandığı takdirde, esneklik sağlanmaktadır. Firma elinde kalan fonlarını en düşük seviyede tutarak firmanın karlılığını ve kaynak maliyetini en aza indirerek esnekliği sağlayabilme avantajı yaratmaktadır.

Finansmanda kısa vadeli kaynaklar, esnekliği arttırmada bir araç olarak kullanılmaktadır. Bu yüzden firmalar kısa süreli kredilerinin kısa bir zamanda geri ödemesini kolayca yapabilmektedirler. Ayrıca firmalar, kısa vadeli borçlarının geri ödemesinin geciktirmemesi halinde, daha ucuz ve esnek bir fon kaynağına sahip

olabilmektedirler (Keskin ve Gökalp, 2016:16). Firmalar uzun süreli kaynakların kullanımını tercih etmeleri durumunda ise esnekliğin gücünü düşürebilmektedirler. Çünkü uzun süreli kredi ile sağlanan fonların firmada uzun sürede kalması, belirsizlik oranını arttırmaktadır. (Setianto and Pratiwi, 2019:2).

1.4.5. Zamanlama

Firma çalışma sermayesine kaynak gereksinimi duyduğu zaman, elverişli koşullarda kredi bulma imkânı sağlayabilmektedir. Şayet firmalar gereksinim duyduğunda fonların yetersiz kalması ya da gereksinim duymadığı dönemde ortaya çıkması, borçların gecikmesine neden olabilmekte ve firmayı sıkıntıya düşürebilmektedir. Firmalar çalışma sermayesi kaynaklarını sermaye piyasasına uygun koşullarda ve uygun zamanda, kısa ve uzun vadeli araçları geliştirerek, firmanın iyi duruma gelmesini sağlamayı amaçlamaktadırlar (Aksoy ve Yalçiner, 2008:64). Örnek olarak borç yönetiminde firmalar hammadde ve mamul alımı yaptığı zaman nakit çıkışlarını yaratarak zamana yayabilmekte ve böylece önemli bir finansman kaynağını karşılayabilmektedir (Öz ve Güngör, 2007:320). Çalışma sermayesini finanse etmek için uygun kaynakların kullanılması ve firmanın kısa vadeli yükümlülüğünün zamanında yerine getirilmesi gerekmektedir (Kumawat, 2014:85).

1.4.6. Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç, firma kaynaklarının yapısında kullanılan borç oranı şeklinde ifade edilmektedir. Firma borçlanmaya ağırlık vererek, karlılığını arttırmaktadır. Ancak borçlanma oranının artması, kaynak maliyetinin yükselmesine neden olabilmektedir (Yaslıdağ, 2012:51). Yöneticiler, borcu finansal piyasa tarafından disiplin altına alınan bir araç olarak görülmektedir (Frimpong, 2018: 726). Faaliyet gösteren firmalar finansal kaldıraçtan yararlanarak daha fazla borç kullanması durumunda, firmalar finansal olarak riskli bir durum ile karşı karşıya gelmektedir (Nazir ve Afza, 2009:25). Riskin yükselmesi ile firmanın kaynak bulma olasılığını en aza indiremektedir. Dolayısıyla firmayı finansal sıkıntıya ve hatta iflas etme noktasına kadar da getirebilmektedir (Palombini and Nakamura, 2012:56).

1.4.7. Kontrol ve Yönetim

Firmaların faaliyetlerine uygun kontrol ve yönetimi uygulamak için önceden çalışma sermayesi gereksinimini tahmin etmesi gerekmektedir. Bu durum, çalışma sermayesinin doğru değerlendirilmesi ile mümkün olabilmektedir (Ray, 2014:19).

Bu yüzden hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar, borcunu ödeyememe ve iflas etme durumu ile karşılaşmaları durumunda çalışma sermayesini planlayamama ve kontrol edememe etkinliği ile ilişkilendirilmektedir. Başarısız olan firmaların çoğunluğu, finansal yöneticilerinin şirketlerindeki varlıkları ve kısa vadeli yükümlülükleri planlayamaması ve kontrol edememesinin bir sonucu olduğuna ulaşılmaktadır (Olanisebe and Ado, 2019:832). Günümüzde, firmalardaki büyüme ve gelişme, yöneticilerin çalışmalarını tek başına ve doğrudan kontrol etmelerini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle, firmaların faaliyetlerine ilişkin kararları doğrultusunda pay sahipleri tarafından yönetime devredilmektedir (Palombini and Nakamura, 2012:56).

1.5. Çalışma Sermayesini Finanse Eden Unsurlar

Firmalar, gündelik yaşamda faaliyetlerini sürdürürken nakde gereksinim duymaktadır. Diğer yandan faaliyetlerini olabildiğince verimli ve karlı bir biçimde yürütmek istemektedir (Bei and Wijewardana, 2012:696). Bununla beraber firmalar çalışma sermayesinin hangi kaynaklardan temin edileceği konusunda ilgilenmektedir. (Okka, 2015:237). Çalışma sermayesini oluşturan varlıklar iki türlü finanse edilmektedir: Bunlar iç kaynaklar ve dış kaynaklar olarak aşağıda belirtilmektedir (Canbaş ve Vural, 2010:106).

1.5.1. Çalışma Sermayesinin İç Kaynaklarla Finansmanı

Çalışma sermayesinin iç kaynaklar finansmanı, firmanın yürüttüğü faaliyetler sonucunda sağladığı kaynakların veya hissedarlar tarafından elde edilen kaynakların kullanımını ifade etmektedir. Firmalar dışarıdan borç almak yerine kendileri elde ettikleri karları kullanmayı kabul etmektedir. Buna göre maliyeti daha az olmakta ve daha fazla likidite bulundurabilmektedir (Bin; Chen; Tran, 2019:12).

Özsermaye kaynakları ise aynı şekilde varlıklar ile uyumlu olması gerektiğini arz etmektedir. Ayrıca esas olarak özsermaye bileşenleri cari varlıkların finansmanı için

uyumlu olmadığı zamanda, karşılıklar yöntemiyle de sağlanarak bu fonlar çalışma sermayesi finansmanında kullanılmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008:40).

Firmanın kendi içinde bulundurdukları kaynaklar; amortismanlar, otofinansman, nakit akımı, vergi karşılıkları, özkaynaklar, dağıtılmamış kârlar ve temettü karşılıklarından oluşmaktadır (Fettahoğlu ve Farah, 2016:2).

1.5.1.1. Kârlar ile Finansman Edilmesi

Çalışma sermayesi ihtiyacının giderilebilmesi için karlılık büyük önem arz etmektedir. Firmalar, faaliyetleri sonucunda elde ettiği karı çalışma sermayesi ihtiyacına göre finanse etmektedir. Fakat firmalar daima kar elde etmemekte zarar da edebilmektedir. Zararla sonuçlanan firmalar maliyeti karşılayamaması durumunda bir kısım varlıklarını kaybetme tehlikesi ile karşı karşıya kalabilmekte ve firma yeni bir kaynak arayışına girmektedir (Shahzad; Fareed; Zulfiqar, 2015:88). Ayrıca firmalar enflasyon döneminde temettü ve vergi ödemelerini yapamadıkları takdirde firma küçülmeye kadar gidebilmektedir. Bu durum firmanın özsermaye kaybına sebep olabilmektedir. Bundan dolayı firma içinde karın bırakılmasını ya da hissedarlara kar dağıtımını yapılması gerekmektedir. Firma kar elde ettiği zaman yeni yatırımlarda kullanabilmekte, ortaklarına dağıtmakta ya da ortaklarına dağıtmayarak firmada bırakılan kaynaklar otofinansman, olarak çalışma sermayesi finansmanında kullanılabilir (Aksoy ve Yalçiner, 2008:32). Ancak firmada bırakılan kar bazı dezavantajları da beraberinde getirebilmektedir. Firmaya bırakılan kar ve sağlanan otofinansman daha çok kar talep eden hissedarları olumsuz etkilemektedir. Çünkü hissedarlar açısından piyasada bulunan pay senetlerinin talebindeki azalış, pay senetlerinin değer kaybetmesine ve firma değerinin düşmesine yol açmaktadır. Bu durumda finansal olarak ihtiyaca göre kar dağıtım politikası uygulanması gerekmektedir. Hissedarlara karı dağıtarak izlenen yol, firmanın finansman ihtiyaçları doğrultusunda düzenlenmektedir. Böylece hem hissedarları memnun etmekte hem de firma finansal olarak rahatlayabilmektedir (Dorisz, 2014:949).

1.5.1.2. Amortisman ile Finansman Edilmesi

Amortismanlar, sabit kıymetlerdeki aşınma ve yıpranma payı şeklinde belirtilmektedir. Amortismanlar konusunda çeşitli görüşler yer almaktadır; Muhasebeciler açısından amortismanlar, sabit kıymetlerin makul ölçüde ve

sistematik bir şekilde işlemlerden geçmesi ve dağıtılması olarak bilinmektedir. Onlara göre amortismanlarda nakdi ödeme yapılmadığında gider olarak yazdıklarında nakit tasarrufu elde etmektedirler. Bununla birlikte amortismanlardaki kaydi harcamaların fonlardan oluştuğunu kabul etmektedirler. Ayrıca şüpheli alacakların ayrılmasını ve kullanılmayan varlıkların kayıtlarının yok edilmesi ve benzeri durumları meydana getirdiğini savunmaktadırlar.

Finansal yöneticiler açısından amortismanlar ise, sabit kıymetler için harcanan ya da önceden alınan sabit kıymetlerin sonradan uzun süreli borçlarını ödemesinde ayrılması gereken bölümü ifade etmektedir. Onlara göre amortismanlar sabit maliyetlerin üretimine ilişkin bir aşınma payıdır ve gelir oluşturan sabit kıymetlerin karşılığında satış gelirleri bulunduğunu söylemektedirler. Finansal yöneticilerin görüşü çoğunlukla yerli ve yabancı alan yazınındaki finans kitaplarında bulunan ve projeden sağlanan nakit girişi olarak adlandırılması, amortismanları nakit girişi şeklinde tanımlamaktadırlar.

Amortismanlar tahakkuk esasına göre ele alındıklarında ise yalnızca gider olarak kaydedildiğini ifade etmektedirler. Bu nedenle nakit çıkışına neden olmadan gider olarak kaydedilmesi amortismanların nakitten tasarruf elde ettiğini göstermektedir. Amortismanların hem nakit tasarrufu elde ettiği hem de doğrudan nakit girişine yol açtıkları belirtilerek çalışma sermayesinin kaynağını oluşturduğu söylenebilmektedir. Böylelikle çalışma sermayesinin bir bölümü amortismanlarla finanse edilebilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008:44).

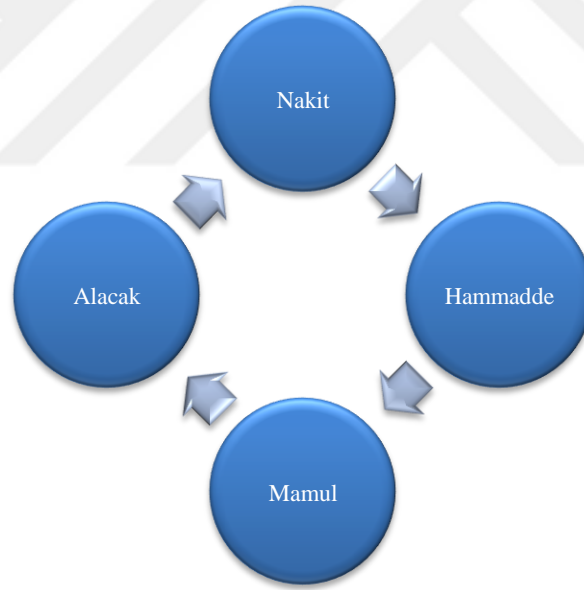
1.5.1.3. Nakit Akımının Hızlandırılması ile Finansman Edilmesi

Hammaddenin alımı ile başlayan satılan mamullerin bedellerinin tahsil edilmesine kadar geçen sürece nakit dönüşüm süresi denilmektedir. Nakit dönüşüm süresi, stok devir hızı ile alacak devir hızı toplamı ile borç devir süresinden çıkartılması olarak hesaplanmaktadır (Yadav; Kamath; Manjrekar, 2009:29). Bu sürenin uzaması, satışların artmasıyla birlikte karlılığı da arttırabilmektedir. Diğer taraftan çalışma sermayesine yapılan yatırımların maliyeti, alacaklara ve stoklara yapılan yatırımın faydasından daha yüksek çıkması neticesinde nakit dönüşüm süresi uzamakta ve karlılığı da azaltmaktadır (Keskin ve Gökalp, 2016:16).

Finansmanın esas kurallarından biri de nakdi kısa vadede tahsil edilmesi ve olabildiğince erken ödemenin yapılmasıdır. Nakit yönetimi tümüyle nakit dönüşüm

süresini kapsamaktadır (Yücel ve Kurt, 2002:2). Firmanın likiditesini nakit dönüşüm süresinin hesaplamasında yer alan borç devir hızı, stok devir hızı ve alacak devir hızını etkilemektedir (Akram; Shahzad; Ahmad, 2018:36). Ekonomik durgunluk zamanlarında firmalar, uzun süreli yatırımlarını azaltarak veya erteleyerek varlıklarını devam ettirebilmektedirler. Ancak firmalar çalışma sermayesine yeterli derecede önem vermedikleri için likidite kontrolünde ve nakit yönetiminde başarısız olmaları sonucunda faaliyetlerini tümüyle durdurma noktasına getirebilmektedirler (Karadeniz, 2012:124).

Nakit ile başlayarak nakit ile son bulan döngünün kısa tutulması, likidite miktarında azalışa da neden olabilmektedir. Bu işlem sürecinin uzunluğunu veya kısalığını gösteren firmaların nakit dönüşüm süresini ifade etmektedir. Bu nakit döngüsü, işlemlerinin gerçekleşme zamanı çalışma sermayesi tutarını da etkilemektedir. Bu işlem aşağıda Şekil 1’de gösterilmektedir.



Şekil 1. Nakit Dönüşüm Döngüsü

Kaynak: Ercan, K. M. ve Ban, Ü. (2008). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi. Ankara.

- **Stokların Devir Hızı:** Üretime başlamadan önce hammadde ve malzemelerin satın alınmasıyla hammadde ve malzeme işlemine dönüşmesiyle devam eden ve satışlarla son bulan bir süreci tanımlamaktadır. Stok devir hızı aşağıda hesaplanış şekli verilmektedir.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Ortalama Stoklar}}{\text{Yıllık Satılan Malın Maliyeti}} \times 365$$

- **Alacakların Devir Hızı:** Malların satış işleminden başlayıp alacakların tahsil edilmesine kadar geçen süreci ifade etmektedir. Başka bir ifade ile firma alacaklarını nakde çevirdiği zaman içerisinde geçen sürenin uzunluğunu belirtmektedir. Alacak devir hızı aşağıda şekildeki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Ortalama Alacaklar}}{\text{Yıllık Satılan Malın Maliyeti}} \times 365$$

- **Borçların Devir Hızı:** Hammadde ve malzemenin alımıyla başlayarak ve bu hammadde fiyatlarının ödenmesine kadar geçen süreyi ifade etmektedir. Borç devir hızı aşağıda şekildeki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Ortalama Borçlar}}{\text{Yıllık Satılan Malın Maliyeti}} \times 365$$

1.5.2. Çalışma Sermayesinin Dış Kaynaklarla Finansmanı

Firma dışında bulunan kuruluşların ya da kişilerin alınan fonların belli bir sürede kullanılıp tekrardan faiz oranı karşılığında geri ödenmek suretiyle sağlanmasına dış kaynaklar denilmektedir. Sağlanan bu kaynakların önemi, sermaye piyasasının boyutuna ve ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre değişkenlik göstermektedir. Fakat faaliyet gösteren firmalar açısından dış kaynakların kullanımı daha kritik bir hale gelebilmektedir (Topak, 2018:73). Firmaların kullandığı finansal kaynaklar; özsermaye ve yabancı kaynaklardan oluşmaktadır (Arslan, 2003:123).

1.5.2.1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları

Firmalar dönen varlıklarını yarıdan fazlasını kısa süreli kaynaklarla finanse etmesi durumunda, nakit sıkışıklığı yaşamaktadırlar. Bunun çözümü için ise, kısa süreli kredilerin kullanılması gerekmektedir. Kısa süreli kredilerin kullanılması durumunda ise, firma ekonomik olarak içinde bulunduğu şartlardan dolayı, kısa vadeli kredilerin yenilenmeme ihtimaline yol açmaktadır (Akgüç, 2013:221). Firmanın değeri için kısa süreli borçlarını nasıl idare ettikleri ve kısa süreli borçlarını ödeme kabiliyetleri bu hususta önem arz etmektedir. Kısa süreli kaynaklar, kısa süreli borçları, ticari

borçları ve benzeri diğer borçları kapsamaktadır. Diğer borçlarda kar payı, vergiler, giderler ve primleri de bulundurmaktadır (Mucuk, 2005:238).

Gelişmekte olan ülkelerde daha çok kısa vadeli kaynak kullanımı bulunmakta ve ticaret bankalarının ilk tercihi olarak yer almaktadır. Bunun sebebi ise orta ve uzun vadeli kredilerin sağlanmaması ve diğer finansman kurumlarının gelişmemesinden kaynaklıdır. Enflasyon dönemlerinde kısa vadeli krediler, uzun vadeli kredilere oranla daha sakıncalı olmaktadır. Bunun nedeni kısa vadeli kredilerde faizin istikrarlı bir şekilde yükselmesi, uzun vadeli kredilerde ise faiz oranının sabit kalmasından kaynaklanmaktadır (Akgüç, 2013:220).

1.5.2.2. Orta ve Uzun Süreli Finansman Kaynakları

Firmanın fon ihtiyacını karşılayabilmesi için uzun vadeli kaynakların artması sonucunda çalışma sermayesini ihtiyatlı bir durumla karşılaşması gerekmektedir. Dönen varlıklar kısa vadeli kaynaklarla ne kadar finansmanı sağlansa da firmanın yalnızca kısa vadeli faaliyetlerini değil uzun vadeli tüm faaliyetlerini de etkilemektedir (Kayalidere; Karagözoğlu; Aktaş, 2019:629). Uzun vadeli yatırımlar, duran varlıklarla ilgili kararları da kapsamakta ve uzun vadeli fonlarla finanse edilmesi gerekmektedir. Bu yüzden firma riski ve karlılığı göz önünde bulundurularak borç ve özsermayeyi dikkate alan finansman türü tercih edilmesi gerekmektedir. Bu kaynakların ne kadarını uzun vadeli fonlarla ne kadarını kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi gerektiği kararı alınması gerekmektedir (Okka, 2010:212-213).

Çalışma sermayesinin kısa süreli varlık ve kaynak bileşenlerinden oluşmasının yanında uzun süreli varlık ve kaynakların üzerinde de önemli bir etkisi bulunmaktadır. Sağlıklı bir çalışma sermayesi finansmanı, uzun vadede firmanın devam eden faaliyetlerini yürütülmesine ve yeni yatırımlar sağlanmasına bağlı olarak oluşabilmektedir (Yamaltdinova, 2018:325). Firmalar finansman imkânlarını forfaiting, leasing, orta ve uzun krediler ve banka kredileri şeklinde kullanmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ FİNANSMAN STRATEJİLERİ VE POLİTİKALARI

Bu bölümde çalışma sermayesi finansman stratejileri ve politikalarından bahsedilmektedir. Çalışma sermayesi ve finansman stratejileri üç başlıktan oluşmaktadır: Atılğan finansman stratejisi, ihtiyatlı finansman stratejisi ve dengeli finansman stratejisi olarak sıralanmaktadır. Çalışma sermayesi finansman politikaları ise atılğan politikası, normal politikası ve ihtiyatlı politikası olarak sıralanmaktadır.

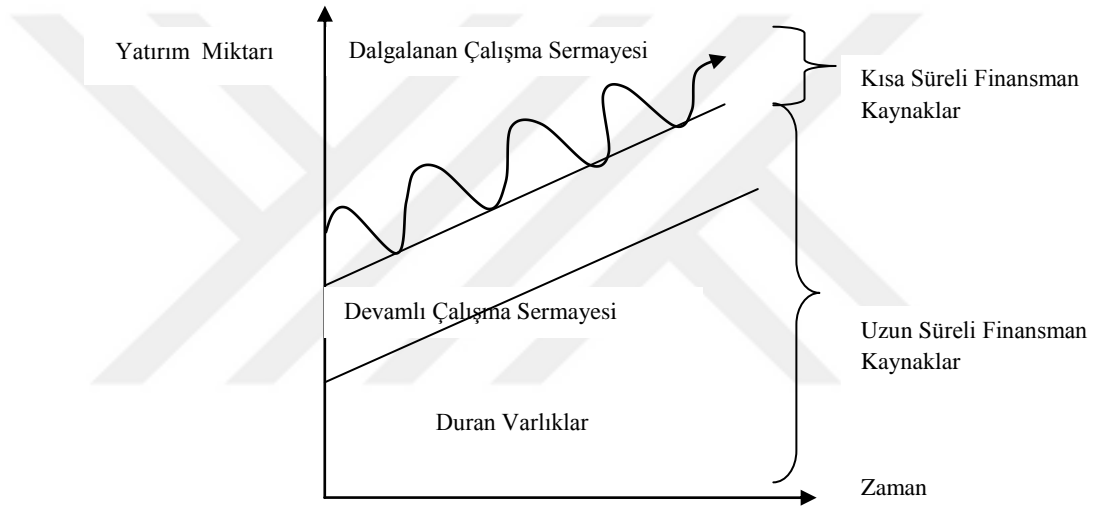
2.1. Çalışma Sermayesi Finansman Stratejileri

Çalışma sermayesinin fazla olması, karlardaki artışı etkilemez iken, firmanın dış kaynak gereksinimlerini arttırmaktadır. Çalışma sermayesinin az olması durumunda ise envanterin yetersiz olması, üretimin etkin olmaması, satışlarda meydana gelen kayıpların yaşanması ve ödemelerin gecikmesi firmayı zor duruma düşürebilmektedir. Belirsizlik koşullarında, beklenen satışlar, ödemeler, teslim alma ve sipariş verme zamanları gibi benzeri tutumlara yönelik ek tutarlara gereksinim duyulmaktadır. Bu gereksinimler değişik alternatifler sunarak çeşitli stratejileri başlıklar halinde ayrı ayrı belirtmektedir;

2.1.1. Dengeli Finansman Stratejisi

Finansal yönetimde, kaynakların temin edilen süre ile kullanılan varlıkların nakde çevrildiğinde uyum sağlama kuralı dengeli finansman stratejisinde belirtilmektedir. Ayrıca firmalar, varlıklarını ve kaynakların vadesini dengeleyerek kendini riske karşı muhafaza etmektedir. Firma dalgalanan çalışma sermayesini kısa vadeli kaynaklarla finanse ederken duran varlıklarını ve devamlı çalışma sermayesini ise uzun vadeli kaynaklarla finanse etmektedir. Buna göre, firma her zaman belirli bir tutarda stok ve alacak bulundurmakta olup belirli bir tutarın altına düşmemektedir. Firmalar dalgalanan çalışma sermayesi kısmında gereksinim duyduğu kaynakları; kısa vadeli banka kredileri, ticari kredilerle karşılarken, büyük firmalara ise finansman bonoları

ve faktoring gibi yöntemlerle karşılayabilmektedir (Okka, 2015:239). Ayrıca kısa süreli krediler çoğunlukla bankalardan temin edilmektedir. Bankalardan kredi alınmasının yanında aşırı pahalıya da mal olabilmektedir. Bu nedenle firmaların çalışma sermayesinde dalgalanma görülmediği sürece kısa süreli kredilerini kullanmamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2008:296). Varlıkların finanse edilme şekli vadelerine bağlıdır. Örneğin, 15 gün içinde satılacak olan stoklar, 15 günlük kısa vadeli banka kredisi ile, 30 yıllık ömrü olan bir binanın mortgage kredisi ile ve 6 yıllık ömrü olan bir makinenin ticari kredi ile finanse edilmektedir (Brigham and Houston, çeviren; Aypek, 2014:518).



Şekil 2. Dengeli Finansman Stratejisi

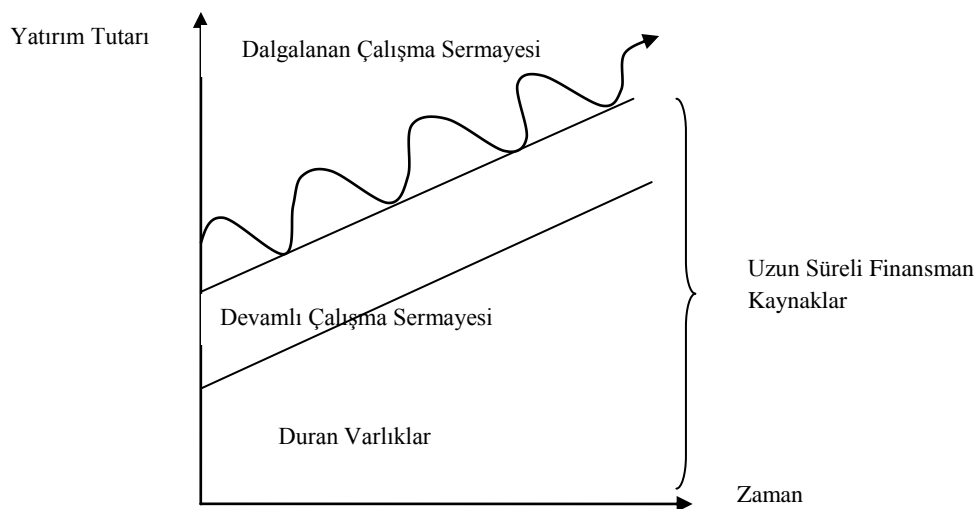
Kaynak: Aksoy, A. ve Yalçın, K. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Gazi Kitabevi. 4.Basım. Ankara.

Finans literatüründeki esas görüş, uzun süreli yatırımlar, uzun süreli kaynaklar ile kısa süreli yatırımlar ise kısa süreli kaynaklarla finansman sağlanması gerektiğine yer verilmektedir. Bu strateji atılgan finansman stratejisi gibi yüksek risk bulundurmamakta ve ihtiyatlı finansman stratejisi gibi getirisi azalmamaktadır. Firma böylelikle uzun süreli gereksinimlerini uzun vadeli kaynaklarla karşıladığından dolayı nakit yoğunluğu yaşamamaktadır. Bu stratejide mevsimsel dalgalanmalar görüldüğü zaman firma kısa vadeli finansmanlarını kullandığı takdirde firmanın dönen varlıkları kendi kendine likidite temin ederek çalışabilmektedir. Firmalar bu stratejiyi uyguladıkları zaman orta seviyede risk ve karlılığı bulundurmaktadır. Kaynak maliyetindeki yükseliş, firmanın uzun vadeli kaynaklarını daha fazla kullanarak karlılığın düşmesine neden olabilmektedir (Coşkun, 2009:118). Bu

stratejiyi uygulayan firmalar faaliyetlerini uzun vadeli kaynaklara dayalı bir şekilde devam ettirdiği için faiz ve borçların ödenmesinde rahatlayacağını belirtmektedir.

2.1.2. İhtiyatlı Finansman Stratejisi

İhtiyatlı finansman stratejisinde finans yöneticileri riski minimum seviyede tutmayı amaçlamaktadır. Birçok finans yöneticileri ihtiyatlı finansman stratejisini kullanırken, kendilerini daha rahat hissedebilmektedirler. Çünkü bir firma uzun vadeli kaynağını kullanmayı devam ettirdiği süre boyunca gelecek dönem borçlarını ödeme endişesi taşımamaktadır. Böylece fonların geri ödeneceği süre daha önceden bilindiğinden dolayı bu ödemeler için gerekli olan hazırlıklar gerçekleştirilmektedir. Firmalar genellikle nakit fazlalıklarını gelir getirsin diye hazine bonolarına ya da diğer pazarlanabilir menkul kıymetlerine yatırım yapmak için kullanmaktadırlar. Bu sebeple sürekli nakit fazlalığı bulunduran firmalar, uzun vadeli finansman firmanın toplam sermaye ihtiyacının düzeyine ya da daha altına düşmesi, menkul kıymetlerini itfa etmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Buna karşın, bu stratejinin uygulanması küçük firmaların sermaye piyasalarında fon bulmalarını zorlaştırabilmektedir (Ray, 2014:19-Brealey; Myers; Marcus, Aktaran; Bozkurt; Arıkan; Doğukanlı, 2007:528). Örneğin; etkin stok kontrolünün bulunmaması halinde modası geçmiş, bozulma vs. gibi nedenlerle stok değerinde bir azalma meydana gelebilmektedir. Alacakların yönetiminde de ortaya çıkabilecek aksaklıklar, değersiz ya da şüpheli alacaklar kalemlerini yükseltmesine yol açmaktadır (Baraçlı ve İme, 2013:61). İhtiyatlı finansman stratejisi aşağıda Şekil 3'te gösterilmektedir.



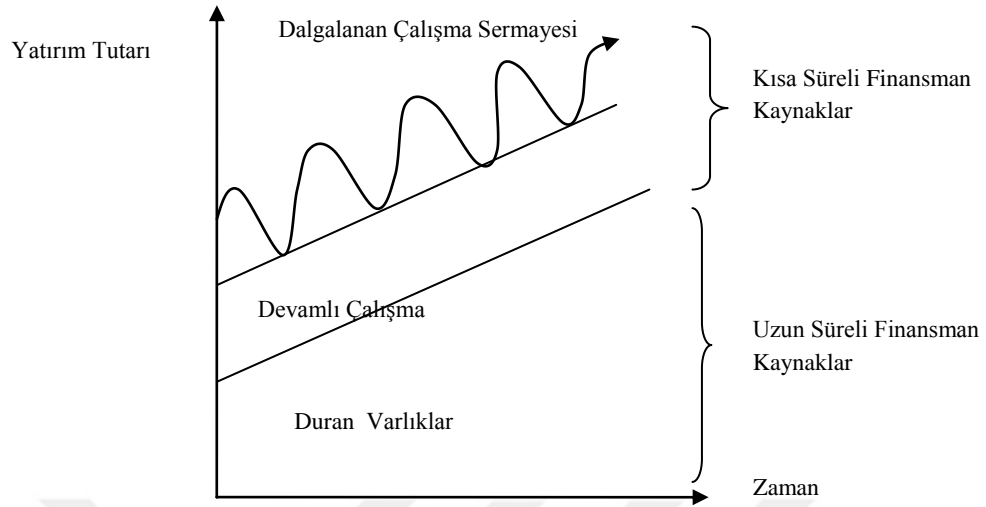
Şekil 3. İhtiyatlı Finansman Stratejisi

Kaynak: Akgüç, Ö. (2013). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın. 8. Basım. İstanbul.

İhtiyatlı finansman stratejisinde, firma dönen ve duran varlıklarını uzun vadeli kaynaklarla finanse etmektedir. Buna karşın, firma çalışma sermayesine gerekenden fazla tutarda yatırım yaptığı takdirde, bu fonları duran varlıklara ya da uzun süreli varlıklara yatırarak karlılığın azalmasına neden olabilmektedir. Ayrıca firmalardaki stoklar daha uzun zaman alan depolanma maliyeti ile daha fazla envanter taşıma maliyetine katlanmak zorundadır (Öndeş ve Pagheh, 2018:804). Bu yüzden ihtiyatlı finansman stratejisi diğer stratejilere oranla daha fazla maliyete sebep olabilmektedir. Buna göre kısa süreli fonlarla oluşan maliyet, uzun süreli fonlardan elde edilen maliyetten daha azdır. Maliyetlerde ortaya çıkan farklılıkların sebebi atıl kalan kısa süreli fonlar, dengede tutulamamaktadır. Atıl kalan kısa süreli fonların değerlendirilebilmesi için sık sık pazarlanabilir menkul kıymetlere yatırım yapılması veya paraya dönüştürülmesi ile işlem maliyetinin yükselmesine yol açabilmektedir.

2.1.3. Atılğan Finansman Stratejisi

Atılğan finansman stratejisini takip eden bir firma dönen varlıkların tamamını ya da devamlı ve dalgalanan çalışma sermayesi kısmını kısa süreli kaynaklarla, duran varlıklar kısmını ise uzun süreli kaynaklarla finansmanını sağlamaktadır (Ercan ve Ban, 2008:281). Firmaların uzun süreli kaynaklarının maliyeti kısa süreli kaynaklarına göre daha yüksek olabilmektedir. Ancak uzun süreli kaynak bulamayan firmalar kısa süreli kaynak kullanımına yönelmektedir. Bu durumda uzun vadeli likidite gereksinimini çözmek için firmalar karlılığı arttırmayı amaçlamaktadırlar. Fakat karlılık artmasıyla riskinde artmasına neden olabilmektedir (Okka, 2015:240). Atılğan finansman stratejisinin diğer stratejilere oranla daha riskli olması, çalışma sermayesinin az kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Bu yüzden firmalar çalışma sermayesini az kullanarak amaçlarını gerçekleştirmek istemektedirler (Ağırbaş, 2014:247). Bu yaklaşım, firmalar yükselen faiz oranlarıyla ve kredi yenileme sorunlarıyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Ancak, bu yaklaşımın avantajı, kısa vadeli kredinin uzun vadeli borçlardan daha ucuz olması ve karlılığın yükselmesine neden olabilmektedir. Bu üç stratejiden hangisinin seçilmesi gerektiği; firmanın kredi değerliliği, fon bulma olanağı, firmanın finansal olarak sağlamlığı, ekonomik duruma, yöneticinin riske karşı tutumuna göre yapısı, kaynak maliyeti ve risk ve karlılık arasındaki dengenin tutumuna bağlı olarak değişebilmektedir (Erdoğan, 2008:228). Atılğan finansman stratejisi aşağıdaki Şekil 4’te gösterilmektedir.

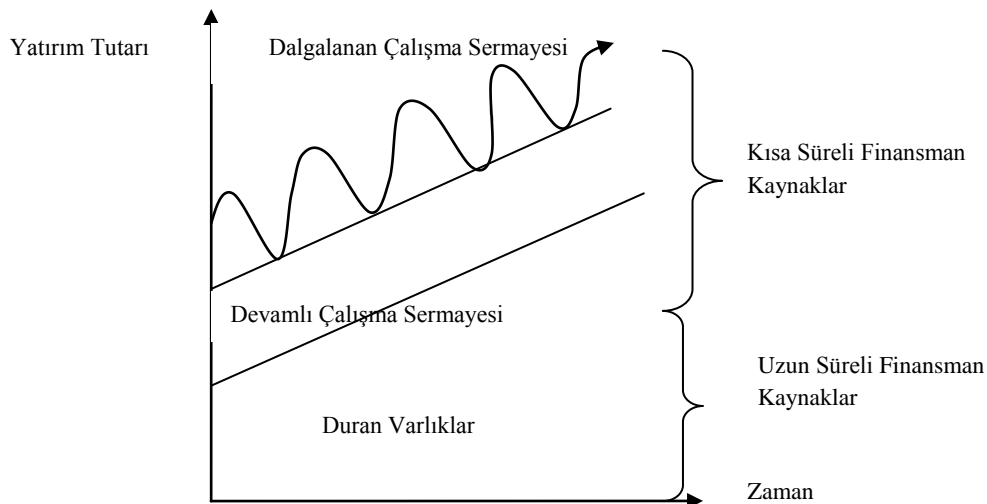


Şekil 4. Atılgan Finansman Stratejisi (1)

Kaynak: Block, B. S. and Hirt, A. G. (1984). *Foundations of Financial Management*. Homewood: Richard D. Irwin, Inc.

Firmanın yöneticisi, uygun bir seviyede çalışma sermayesi tutmaya karar verdiği takdirde risk ve karlılığın iyi bir biçimde değerlendirilmesi gerekmektedir. Şayet firmalar atılgan bir tutum sergilediği sürece firmanın maliyeti azalmakta, karlılığı arttırmakta ancak kısa süreli borçlarını ödeyememe durumu ve satışların aksama riski ile karşılaşmaktadır (Setianto and Pratiwi, 20193). Böylelikle karlılık ve risk arasında bir optimal dengenin kurulmaması önemli bir problem haline gelmektedir.

En uygun strateji karlılık, likidite ve riskin dengelenmesi ile olabilmektedir. Bununla birlikte uygun bir stratejinin belirlenebilmesi firmalara göre değişmektedir (Nazir and Afza, 2009:25). Çalışma sermayesi finansman stratejisi, mali ve ekonomik politikaların uygulanabilmesi için ekonomik konjontürün gidişatına göre değişmesi gerekmektedir (Palombini and Nakamura, 2012:56). Bu gidişat aşağıda grafik üstünde Şekil 5.'te gösterilmiştir.



Şekil 5. Atılğan Finansman Stratejisi (2)

Kaynak: Block, B. S. and Hirt, A. G. (1984). *Foundations of Financial Management*. Homewood: Richard D. Irwin, Inc.

Hatta aynı firma içindeki yöneticinin tutumu ve zamanına göre de farklılık göstermektedir. Bu strateji daha ileri giderek daha atılğan bir hale gelebilmesinde duran varlıklar kaleminin bir bölümü, dalgalanan ve devamlı çalışma sermayesinin tümü kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmektedir. Stratejinin daha atılğan bir hale gelmesi durumunda, duran varlıkların bir bölümünü kısa süreli kaynaklarla finanse etmektedir (Zariyawati; Taufiq; Annuar, 2009:47). Kısa süreli borcun yükselmesine, özsermayenin artmasına ve maliyetlerin düşmesine yol açmaktadır. Bu strateji, firmanın satışları azaldığında, ekonomik durgunluk dönemlerinde kısa vadeli borçlarının ödenmesinde sorun yaşanmasına yol açmaktadır (Yadav; Kamath; Manjrekar, 2009:28). Atılğan finansman stratejisi, firma kısa vadeli yatırımlarını duran varlıklara yatırarak firma daha atılğan bir hale gelmektedir. Böylece stok ve alacakların daha düşük seviyede olmasının yanında daha fazla nakit sıkıntısı çekmekte, daha da fazla geri ödenmemiş borçları birikmektedir (Szpulak, 2015:29). Bununla birlikte firma daha büyük bir büyüme fırsatı yakalamakta ve daha fazla riski kapsamaktadır. Böylece daha fazla kısa vadeli kredi kullanmaktadırlar (Kieschnick; Laplante; Moussawi, 2013:165). Bu nedenle firma kısa süreli borca katlanarak, borcun kısa süreli kredilerini yenilenmesini ya da kredi süresinin uzatılmasını istemektedir. Bu konuda firma kısa süreli borçlarını ödeyemeyecek bir duruma geldiğinde borçların yenilenme gereksinimleri daha fazla artmaktadır. Uyguladıkları sıkı para politikası ve ekonomik olarak likidite sıkıntısına girmeleri firmayı finansal olarak zorlamaktadır (Akgüç, 2013:224). Kredi kuruluşları kısa süreli krediler

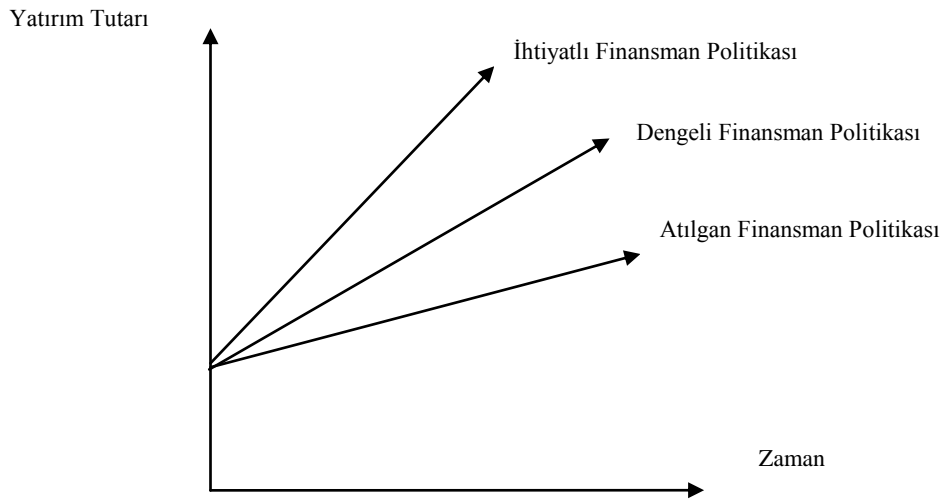
yenilemediği takdirde firma likidite sıkıntısını daha da ileriye götürerek iflas etme noktasına kadar da gelmektedir. Ekonomik olarak firma likidite sıkıntısına girerek uyguladığı bu strateji, vadesi gelen borçlarını ödeyemeyecek bir duruma gelmesiyle firmayı da finansal olarak zor bir duruma sokabilmektedir. Bu stratejide firmalar kısa vadeli kredi ile firmanın satışların aksamasına ve firmanın dalgalanan dönemde finansman gereksinimini en aza indirgeyebilmektedir (Kaushik and Chauhan, 2019:63).

2.2. Çalışma Sermayesi Finansman Politikaları

Dönen varlıkların yatırım tutarını, varlıkların dağılımı ve bu varlıkların hangi finansmanlarla nasıl elde edileceğine yönelik kararlar çalışma sermayesi politikalarını ifade etmektedir. Çalışma sermayesi karlılığı etkilediğinden dolayı bu yatırımlar konusunda izlenecek politikalarda firma açısından hayati bir rol oynamaktadır (Öz ve Güngör, 2007:320). Bununla birlikte bir firmanın dönen varlıklar ile satış hacmi arasındaki ilişkisini de ölçmektedir (Lecturer, 2016:42).

Firmanın içinde bulunduğu ekonomik ortam, geleceğe ilişkin beklentileri ve firmanın ellerinde bulunduğu olanaklar politikaların tespit edilmesinde etkili olabilmektedir (Çakır, 2013:4950). Firmaların çalışma sermayesinin büyüklüğü, çeşitliliği ve çalışma sermayesini finanse eden kaynaklarının tespit edilmesi, firmaların çalışma sermayesi politikalarını oluşturmaktadır (Yıldız ve Akkoç, 2016:287). Ayrıca bu politikalar firmanın karlılığını, likiditesini ve riskini de doğrudan etkileyebilmektedir (Aytürk ve Yanık, 2015:158).

Bir firma iş hacmine göre belirlediği dönen varlıklar kaleminin tutarını üç finansman şekline göre belirleyebilmektedir (Akgüç, 2013:221). Bunlar; atılğan finansman politikaları, normal finansman politikaları ve ihtiyatlı finansman politikaları şeklinde ayrılmaktadır. Aşağıda finansman politikalarının ayrı ayrı oluşturularak Şekil 6'da gösterilmektedir.



Şekil 6. Çalışma Sermayesi Politikaları

Kaynak: Coşkun, M. (2009). “*Finansal Yönetim*”. (7. Baskı). Eskişehir. Anadolu Üniversitesi Yayınları.

2.2.1. Atılğan Çalışma Sermayesi Politikası

Bu politikada değişken faizli krediden kaynaklanan risk, atılğan finansman politikasının daha esnek bir tutum sergilemesini sağlamaktadır. Buna göre, kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranlarına göre daha düşük olabilmektedir. Bu durum kısa vadeli kaynakların daha fazla risk taşıdığını göstermektedir. Böyle bir durumda borcu ödeme riski ile karşı karşıya kalan, bir firma kredi yenilemesi gerektiği zaman, kredi kuruluşları şayet bu krediyi yenilemeyi kabul etmediğinde firma iflas etme eşiğine gelebilmektedir (Brigham and Houston, Aktaran; Aypek, 2014:520).

Atılğan çalışma sermayesi politikası, dönen varlıklar kalemine daha düşük yatırımda bulunarak, varlıklarında likiditesini düşürmektedir. Kısa süreli finansman kaynaklarına ağırlık vererek finansal sıkıntılardan doğan maliyetleri minimize ederek karlılığı arttırabilmektedir. Bu durumda yöneticiler rakip firmalara karşı daha fazla kısa süreli finansman politikası izlemektedir. Fakat birçok firmada ise yüksek seviyede dönen varlıklara yatırım yapılması durumunda, daha düşük seviyede kısa süreli borçlanma politikası izlenmektedir (Palombini and Nakamura 2012:56). Çalışma sermayesi politikası, dönen varlıklara yapılan yatırımın ve faaliyetlerin devamlılığını sağlanabilmesi açısından gerekli olan kısa vadeli finansman politikasını, firmanın koşulları belirleyebilmektedir. Bu doğrultuda çalışma sermayesi politikasının, yönetilme şeklini de farklı biçimlerde etkilemektedir

(Mahjabeen; Raheman; Rizwan, 2018:2). Bundan dolayı dönen varlıkların düşük düzeylerde olması, yapılacak olan yatırım karlılığını ve satışını olumlu etkilemektedir. Firma karlılığını yükseltmek istiyorsa riski kabullenmesi gerekmekte, şayet riski minimize etmek isterse karlılıktan fedakârlık etmesi gerekmektedir. Fakat firma karlılığı arttırmak istese bile dönen varlığın devamlı bir şekilde azaltılması karlılık üzerinde devamlı bir artışa sebep olmasını beklenmemesi gerekir. Çünkü dönen varlıklardaki devamlı azalış noksanlığa neden olabilmektedir. Bu nedenle firmada faaliyetlerin aksaması kaçınılmaz bir hale gelebilmektedir (Thapa, 2013:2).

2.2.2. Normal Çalışma Sermayesi Politikası

Firmaların uyguladığı kıstaslara göre varlıklar ve yabancı kaynaklar ayarlanırken sermaye yatırıma yönelik firmanın politikaları da baz alınmaktadır. Dönen varlıklar ile kısa vadeli kaynaklar arasında denge kurmasını ve dengeli yatırım yapılması gerektiğini ifade etmektedir (Palombini and Nakamura, 2012:56). Bu politikaya normal politika denmektedir. Normal çalışma sermayesi politikası, atılgan ve ihtiyatlı politikanın arasında bulunan bir politikadır. (Brigham and Houston, Aktaran; Aypek, 2014:517). Bu politikada, beklenen risk ve karlılık arasındaki dengeyi dikkatli bir şekilde kullanarak ve dönen varlıklara yapılan yatırımın optimal bir seviyede tespit edilmesini gerektirmektedir (Dursun ve Ayriçay, 2012:201). Şayet firma yeterli miktarda likiditeyi elinde tutamazsa, borçlarını ödeyememe konusunda sıkıntıya düşmektedir. Dolayısıyla, firmalar piyasa değerini arttırabilmesi için karlılık seviyesini yükseltmesi ve satışlarını arttırması gerekmektedir (Kendirli ve Konak, 2014:114).

2.2.3. İhtiyatlı Çalışma Sermayesi Politikası

Toplam varlıklar içinde yer alan dönen varlıkların yatırım payının artması, likiditeyi yükseltmekte fakat firmanın karlılığını da olumsuz etkilemektedir. Buna ihtiyatlı çalışma sermayesi politikası denilmektedir (Canbaş ve Vural, 2010:108-Dursun ve Ayriçay, 2012:201). Dönen varlıkların fazla olması, müşteriye verilen kredi limitinin arttırılmasını, stok seviyesinin yükseldiğini göstermektedir. Dönen varlıklardaki fazlalıklar, faaliyetlerin işlenmesinde kolaylık sağlamak ve riski minimize etmektedir (Yaslıdağ, 2012:48). Böylece kısa süreli yükümlülükleri karşılayabilmektedir. Bu politika çok güvenli bir çalışma sermayesi finansman

politikası, olduğunu da göstermektedir (Falope and Ajilore, 2009:74). Şayet yüksek seviyede olan dönen varlığa ek olarak yatırım yapıldığında, fırsat maliyetinin yükselmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte finansman giderlerinin artması sonucunda ise karlılığı negatif olarak etkileyebilmektedir (Bei and Wijewardana, 2012:697). Firmalar bu yönde gitmesi durumunda firma iflas riski ile bile karşılaşabilmektedir. Bu iki durumda göz önünde alındığında, düşük düzeyde dönen varlığa ek yatırım yapıldığında firmalar olumlu etkilenmekte ancak yüksek düzeyde dönen varlık bulunduran firmalara yatırım yapıldığında ise olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Aytürk ve Yanık, 2015:158; Joseph, 2014:32). Ayrıca dönen varlığın ve nakdin yüksek seviyede olması durumunda, kısa süreli kredi veren kreditorler firmaya olumlu bir bakış sergilemektedirler (Öz ve Güngör, 2007:320).

2.3. Çalışma Sermayesi ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Yatırım kararı büyük ölçüde varlıkların bileşimi ile ilgili kararları oluşturmaktadır. Yatırım kararı kapsamında, firma yatırım amacıyla iki tür varlık seçmekte; uzun vadeli yatırımları ve kısa vadeli yatırımları kullanmaktadır. Uzun vadeli yatırım, bir dönem boyunca getiri ile ilgilenmektedir ve aynı zamanda sermaye bütçelemesi de denmektedir. Kısa vadeli yatırım ise dönen varlıkları ve çalışma sermayesi yönetiminin bir kısmını kapsamaktadır. Ayrıca firmaların uzun vadeli yatırımlarını kullanmaları firma başarısının ön koşulu olduğu söylenebilmektedir. Buna göre firmaların uzun sürede faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için firmaların yatırım yapmaları gerekmektedir. Bunun yanı sıra finans yöneticisi aldığı finansal kararlar ile firmaların sağlam bir çalışma sermayesi zemini oluşturabilmeleri doğrultusunda büyük bir çaba sarfetmektedirler. Bu nedenle firmanın alacağı kararlar finansal olarak performansı da etkilemektedir. Performans, bir firmanın amaçlarına ulaşma düzeyini belirleyen kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal performans ise firmaların yürüttüğü faaliyetlerini belirlemesi olarak ifade edilmektedir.

Dönen varlıklar kalemine yapılması gereken yatırım miktarı ile finansman tutarı arasındaki ilişki karlılığı etkilemektedir. Bu durum borçlarını zamanında ödeyememe, hammadde alımı gerçekleştirilememesi, mamullerin stokta kalmaması, alacakların erken ödenmesi gibi durumlar firmaların sürdürülebilirliği açısından da tehlikeye sokabilmektedir. Bu nedenle firmalar satış seviyelerini doğru tespit edebilmesi için çalışma sermayesi politikasını belirlemesi ve uygulaması bakımından

yöneticilerin firma değerini arttırmasını amaçlamaktadırlar. Fakat yöneticiler ya da firma sahipleri uygulayacakları politikayı seçebilmek için ilk olarak borç olanaklarını kullanabilmesi kısaca kredi bulabilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda firma türü, sektörleri, piyasadaki yeri ve borç olanakları gibi durumların göz ardı edilmesi gerekmektedir (Filbeck; Zhao; Knoll, 2017:270). İzlenen politikaya bağlı olarak karlılık, risk ve likiditeyi önemli etkiye sahip olması firmanın da performansına katkı sağlamaktadır. Likit varlıklar kısa vadeli borçları ödemek için yeterli olması halinde, firmanın finansal olarak sağlamlığını otomatik olarak oluşturmakta ve böylece firmalar kredi itibarını sürdürebilmektedir (Arunkumar and Radharamanan, 2013:12).

Uygun seviyede çalışma sermayesi bulunduran firmalar, satışlarını artırarak ve erken ödeme sağlayabilmektedir. Fakat kıt kaynakların kullanımına yol açmaktadır (Deloof, 2003:1). Öte yandan, firmalar ek finansal giderlerle karşı karşıya kalmaktadır. Firmalar karlılığı arttırmak için ek gelir elde etmesi ve yeterli nakdin korumasının yanında firmanın büyümesine de olanak tanınması gerekir (Toraman ve Sönmez, 2015:16-Narender; Menon; Shwetha, 2008:65).

2.3.1. Finansman Politikası ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Çalışma sermayesi, şirketin finansman koşullarına bağlı olarak değişkenlik göstermektedir (Kayani; Silva; Gan, 2019:938). Çalışma sermayesi finansman ihtiyacı her firmanın hacmine göre değişmektedir. Buna göre çalışma sermayesi finansman ihtiyacının doğru bir şekilde tahsis edilmesi ve gerekli likiditeyi sağlaması gerekmektedir. Bunun için firmanın devamlılığını sağlayabilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle firmalar gelecekteki yatırımlar için ek finansal kaynaklar ayırması gerekmektedir. Şayet, bir firma durgunluk veya enflasyonist dönemde çalışma sermayesi paradoksal bir eğilime sahip olması ise, çalışma sermayesi finansman erişimin sağlanamaması, ekonomik belirsizliklerin artması ile firmaları zorlamaktadır (Aktaş; Croci; Petmezas, 2015:99).

Çalışma sermayesinin finansman politikasında, firma elinde bulundurduğu varlıklarını ne kadar tutarını kısa vadeli borçlarla finanse edileceğini göstermektedir. Ayrıca finansman politikası günlük faaliyetin devamlılığı için uzun vadeli fonların kullanımına da önem vermektedir (Shin and Soenen, 1998:39). Bu doğrultuda iki politika belirlenmektedir. Bunlarda ilki uzun vadeli fonların kullanılması ile oluşan

ihtiyatlı politika; riski sevmeyen, karlılığı düşük ancak nakit miktarı fazla olan firmalar tarafından kullanılmaktadır (Ebben and Johnson, 2011:382). Bu nedenle firmalar kendilerini güvende hissetmektedirler. İkinci bir politika olan atılgan politika ise kısa vadeli kaynakların fazla kullanıldığını göstermektedir. Bu politika, riski seven, karlılığı arttırmayı ve maliyeti düşük olmasını hedefleyen firmalar tarafından kullanılmaktadır. Ayrıca firmalar dalgalanma olduğu dönemlerde bu politikayı kullanmaktadır.

2.3.2. Yatırım Politikası ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Olağanüstü durumlarda firmaya yatırımın yapılamaması, maliyetlerin ve harcamaların artması gibi finansal zorluklar firmaları olumsuz olarak etkileyebilmektedir (Gao and Wang, 2017:1136- Botoc and Anton, 2017:1137). Bu durum çalışma sermayesi ihtiyacını vurgulamaktadır. Bu ihtiyaçlar bağlamında, firmaların çalışma sermayesinin yatırım seviyelerine göre yatırım yapmalarını etkileyebilmektedir. Bu durum firmanın finansal performansını da arttırabilmektedir (Blinder and Maccini, 1991:298). Çalışma sermayesi yatırım seviyesinin belirlenmemesi ve firmanın optimal olmayan bir yatırımı finanse etmesi, firmaların faaliyetini olumsuz olarak etkileyebilmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarının verimliliğine bağlı olarak firmalar finansal sıkıntıya girmekte kısaca likidite ve karlılık sorunlarına neden olabilmektedir (Etiennot; Preve; Allende, 2012:2- Frimpong, 2018:727). Bu sorunları önleyebilmek ve tekrarlanmaması için dönen varlıkların seviyesi firmanın durumuna göre ayarlanması gerekmektedir. Böylece firma değerini de karlılığını da yükseltebilmektedir (Kaushik and Chauhan, 2019:63). Bu doğrultuda çalışma sermayesinin yatırım politikasında, firma elinde bulundurduğu varlıklarını ne kadarını dönen varlıklara yatırdığını inceler. Firmalar buna göre iki politika belirlemektedir. Bunlardan ilki muhafazakâr bir tutum sergileyen kısaca ihtiyatlı politikayı belirleyen firmaların dönen varlıklara daha fazla yapılan yatırımı ifade etmektedir. Bu politika riskten korunmak isteyen, likidite seviyesi yüksek olan, fakat karlılığı düşük olan ve daha fazla faiz giderleri ile karşılaşma tehlikesi bulunan firmalar tarafından kullanılmaktadır (Kieschnick; Laplante; Moussawi, 2013:165). İkinci bir politika olan atılgan politika ise dönen varlıklara daha az yapılan yatırımı ifade etmektedir. Bu politika; riski seven, likiditesi az olan firmalar tarafından tercih edilmektedir. Firmaların yeterli miktarda

dönen varlığa sahip olmaması, kısa vadeli yükümlülüklerini zamanında ödeyememesine, firmaların finansal sıkıntı yaşamasına ve iflas tehdidiyle karşı karşıya kalmasına neden olabilmektedir (Simutin, 2010:1198). Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki firmalardaki borcunu ödeyememe ve iflas riskinin ortaya çıkması gibi durumlarda çalışma sermayesinin planlayamama ve kontrol edememe işlevleriyle de ilişkilendirilmektedir (Smith, 1973:51).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisine yönelik çalışmalara değinilmektedir. Bu çalışmalar; gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de yapılan çalışmalar olarak başlıklar halinde gösterilmektedir.

3.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılmış Çalışmalar

Çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans etkisi doğrultusunda gelişmiş olan ülkelerde yapılmış çalışmalara kronojik olarak sıralanmıştır. Literatür taramasında sonucunda, birçok farklı sonuçlar tespit edildiği görülmüştür.

Hawawini vd.(1986) Amerikan firmalarında çalışma sermayesi yönetiminin faaliyet kollarına etkisini incelemişlerdir. 1181 firmanın 1960-1979 dönemlerine ait veriler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, satışlardaki büyümenin ve endüstri kollarının çalışma sermayesi yönetimini gerçekleştirmede oldukça önemli düzeyde etkilediğini ve süreklilik arz ettiği tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle, çalışma sermayesi yönetiminin firma üzerinde sektörel bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Bu nedenle sektörel yöntemlerin firmanın çalışma sermayesine yatırım yapması ve satışlardaki artışların yaşanmasında önemli olduğu belirlenmiştir.

Fazzari ve Petersen (1993), çalışmalarında ABD’nin 1975 ve 1982 durağan dönemlerinde firmanın çalışma sermayesi yönetiminde yatırımın etkisini araştırmıştır. Araştırma sonucunda, firmanın durağanlık yaşadığı yıllarda duran varlıklara daha fazla yatırım yapıldığı tespit edilmiştir.

Lamberson (1995) tarafından yapılan çalışmada, 1980-1991 dönemlerinde 50 küçük firmanın faaliyetlerindeki değişim süreci ile çalışma sermayesinde yaşanan değişim süreci incelenmiştir. Çalışma sonucunda, firma ekonomik olarak durağanlaştığı dönemde likidite oranında değişikliğe rastlanmadığı ve ekonomik olarak rahatladığı dönemde ise likiditede artış meydana geldiği belirlenmiştir. Stokların toplam varlıklara ve mevcut varlıkların toplam varlıklara oranına ölçüldüğü zaman çalışma

sermayesine yapılan yatırımlar, faaliyetlerin süresi boyunca göreceli olarak istikrarlı olduğu ortaya konulmuştur.

Jose vd. (1996), Amerikan şirketleri üzerinde atak çalışma sermayesi yönetimi ile firma karlılığı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda, nakit devir süresi ile firma karlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna göre firmalar faaliyet gösterdikleri sektörler için çalışma sermayesi yönetiminin karlılığı etkilemede farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Son olarak çalışmada atılınan çalışma sermayesi yönetimi yüksek karlılıkla sonuçlandırıldığı ortaya çıkarılmıştır.

Wu ve Ho (1997), 1973-1992 yıllarına ait 105 adet Amerikan'da faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi seviyeleri ile çalışma sermayesine ilişkin altı finansal rasyo arasındaki ilişkilerin ortaya çıkarılmasını amaçlamıştır. Araştırma neticesinde, finansal rasyoların yöneticilerin belirledikleri oranlar ile dışarıdan gelen şokların hedefledikleri oranlara yaklaştırma teşebbüsünde bulunarak önemli ölçüde etkilediği ortaya çıkarılmıştır.

Shin ve Soenen (1998) yaptıkları çalışmada, 1975-1994 dönemlerinde Amerikan firmaların çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına olan etkisini incelemiştir. Analiz sonucunda, nakit devir hızı ile firma karlılığı arasında negatif yönlü ilişki olduğu ortaya çıkarılmıştır. Böylece nakit devir hızı azalmasıyla karlılığın arttırdığı kısaca nakit devir hızının kısa tutulduğunda firma değerinin artacağı belirlenmiştir.

Visscher ve Weinraub (1998) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1984-1993 yılları arasında 216 Amerikan firmasının atılınan ve tutucu çalışma sermayesi politikaları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, firmaların varlıkları ile borç politikaları arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca endüstri firmaları arasındaki çalışma sermayesi politikalarında önemli derecede farklılıklar olduğu tespit edilmiştir.

Wang (2002), 379 adet Tayvan işletmesi ve 1555 adet Japon işletmesinde karlılık oranı ile nakit dönüşüm süresi arasındaki ilişkiyi korelasyon analizi ile incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, karlılık ile nakit dönüşüm süresi arasındaki ilişkiyi inceleyerek endüstriyel farklılıklara karşı duyarlılığı bulunduğu fakat genel olarak negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Deloof (2003) çalışmasında, 1992-1996 dönemlerinde Belçika'da kesintisiz faaliyette bulunan 1009 firmanın karlılıkları ile çalışma sermayesi yönetimi

arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, stok devir hızı, alacak devir hızı ve borç devir hızı ile aktif karlılık arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, karlılığını arttırmak amacıyla tespit edilen kalemlerin düşürülmesi gerektiği belirlenmiştir. Firma borçlarını daha uzun bir sürede ödediği takdirde karlılığın düşme ihtimali olabileceği sonucuna varılmıştır. .

Filbeck ve Krueger (2005) yaptıkları çalışmada, Amerika’da faaliyette bulunan firmaların, çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikalarının endüstrilere göre değişkenlik gösterip göstermediğini incelemiştir. Çalışma sonucunda, 1996-2000 yıllarını kapsayan finansal olmayan 32 şirketin verileri üzerinden yapılan analizde endüstriler arasında çalışma sermayesi politikalarında önemli farklılıklar meydana geldiği belirlenmiştir.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006) tarafından yapılan çalışmada, Atina Borsası’nda kote olmuş firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile firma karlılığı arasındaki ilişkinin varlığı araştırılmıştır. 2001-2004 dönemlerine ait 131 firmanın verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda, firmaların stok devir hızı, alacak devir hızı ve nakit devir hızı ile firma karlılığı arasında istatistikî açıdan anlamlı ve ters yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca firma karlılığındaki artış alacak gün sayısındaki artış ile gerçekleştiği belirlenmiştir.

Ganesan (2007), 2001-2007 yıllarında Amerika’da faaliyet gösteren 349 iletişim firmasının verilerini kullanarak, çalışma sermayesi yönetimi ile firma karlılığı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Analiz neticesinde, firmanın performansı ile nakit devir hızı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Appuhami (2008) tarafından yapılan çalışmada, Tayland Menkul Kıymetler Borsası’nda kesintisiz bir şekilde işlem gören firmaların sermaye harcamalarının çalışma sermayesi yönetimi üzerindeki etkisini sınırlandırmayı amaçlamıştır. Bu çalışmada çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, sermaye harcamaları çalışma sermayesi üzerinde çok önemli bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Banos-Caballero vd. (2010) yaptıkları çalışmada, firmaların çalışma sermayesi yönetiminin İspanya’daki KOBİ’ler üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan çalışma sonucunda, tecrübeli firmalarda daha fazla nakit bulundurulduğu ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca büyüyen firmaların finansal kaldıraç oranını daha fazla ellerinde

bulundurdukları, duran varlıklara yatırımın daha fazla yapıldığı ve firmaların atılğan çalışma sermayesi politikasını daha fazla kullandıkları tespit edilmiştir.

Fernandez vd. (2011), 2008 yılında ortaya çıkan finansal krizin birden fazla firmayı etkisi altına aldığını, bazı firmaların daha sıkı mali boyutta borçlandığını, daha zor koşullarda doğrudan etkisinin olup olmadığını incelemiştir. Araştırmalar sonucunda, BBC çalışmalarından faydalanılarak, hizmet ve imalat endüstrilerinde işlem gören firmaların 2008 yılının sonunda 2009 yılının başında nakit akışlarının düştüğünü, İngiltere'deki 2009 yılının ilk yarısında büyük firmalarında fazlalaştırdıkları çalışma sermayesi becerilerini etki eden daha kötü finansal durumlarda bile karşılaştıkları belirlenmiştir.

Gill (2011) tarafından yapılan çalışmada, 166 adet Kanada firmasının çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörler araştırılmıştır. 2008-2010 yıllarını kapsayan firmalara ilişkin veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda, çalışma sermayesi ihtiyacının uluslararasılaşma faktörü, nakit devir hızı, aktif karlılık oranı ve borç devir hızı arasında pozitif yönlü; tobin q, firma büyümesi ve firma büyüklüğü arasında ise ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Napompech (2012), 2007-2009 yıllarında Tayland'da faaliyette bulunan ve borsaya kote olmuş 255 şirketin firma karlılığını günlük çalışma sermayesi yönetimi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda, stok dönüşüm süresi ve alacak devir hızı ile aktif karlılık arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Nakit devir hızının kısaltılması ile alacak devir hızı ve stok dönüşüm süresinin firma karlılığını arttırmasına neden olduğu belirlenmiştir. Fakat borçların süresi uzatıldığında ise karlılığın düşme ihtimali ortaya çıkarılmıştır.

Archavli vd. (2012) çalışmalarında, 2005-2010 döneminde Yunanistan Menkul Kıymetler Borsası'nda 211 firmanın çalışma sermayesi yönetiminin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Kârlılığın ölçütü olarak firma gelirleri, performans ölçütü olarak ise varlıkların kârlılığı ve piyasa değeri ölçütü olarak ise tobin q belirlenmiştir. Analiz sonucunda, firma performansı ile çalışma sermayesi ölçütleri arasında anlamlı ve ters yönlü ilişki olduğu ortaya çıkarılmıştır.

Habrnal (2012) çalışmasında, 2006-2010 dönemlerinde Çek Cumhuriyeti'nde işlem gören firmaların kriz dönemlerinde net çalışma sermayesinin etkisi olup olmadığını incelemiştir. Araştırma sonucunda, kriz dönemlerinde yaşanan değişikliklerin çalışma sermayesi yönetimini önemli ölçüde tetiklediği belirlenmiştir.

Knight vd. (2013) tarafından yapılan çalışmada, 2000-2007 yıllarında Çinli firmaların çalışma sermayesi yatırım ve finansman kısıtlamaları arasındaki ilişkiyi incelemek için farklı mülkiyet türleri araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, yüksek çalışma sermayesi bulunduran firmaların, çalışma sermayesinde nakit dönüşüm süresinde yüksek yatırım hassasiyeti görülürken, sabit sermaye yatırımlarında nakit dönüşüm süresinde düşük yatırım hassasiyeti gösterdiği belirlenmiştir. Ayrıca dış finansman kısıtlarına, düşük ve yüksek nakit dönüşüm süresi firmaların en yüksek sabit yatırım oranlarını sergiledikleri tespit edilmiştir. Son olarak çalışmada çalışma sermayesi yönetiminin, firmaların finansman kısıtlamalarının sabit yatırımlar üzerindeki etkilerini hafifletmesi gerektiği ortaya çıkarılmıştır.

Ramiah vd. (2014), Avustralya'daki firmaların küresel mali kriz esnasında ayakta kalabilmeleri için çalışma sermayesinde yapılan değişiklikleri analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, faaliyette bulunan firmaların yarısından çoğu çalışma sermayesi yönetimlerinin kriz dönemlerinde değişikliğe gidildiği belirlenmiştir. Yatırım harcamalarının kısılması neticesinde, nakit düzeylerinin korunmaya çalışılması ve kredibilitenin öneminin artmasıyla kredi alımlarında da düşüslere sebep olduğu ortaya çıkarılmıştır.

Enqvist vd. (2014) yaptıkları çalışmada, Helsinki Borsasında 1990-2008 yıllarında faaliyette bulunan firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılmasını hedeflemişlerdir. Çalışma neticesinde, çalışma sermayesi yönetimi ile firma karlılığı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu, kriz yıllarında alacak tahsilât süresi ile stok devir süresinin önemli derecede arttığı ortaya konulmuştur. Çalışmada yer alan firmaların çalışma sermayesi yönetimini etkin bir şekilde kullanılmasını ve finansal planlamalara eklemeler yapılması gerektiği belirlenmiştir.

Jang ve Mun (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, ABD restoran firmalarının 1963-2012 yıllarında çalışma sermayesi yönetimi ile firma karlılığı arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma sonucunda, çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, nakit seviyeleri ile karlılık arasında ise anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Kieschnick ve Rotenberg (2016), 2007-2008 küresel mali kriz olduğu dönemlerde Kanadalı firmaların riskten korunma stratejilerinin çalışma sermayesi yönetimi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, ellerinde bulunan nakit

varlık ve türev kullanımının riskten korunma stratejileri için bir alternatif olduğu tespit edilmiştir. Firmalar daha az uzun vadeli borç kullandığı belirlenmiştir.

3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılmış Çalışmalar

Çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisi doğrultusunda gelişmekte olan ülkelerde yapılmış çalışmalara kronojik olarak sıralanmıştır. Literatür taramasında sonucunda, birçok farklı sonuç tespit edildiği görülmüştür.

Pandey ve Perera (1997) yaptıkları çalışmada Srilanka'daki Colombo Borsasında faaliyet gösteren imalat şirketlerinin çalışma sermayesi politikalarının firmalardaki etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, firma büyüklüğünün çalışma sermayesi politikası üzerinde önemli bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak, firma karlılığının çalışma sermayesi politikası, borç yönetimi ve çalışma sermayesi finansmanını etkilediği belirlenmiştir.

Eljelly (2004), Suudi Arabistan şirketlerinin likidite ve karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Elde edilen bulgular neticesinde likidite ile karlılık ölçütleri arasında istatistikî açıdan anlamlı ve negatif yönlü ilişki belirlenmiştir.

Sana ve Shah (2006) çalışmalarında, 2001-2005 yılları arasında Pakistan'da faaliyet gösteren petrol ve gaz şirketlerinin karlılığı ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda, firma karlılığıyla nakit devir hızı arasında ters yönlü negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Padachi (2006), 58 Moritanya firmasının verilerinden yararlanılarak alacak ve stoklar kalemine yapılan aşırı yatırımdan dolayı firma karlılığını azaltıp azaltmadığını araştırmıştır. Çalışma sonucunda, nakit dönüşüm süresi ve stok süresinin karlılık üzerinde pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle borçların ve alacaklarının devir hızı ile firma karlılığı arasında negatif yönlü ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Raheman ve Nasr (2007) yaptıkları çalışmada, Pakistan borsasında kesintisiz işlem gören şirketlerin çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkisini analiz etmişlerdir. 1994-2004 dönemlerine ait borsada kayıtlı olan 94 işletmenin verileri kullanılmıştır. Analiz neticesinde, çalışma sermayesi ölçütleri ile karlılık arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Vishnani ve Shah (2007) 1994-2004 yıllarında Hindistan'da faaliyet gösteren Elektrik-Elektronik şirketleri üzerinde ortaya koyulan çalışmada çalışma sermayesi

yönetim politikalarının likidite ile karlılık arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonucunda, bazı firmalarda pozitif yönlü bir ilişki ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

Salawu (2007), 1994-2003 yıllarında Nijerya Borsası'nda işlem gören 42 firmanın atılğan ve muhafazakâr çalışma sermayesi politikaları arasındaki uzun süreli ilişkinin varlığını araştırmıştır. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi yatırım politikalarında önemli derecede farklılık görüldüğü; atılğan yatırım politikasını izleyen firmaların, dengeleme yatırım politikasına gerek duyulduğu sonucuna ulaşılmıştır. .

Mongrut vd. (2008) tarafından yapılan çalışmada, Latin Amerika firmalarında çalışma sermayesi yönetiminin belirleyen etmenleri araştırılmıştır. Araştırma sonucunda; Brezilya, Arjantin, Meksika ve Şili firmalarının sağladıkları nakdi daha fazla ellerinde tutarak firma değerini negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca, piyasa gücü, gelecekte oluşan satışlar, ülke riski ve nakit dönüşüm süresi değişkenleri arasında farklılıklar oluşturduğunu ve Latin Amerika firmaları açısından ise çalışma sermayesi yönetiminin büyük önem arz ettiği belirlenmiştir.

Nazir ve Afza (2009) çalışmalarında, Pakistan Karaçi Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmaların çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikaları ile firma karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1998-2005 yıllarına ait borsada faaliyet gösteren finansal olmayan 204 şirketin verilerini kapsamaktadır. Araştırma neticesinde, çalışma sermayesi finansman ve yatırım politikalarından biri olan agresiflik ile karlılık arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Judiharto ve Warganegara (2009), Endonezya'da bulunan menkul kıymetler borsasında faaliyet gösteren firmaların nakit akımlarının çalışma sermayesi yönetimi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma neticesinde, çalışma sermayesi yönetimi ile nakit akımları arasında istatistikî olarak anlamlı ve ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, nakit akımlarıyla firma karlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Zariyawati vd. (2009), Malezya borsasında işlem gören altı şirketin çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada 1996-2006 yıllarına ait 1628 gözlem verilerinden yararlanılarak panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular sonucunda, karlılık ile çalışma sermayesinin ölçütü olarak alınan nakit döngüsü arasında anlamlı ve ters yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Ramachandran ve Janakiraman (2009) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Hindistan kâğıt sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin firma karlılığı ile nakit dönüşüm süresi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, şirketlerin 1998-2006 dönemlerinde kullanılan verilerle birlikte, nakit dönüşüm süresi ile firma kârlılığı arasında negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Firma karlılığının az kullanımıyla borçlanma oranının yükselmesi, şirketlerin kredi çekmesine neden olduğunu ortaya koymuşlardır.

Falope ve Ajilore (2009), Nijerya borsasında kote olmayan şirketlerin çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. 1996-2005 yıllarından faaliyetine devam eden Nijeryalı elli sektörün verileri alınarak, panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, ortalama tahsil süresi, net firma karlılığı, stok devir hızı, nakit dönüşüm süresi ve ortalama ödeme süresi arasında anlamlı, ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Büyük ve küçük firmaların çalışma sermayesi yönetimlerinde herhangi bir değişik belirlenmemiştir.

Raheman vd. (2010) çalışmalarında, Pakistan Karaçi borsasında faaliyetine kesintisiz olarak devam eden 1998-2007 yıllarını kapsayan 204 imalat şirketinin verilerini kullanarak, çalışma sermayesi yönetiminin firma performansına etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışma sonucunda; nakit döngüsü, stok devir hızı ve net ticari borç ödeme süresinin firma performansına etkisi olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, koruyucu politikayı önemseyen firmaların tahsilât ve ödeme politikaları üzerinden performanslarını arttırmalarına yönelik odaklanmaları gerektiği sonucuna varılmıştır. Neab ve Norazi (2010), Malezya firmasının verilerini kullanarak firma performansı ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma neticesinde, dikkate alınan devir hızı oranları ve likidite oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Saad ve Mohamad (2010) çalışmalarında, Malezya Borsasında 2003-2007 yıllarında kesintisiz işlem gören 172 firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile piyasa değeri ve firma karlılığı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma neticesinde, nakit devir hızı ile unsurlarının firma karlılıkları ve piyasa değerleri arasında ters yönlü ve negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Bellouma (2010) yaptığı çalışmada, çalışma sermayesi sermaye yatırımlarını ne derecede etkilediğini araştırmıştır. 2001-2008 yıllarını kapsayan Tunus İhracat Merkezi'nde işlem gören 386 adet firmanın verilerinden yararlanılarak panel veri

analizi yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, çalışma sermayesi yönetiminin ölçütlerinden biri olan firmaların sermaye yatırımları ile likidite dengesi arasında pozitif yönlü, diğer ölçütlerinden biri olan çalışma sermayesi ihtiyacı ile firmaların sermaye yatırımları arasında ise ters yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Sharma ve Kumar (2011), Hindistan'da işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada 2002-2008 dönemlerinde BSE 500 Bombay Borsasında 263 firmanın verilerinden yararlanılarak çoklu regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, çalışma sermayesi ile kârlılık arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayriyeten, bir firmanın kârlılığı ile stok süresi ve borç süresi arasında negatif, nakit süresi ile alacak süresi arasında ise pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Al-Shubiri (2011) çalışmasında, Ürdün Amman borsasında çalışma sermayesi saldırgan ve koruyucu politikaları ile karlılık ve risk arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmada, borsada kayıtlı olan 14 banka ve 59 sanayi firmasında 2004-2008 yıllarına ait verilerini kapsamaktadır. Bulgular neticesinde, çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikaları ile karlılık arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Vahid vd. (2012) tarafından yapılan çalışmada, Tahran borsasında işlem gören firmaların çalışma sermaye yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. 2006-2009 dönemlerini kapsayan 50 firmanın verileri ele alınarak çoklu regresyon analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz neticesinde, stok süresi ortalama tahsil süresi, net ticaret süresi ve ortalama ödeme süresi arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki, nakit dönüşüm süresi ile firma performansı arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Palombini ve Nakamura (2012) tarafından yapılan çalışmada, Amerika kıtasında bulunan Brezilya firmaları ile firma içi faktörlerinin çalışma sermayesi unsurlarına ilişkin bilgi sağlanması amaçlanmıştır. Brezilya'da 93 firmanın 2001-2008 yılları arasındaki verilerinden yararlanılarak panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışma neticesinde, nakit akış süresi ile çalışma sermayesi yönetiminin borç oranı, firma büyüklüğü ve büyüme oranı ile arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Idowu vd. (2012), Nijerya Menkul Kıymet Borsasında kote edilmiş 50 şirketin çalışma sermayesinin piyasa değerlemesi ile firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1995-2009 yıllarını kapsayan 192 şirketten faaliyetlerini kesintisiz

bir şekilde sürdüren 52 şirketin veri alınarak regresyon analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Araştırmanın sonucunda, firmanın performansı ile piyasa değeri arasında ters yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Nakit süresi ile firma performansı ve piyasa değerlemesi arasında ise negatif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Mousavi ve Jari (2012), Tahran borsasında kesintisiz işlem gören 80 firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile firma özellikleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmanın sonucuna göre, çalışma sermayesi yönetimi ile firma büyüklüğü arasında pozitif, kaldıraç oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişki tespit edilirken, tobinq ile kaldıraç oranı arasında herhangi bir ilişki belirlenmemiştir.

Akinlo (2012), 66 Nijerya firmalarına ait 1997-2007 dönemlerindeki verileri kullanarak çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen etmenlerin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışma bulgularında; satışlardaki büyüme, büyüklük, kaldıraç oranı, firmanın faaliyet döngüsü, devamlılığı sağlanan çalışma sermayesi ve ekonomik faaliyeti de belirtilerek çalışma sermayesi yatırım politikasını pozitif yönlü etki eden firmaya özgü unsurlar belirlenmektedir. Kaldıraç oranı ile çalışma sermayesi ihtiyacı arasında ise ters yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Taani (2012) yaptığı çalışmada, 45 şirketin çalışma sermayesi politikalarının finansal performans üzerindeki etkisini belirlemeyi hedeflemiştir. Pearson korelasyon testi, Anova testi ve çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, firmanın çalışma sermayesi politikasının, finansal kaldıraç ile firma büyüklüğünün net gelir arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bununla birlikte, çalışma sermayesi politikasının özkaynak getirisi (ROE) ve varlık getirisi (ROA) arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Uremadu vd. (2012), Nijerya Borsasında işlem gören 25 imalat şirketinin çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık oranı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, stok devir hızı ve borç ödeme süresi ile varlık kazanma gücü arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, nakit dönüşüm süresi ile varlık kazanma gücü arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Makori ve Jagongo (2013) tarafından yapılan çalışmada, 2003-2012 yıllarında Kenya'da bulunan Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 5 inşaat ve imalat firmasının çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışma sonucunda, karlılık ile borç ödeme süresi ve stok devir hızı arasında pozitif; ortalama tahsil süresi ile nakit süresi

arasında negatif ilişki olduğu belirlenmiştir. Buna ek olarak cari oranın, firma büyüklüğünün, finansal kaldıraç ve satışlardaki büyümenin de karlılık üzerinde etkisi olduğu ortaya çıkarılmıştır.

Abbadi ve Abbadi (2013), Filistin borsasında işlem gören 11 sektör firmasının 2004-2011 yıllarına ait verilerinden yararlanılarak, çalışma sermayesi yönetiminin ihtiyacı belirleyen etmenleri incelemiştir. Bulgular neticesinde, çalışma sermayesi ihtiyacı ile nakit akış hızı, firma karlılığı ve nakit dönüşüm hızı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif, kaldıraç oranı ile firma büyüklüğü arasında negatif, GSİYH artış ile borcun faiz oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Vijayalakshmi ve Bansal (2013) tarafından yapılan çalışmada, Hindistan'daki çimento endüstrisinde yer alan firmaların çalışma sermayesi gereksinimini belirleyen etmenler araştırılmıştır. Elde edilen bulgular neticesine göre, firmanın borç oranı çalışma sermayesi ihtiyacını belirlemede güçlü bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Wasiuzzaman ve Arumugam (2013) çalışmalarında, Malezya Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyette bulunan firmaların çalışma sermayesi yatırımlarını belirleyen etmenleri araştırmışlardır. Bu bağlamda 192 adet firmanın 2000-2007 dönemlerine ait verilerinden faydalanılmıştır. Araştırma neticesine göre, ekonomik büyüme dönemlerinde çalışma sermayesinde yatırımda maddi varlıklarının daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca satışlarındaki büyüme gereksiniminin daha fazla, borç oranının daha az olduğu belirlenmiştir. Bunun yanında nakit akış hızının yüksek olması, gelirlerinin daha düşük olduğunu ve asimetric bilgi düzeyinin daha düşük seviyede olduğu belirlenmiştir. Ayrıca yeni ve küçük firmalarda bu durumun görüldüğü tespit edilmiştir. Yönetimin bağımsızlığı ve firmanın büyüklüğü gibi yönetimin özellikleri, firmaların çalışma sermayesi yatırım kararları üzerinde anlamlı bir etki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Forghani vd. (2013) yaptıkları çalışmada, Tahran Borsasında işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Borsada kesintisiz faaliyet gösteren 56 firmanın 2003-2007 dönemlerini kapsayan verilerinden yararlanılmıştır. Elde edilen bulgular sonucunda, karlılığın göstergesi olarak belirlenen özsermaye karlılığı ve aktif karlılık ile çalışma sermayesi yönetimi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Bukhari ve Malik (2014), Pakistan'da bulunan kimya, çimento ve mühendislik endüstrisinde faaliyette bulunan 38 firmanın 2007-2011 dönemlerinde çalışma

sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisini incelemeyi hedeflemiştirlerdir. Çalışma sermayesi yönetiminin ölçütü olarak alacak dönüşüm süresi, nakit ticaret süresi, borç devir hızı ve stok devir hızı kullanılırken, firma performansının ölçütü olarak özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, özsermaye karlılığı ile borç devir hızı arasında negatif yönlü, nakit süresi arasında ise pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Alala ve Nyabuti (2014) çalışmasında, 2008-2012 yıllarını kapsayan Nairobi Borsasında faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performansları arasındaki ilişki ve atılgan çalışma sermayesi politikasının brüt kara olan etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, çalışma sermayesi politikalarının finansal performansı etkilediği ve bu ilişkinin pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca firmaların kendilerine uygun çalışma sermayesi politikalarını oluşturmasının karlılığa olumlu bir etki yaratacağı sonucuna varılmıştır.

Ademola (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Nijerya borsasında kayıtlı olan şirketlerin çalışma sermayesi oranının faaliyet karlılığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Borsada kayıtlı olan yiyecek içecek firmalarının devamlı bir şekilde faaliyette bulunan 20 tane şirketin 2002-2011 yıllarını kapsayan verilerinden yararlanılmıştır. Araştırma neticesinde, çalışma sermayesi oranıyla faaliyet karlılığı arasında pozitif yönlü, nakit dönüşüm süresi ile aralarında ise herhangi bir ilişki belirlenmemiştir. Alacaklar ile faaliyet karlılığı arasında negatif yönlü, borçlar ve stok süresi ile faaliyet karlılığı arasında ise negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Javid ve Zita (2014), 2006-2011 yıllarında Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 20 çimento firmasının çalışma sermayesi politikaları ile firma karlılığının arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma neticesinde, çalışma sermayesi politikaları ile firma karlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Ponsian vd. (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2002-2012 yıllarını kapsayan Dar es Salaam Borsasında faaliyet gösteren 3 imalat firmasının çalışma sermayesi yönetiminin karlılığı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular sonucunda, nakit süresi ile firma karlılığı arasında pozitif, karlılık ile likidite arasında negatif yönlü, ortalama tahsil süresi ile karlılık arasında herhangi anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Borç devir hızı ile karlılık arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Mwangi vd. (2014), Kenya Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda 2006-2012 yıllarında faaliyet gösteren 42 firmanın çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, agresif finansman politikasının aktif karlılık ile özkaynak karlılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Muhafazakâr yatırım politikası ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Çalışmada, firmaların yöneticileri agresif finansman politikası benimseyen firmalar performanslarını artırmak için muhafazakâr yatırım politikasını kullanmaları gerektiğini ortaya koymuşlardır.

Hassani ve Tavosi (2014) çalışmalarında, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda 2006-2012 yıllarında işlem gören 274 firmanın agresif/muhafazakar çalışma sermayesi politikaları ile karlılık ve risk arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, çalışma sermayesi yatırım politikası ile karlılık arasında herhangi anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışma sermayesi finansman politikası ile karlılık arasında anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Şirketlerin daha fazla muhafazakâr çalışma sermayesi politikası kullanımı, karlılığın azalmasına neden olabilmektedir.

Wanguu (2015) tarafından yapılan çalışmada, Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda 2010-2014 yılları arasında yer alan 38 tane firmanın agresif çalışma sermayesi politikalarının karlılık üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu çalışmada beş yıllık bir dönem için 2010-2014 yılları arasında şirketin yıllık yayınlanan mali tablolardan ikincil veriler de kullanılarak, çoklu doğrusal regresyon ve Karl Pearson korelasyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Agresif finansman politikası karlılığı ile negatif yönde anlamlı bir ilişki gösterirken, karlılık firmanın ve agresif yatırım politikası, likidite ve büyüklüğü ve kaldıraç ve karlılık arasında anlamlı ilişki bulunamamıştır.

Haron ve Nomran (2015) yaptıkları çalışmada, 2008 kriz olduğunda, öncesi ve sonrasında 57 Malezyalı firmalarda firma performansını arttırmak istemeleri nedeniyle çalışma sermayesi yönetimini etkileyen faktörleri araştırmışlardır. 2002-2012 yıllarını kapsayan 2002-2006 (krizden önce), 2007-2008 (kriz sırasında) ve 2009-2012 (krizden sonra) ele alınarak panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz neticesinde, her üç dönemde de karlılık ve çalışma sermayesi yönetimi ile firma büyüklüğü arasında ters yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Borç oranı krizden önce anlamlı bir ilişki bulunurken krizden sonra anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Kriz dönemi sırasında serbest nakit akışında anlamlı bir bulunurken, likidite de ise anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Azeem ve Marsap (2015) çalışmasında, Pakistan'da Karaçi Borsası'nda faaliyette bulunan 2004-2009 yıllarına ait 385 adet firmanın çalışma sermayesi ihtiyacına etki eden etmenlerin incelemesini amaçlamıştır. Çalışma neticesinde; aktif karlılığı, faaliyet dönüşümü, GSYİH, borç oranı ve çalışma sermayesi ihtiyacı ile firma büyüklüğü arasında negatif yönlü, faaliyet dönüşümü ve firma büyüklüğü ile çalışma sermayesi ihtiyacı arasında pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Ayub (2015) yaptığı çalışmada, 1999-2007 yıllarında Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyette bulunan 138 tane tekstil şirketinin verilerini kullanarak, çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Analiz sonucunda, net faaliyet karlılığı ile kontrol değişkeni olan brüt çalışma sermayesi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Krishnakumar ve Sivashanmugam (2016) çalışmalarında, 2010-2014 yıllarını kapsayan Hindistan'daki çimento sektöründeki firmaların çalışma sermayesi stratejileri ile karlılığı arasındaki ilişkisini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, firmanın nakit dönüşüm süresi ile karlılık arasında negatif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkarılmıştır.

Bhatia ve Srivastava (2016) tarafından yapılan çalışmada, 2000-2014 yıllarını kapsayan Hindistan'daki Bombay Borsası'nda kesintisiz faaliyet sürdüren 179 firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansının arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Elde edilen bulgular sonucunda, çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Firma karlılığını arttırabilmek için çalışma sermayesini verimli bir şekilde yönetilmesi gerektiği ortaya konulmuştur.

Rasyid (2017) çalışmasında, 2014 yılında 393 adet Endonezya şirketinin agresif çalışma sermayesi yönetimi politikasının firma karlılığı ve değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda, agresif çalışma sermayesi politikasının firma karlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu, ancak piyasa değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca, agresif yatırım politikası ile firma karlılığı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkisi tespit edilerek, agresif finansman politikası ile firma karlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü ilişki belirlenmiştir.

Knight vd. (2017), Nijerya Borsası'nda faaliyet gösteren firmaların karlılığını arttırmada ve yeterli miktarda likidite seviyesine gelmesine çalışma sermayesi

yönetimindeki payını araştırmışlardır. 2002-2011 yıllarını kapsayan 50 şirketin finansal verileri toplanarak Anova testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, karlılık ve likidite değişkenleri arasında bazı firmalarda pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Net ve brüt faaliyet karı ile nakit dönüş süresi arasında negatif bir ilişki, cari oran ile arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Karlılık ve likidite etkilediği sektöre göre faaliyet gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Thakur ve Al-Mukit (2017), 2009-2014 yılları arasında Dakka Menkul Kıymetler Borsası'nda 80 üretim şirketinin çalışma sermayesi finansman politikasının firma karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi finansman politikasının, varlık getirisi (ROA) olarak ölçülen firma karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Çalışma sermayesi finansman politikasının uygulanması, çalışma, kısa vadeli olanlardan ziyade uzun vadeli finansman alternatiflerine daha fazla güvenerek ihtiyatlı olması gerektiğini belirtmektedir.

Tripathi ve Ahamed (2017) tarafından yapılan çalışmada, 2000-2014 yıllarında Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası'nda kesintisiz işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Analiz sonucunda, nakit dönüşüm süresi verimliliği arttıkça finansal performans belirli bir noktaya kadar arttığı tespit edilmiştir. Bu nedenle çalışma sermayesinin göstergesi olan nakit dönüşüm süresi ile finansal performans arasında ters u biçiminde bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Miah vd. (2017), 2006-2015 dönemlerinde Bangladeş'te bulunan Square Pharmaceuticals Limited (SPL) ve Beximco Pharmaceuticals Limited'in (BPL) önde gelen bu iki ilaç firmasının çalışma sermayesi yönetiminin verimliliği ve karlılığı karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Analiz neticesinde, çalışma sermayesi yönetimi ile her iki ilaç firmasının karlılığı arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkarılmıştır. Square Pharmaceuticals Limited ilaç firması, çalışma sermayesi yönetiminde daha etkili olduğu tespit edilmiştir.

Lamptey vd. (2017) çalışmalarında, 2011-2015 yıllarında Gana'daki Ashanti, Brong Ahafo ve Greater Accra bölgelerinde faaliyette bulunan 400 KOBİ'nin çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişkisini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, firma performansının alacak süresi, nakit dönüşüm hızı ve stok devir süresi ile arasında ters yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Ayrıca çalışmada firma performansı ile satışlar arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İslam vd. (2018) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2012-2017 yıllarında Bangladeş'te bulunan tekstil sektöründeki 10 KOBİ'nin karlılıkları ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkinin varlığı sorgulanmıştır. Çalışma sonucunda, stok devir hızı ile varlıkların kazanma gücü olan ROA arasında anlamlı bir ilişki bulunurken, brüt faaliyet karı arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Toplam borcun ve aktif devir hızının brüt faaliyet karı ile varlıkların kazanma gücü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bangladeş' li KOBİ'lerin faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için daha etkin bir çalışma sermayesini kullanması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Atahau vd. (2019), 2010-2017 döneminde Endonezya Menkul Kıymetler Borsasında faaliyet gösteren 136 firmanın çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına etkisi ve sürdürülebilir büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma neticesinde, çalışma sermayesinin firma karlılığında üzerinde etkisi olduğu fakat sürdürülebilir büyüme üzerinde doğrudan önemli etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Karlılık ile sürdürülebilir büyüme üzerinde anlamlı bir ilişki tespit edildiği için, firma karlılığı arttırmak ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamak için çalışma sermayesini daha verimli bir şekilde yönetilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Hussain ve Shah (2019) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, çalışma sermayesi yönetimi Pakistanlı ve Hintli firmaların faaliyet gösterdiği ilaç ve kimya sektörlerinin karlılığı araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, alacak süresi, nakit oran, stok süresi ve nakit dönüşüm süresinin karlılığın göstergesi olan ROA'nın pakistanlı firmalar üzerinde anlamlı ve pozitif ilişki, varlık devir hızı ile ROA arasında ise anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Varlık devir hızı, cari oran, alacak süresi ile ROE arasında herhangi anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Stok süresi, nakit oranı ve nakit dönüşüm süresi ile ROE arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Hintli firmalarda cari oran, nakit oran, nakit dönüşüm süresi, stok süresi ve alacak süresi ile ROA arasında anlamlı pozitif yönlü ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Ahmed vd. (2019), çalışma sermayesi yönetiminin Pakistan borsasında işlem gören ilaç sektörünün karlılığa olan etkilerini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi ile karlılık arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu bulgular doğrultusunda, nakit dönüşüm süresini optimum düzeyde tutarak firma karlılığını olumlu bir şekilde arttırabileceği ortaya çıkarılmıştır.

3.3. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar

Çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisi doğrultusunda gelişmekte olan ülkelerde yapılmış çalışmalara kronojik olarak sıralanmıştır. Literatür taramasında sonucunda, birçok farklı sonuç tespit edildiği görülmüştür.

Yücel ve Kurt (2002) tarafından yapılan çalışmada, İMKB’de kesintisiz faaliyette bulunan 167 adet firmanın 1995-2000 dönemlerine ait verilerinden faydalanılarak çalışma sermayesi yönetiminin ölçütü olan nakit süresinin likidite ile karlılık üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda; nakit dönüşüm süresi ile aktif karlılık ve özsermaye karlılığı arasında negatif, likidite oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Yüksek derecede borç oranı, firma karlılığını ve likiditesini olumsuz yönde belirlenmiştir. Ayrıca firmanın endüstriyel değeri ile firma ölçeğine göre çeşitlilik gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Öz ve Güngör (2007), İMKB’de faaliyet gösteren 68 firmanın imalat sektörüne ait verileri 1992-2005 yıllarında incelenerek, firmaların borç oranı, alacak oranı ve net ticaret oranı ile takip edilen çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına olan etkisini araştırmışlardır. Analiz neticesinde; alacak oranı, stok oranı, borç oranı ve net ticaret oranının firma kârlılığıyla negatif ilişkisi olduğunu, satışların büyüme oranı ve duran varlıkların kârlılığa anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki tespit edilmiştir. Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008) çalışmalarında, çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına olan etkisini incelemişlerdir. İMKB’de faaliyet gösteren üretim firmalarının 1998-2007 dönemlerinde üç aylık mali tablolarından dolayı yatay kesit regresyon analizi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, alacak süresi, nakit süresi, stok süresi ile karlılık oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Erdinç (2008) çalışmasında, konaklama firmalarında çalışma sermayesi yönetiminin etkilerini araştırmışlardır. Antalya’da yer alan 5 yıldızlı Resort Hotel adı altında işlem gören 41 adet firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Bulgular neticesinde, firmaların faaliyet gösterdikleri süre itibarıyla çalışma sermayesi gereksinimlerinde farklılıklar belirlenmiştir. Net çalışma sermayesi ve likidite durumunun karşısında çok büyük derecede etkilenen firmaların, finans bölümünün büyük bir kısmı olmadığından dolayı çalışma sermayesi yönetiminde istenilen verimliliğin sağlanmadığı tespit edilmiştir.

Şen vd. (2009), İMKB’de işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ile karlılık oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma neticesinde, tekstil firması hariç diğer firmaların karlılığı ile borç devir süresi arasında pozitif ilişki, alacak devir süresi, nakit dönüşüm süresi ve stok süresi ile karlılık arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkarılmıştır. Kısaca, finansal etmenlerin çalışma sermayesi yönetimi etkinliğini artırarak aktif karlılığı pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010), İMKB’de imalat ve sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyen değişkenlerin kriz öncesi ve dönemlerinde ayrı ayrı belirlenerek ve bu değişkenlerin ilgili dönemler itibarıyla farklılıklarını incelemişlerdir. Araştırmalar neticesinde; duran varlık oranı ile kaldıraç oranındaki artış gerek kriz öncesinde gerekse de kriz dönemlerinde çalışma sermayesi ihtiyacını azalttığı tespit edilerek, stok devir hızı ve tobin q değeri ise kriz öncesi dönemlerde çalışma sermayesi ihtiyacına etkisi olmadığı belirlenmiştir.

Karaduman vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada, 2005-2008 yıllarında firmaların çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz neticesinde, Türkiye’deki tahmin modellerinin çalışma sermayesi yönetimine etki ettiği tespit edilmiştir. Son olarak çalışmada ticari alacaklar, alacak devir hızı ve stok dönüşüm sürelerinden elde edilen nakdin firmalar tarafından etkin bir şekilde değerlendirilmesi, çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği firma karlılığını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Akbulut (2011) çalışmasında, İMKB’ da 2000-2008 dönemlerinde imalat endüstrisinde faaliyette bulunan firmaların çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma sermayesini nakit dönüşümü regresyon analizi kullanılmıştır. Analiz neticesinde, karlılık oranı ile çalışma sermayesi yönetimi arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Çalışmada tek yönlü varyans analizi kullanılarak imalat sektörlerinin nakit dönüşümlerinde farklılıklar olduğu ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca, nakit dönüşümünün azalmasıyla firma yöneticilerinin ortaklık paylarını arttırdığı da tespit edilmiştir.

Şahin (2011), Türkiye’de İMKB’ sına kayıtlı olarak devam eden imalat firmalarının 2005-2010 yıllarını ele alarak çalışma sermayesinin yatırım ve finansman politikalarının firma performansına etkisini panel veri analizi yöntemi kullanarak araştırmıştır. Çalışmalar neticesinde, firmaların performanslarını arttırabilmeleri için

hem krizin olduğu ve hem de krizin olmadığı dönemlerde ihtiyatlı çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikalarını önemsemeleri fayda sağlayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Coşkun ve Kök (2011) çalışmalarında, İMKB’de işlem gören firmaların çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ile agresif çalışma sermayesi finansman politikalarının firma kârlılığına etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, 1991 ve 2005 yılları arasında İMKB’de durmadan faaliyetlerine devam eden 74 adet firmanın yıllık verileri ve 7 farklı sektörle beraberinde oluşan 1110 gözlem sayısını kapsayan veriler elde edilerek dinamik panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, agresif yatırım politikası incelenerek, alacak süresi, nakit süresi ve stok süresi ile karlılık arasında ters yönlü ilişki olduğunu ve borç süresi ile karlılık arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile agresif finansman politikası izlenmesi ile karlılığın artabileceği belirlenmiştir.

Dursun ve Ayrıçay (2012) çalışmalarında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda yer alan firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık oranı arasındaki ilişkisini incelemeyi hedeflemiştir. Analiz sonucunda, firmalar diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla stok devir düzeylerini minimum düzeyde tutarak brüt karlılık seviyesinin arttırılabileceği belirlenmiştir. Borç ödeme süresinin azaltılmasıyla brüt karlılığın artması kısaca negatif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır. Bunlara ek olarak, firmaların ölçeğinin büyümesi ile kaldıraç oranındaki azalma, finansal duran varlık oranlarındaki artışa ve brüt kârlılık düzeylerindeki yükselmeye neden olduğu belirlenmiştir. Firmalar daha kısa nakit sürelerini tercih etmeleri gerektiği sonucuna varılmıştır.

Çakır ve Küçük Kaplan (2012), İMKB’de 2000-2009 dönemlerinde faaliyet gösteren 122 firmanın çalışma sermayesi unsurlarının firma karlılığı ile piyasa değerinin üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemi ile analiz etmiştir. Elde edilen bulgular neticesinde, çalışma sermayesi unsurlarından kaldıraç oranı ile cari oranının aktif kârlılık arasında negatif yönlü bir ilişki; asit oranı, stok süresi ve aktif devir hızı ile aktif kârlılık arasında ise anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Fakat çalışma sermayesi unsurları ve piyasa değeri ile özsermaye karlılığı arasında herhangi anlamlı bir ilişki rastlanmamıştır.

Aygün (2012) İMKB’de imalat sektöründe yer alan 2000-2009 yılları arasında 107 adet firmanın bağımlı değişken ROA ile bağımsız değişkenleri alacak süresi, stok

süresi ve borç süresi arasındaki ilişkiyi incelemek için regresyon ve korelasyon analizleri ile analiz etmiştir. Analiz neticesinde, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında ters yönde negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Poyraz (2012) yaptığı çalışmada, 1988–2011 dönemlerinde çalışma sermayesi finanslama stratejisinin karlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. Akbank'ın mali tablolarından elde edilen oranlar kullanılarak çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, cari orandaki değişimlerin karlılık üzerinde negatif yönlü bir etkisi olduğunun sonucuna varılmıştır.

Işık ve Kiracı (2012), İMKB faaliyet gösteren firmaların 2008 küresel finansal kriz dönemindeki pay senetlerinin çalışma sermayeleri üzerindeki etkilerini iki dönem olan 2005-2007 kriz öncesi yıllar ve 2008-2010 kriz sonrası yıllar şeklinde karşılaştırarak finansal oranlar yoluyla analiz etmişlerdir. Araştırma sonucunda, dönemler karşılaştırılarak, çalışma sermayesinin yeterliliğini ifade eden likiditelerin değişmediğini, çalışma sermayesinin verimliliğini ölçen faaliyet oranlarının düştüğünü ve bununla beraber karlılık oranlarının düştüğü tespit edilmiştir. 2007-2008 yıllarında yapılan karşılaştırmada ise, faaliyet ve likiditelerin 2008 yılında 2007 yılına oranla düştüğü ve brüt karlılığın da azaldığı belirlenmiştir.

İspir vd. (2013) yaptıkları çalışmada, İMKB'de 1990-2009 yıllarında 7 firmanın sektörler bakımından optimal bir çalışma sermayesi politikasının varlığını incelemiştir. Elde edilen bulgular sonucunda, nakit süresinin durağan olduğu belirlenmiş ve metal ana sanayi endüstrisi dışındaki diğer alt endüstriler içinde aynı sonuca ulaşıldığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla nakit sürelerindeki makroekonomik veya sektörel nedenlerden kaynaklı dalgalanmaların kalıcı olmadığı, çalışma sermayesi seviyelerinin belirli bir ortalama olduğu belirlenmiştir. Ayrıca her sektörün farklı düzeylerde olması, optimal bir çalışma sermayesi düzeyinin varlığı belirlenmiştir.

Aksoy (2013) çalışmasında, 2003-2012 dönemlerinde BİST' de faaliyet gösteren imalat sanayi sektöründe işlem gören firmaların çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen firma içi faktörleri araştırmıştır. Araştırma neticesinde, 2003-2012 ve 2008-2012 yılları için aktif karlılık ile nakit süresi, firma büyüklüğü ve likidite oranı arasında pozitif, özsermaye oranı ile anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. 2003-2007 dönemlerinde, özsermaye oranı, büyüklük ve likiditenin anlamlı bir ilişki

belirlenemediğini ve sadece kriz öncesi dönemde nakit süresinin anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Akın ve Eser (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, mermer firmalarının çalışma sermayesi yönetimine etkisi araştırılmıştır. Çalışmada Burdur'un Bucak ilçesinde faaliyet gösteren Organize Sanayi Bölgesinde yer alan 30 tane mermer firmasını kapsamaktadır. Çalışma neticesinde, mermer firmalarında çalışma sermayesi gereksiniminin; firma büyüklüğü, teknolojik gelişmeler, faaliyet konuları, ülkenin içinde bulunduğu kriz yılları gibi bazı etmenlerden etkilendiği belirlenmiştir. Firmaların büyümesi ile çalışma sermayesine olan ihtiyacın artması, firmaların görüşlerinde farkındalığa sahip oldukları tespit edilmiştir. Mermer firmalarının büyük bir kısmı orta ölçekli firmalar türünde yer alması ve ayrı bir finans bölümünde bulunmaması çalışma sermayesinin önemini arttırdığı sonucuna varılmıştır.

Doğan ve Elitaş (2014), Borsa İstanbul'da (BIST) gıda endüstrisinde yer alan 2006-2012 dönemlerinde 15 şirkete ait finansal verilerinden yararlanılarak, çalışma sermayesi gereksinimlerini belirleyen faktörleri araştırmıştır. Araştırma neticesinde, firmaların nakit süresi, nakit akışı ve firma kârlılığı ile çalışma sermayesi arasında pozitif yönlü, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı ile çalışma sermayesi oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte araştırmada faiz oranı ve reel gayri safi yurt içi hâsıla ile çalışma sermayesi oranı arasında ise pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenememiştir.

Demireli vd. (2014) çalışmalarında, 1998 ile 2010 yılları arasında sektörel bazda ortalamalardan yararlanılarak çalışma sermayesi unsurlarının sektörel karlığa etkisini analiz etmişlerdir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörü, madencilik sektörü, teknoloji sektörü, ticaret sektörü ve imalat sektörü olmak üzere 5 sektörün ortalamalarının karşılaştırılması dikkate alınarak panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı açıklamada istatistikî açıdan anlamlı oldukları tespit edilmiştir. Piyasa Değeri/Defter Değeri verisini açıklamada sadece satışlardaki büyüme değişkeni anlamlı olurken; tobin q ile likidite oranı arasında istatistikî açıdan anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aytürk ve Yanık (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2009-2013 yıllarını kapsayan 5 yıllık verisi olan 1.123 adet küçük ve orta büyüklükteki firmaların (KOBİ'ler) çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkisi araştırılmıştır.

Araştırma sonuçlarına göre, nakit döngüsü ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, çalışma sermayesinin etkin yönetilmesinin (nakit döngüsünün düşürülmesi) karlılığı arttırdığı belirlenmiştir.

Erdaş (2015), 2008-2014 yıllarında BİST' te faaliyet gösteren turizm firmalarının çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık seviyeleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Analiz sonucunda, nakit süresi ve dolar değişkeni ile net kar marjı arasında negatif yönlü bir ilişki; firma büyüklüğü, ticari borç süresi ve avro değişkenleri ile net kar marjı arasında pozitif ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Ayriyeten GSYİH, faiz oranı, cari oran, alacak devir hızı ve enflasyon oranı değişkenleri ile net kar marjı arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Toraman ve Sönmez (2015) çalışmalarında, firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile brüt karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. 2009–2013 dönemlerinde Borsa İstanbul'a kayıtlı olan perakende ticaret sektöründe işlem gören 11 firmanın mali tablolarındaki hesaplanan finansal oranlar panel veri analizi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ayrıca, karlılığın çalışma sermayesi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Alparslan vd. (2015), Sağlık Bakanlığı İl Merkezi Hastanelerinin çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, hastanelerin finansal durumlarının kötü olduğu tespit edilerek, sorun çıkan konularda öneriler geliştirilerek, politikalar oluşturulması gerektiği belirlenmiştir. Son olarak çalışmada, ele alınan yıllarda hastanelerin çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performansları arasındaki ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Fettahoğlu ve Mohamud (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2009-2014 dönemlerinde BİST' te faaliyet gösteren gıda ve içecek sektöründe yer alan 26 adet firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile karlılığı arasındaki ilişkisini araştırmışlardır. Analiz sonucunda, alacak süresi, borç süresi, nakit dönüşüm süresi ve stok süresi ile aktif karlılık arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, satışlardaki yükseliş ve firmanın büyüklüğü ile aktif karlılık arasında ise anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Keskin ve Gökalp (2016) çalışmalarında, çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerinde etkisinin olup olmadığını panel veri analizi yöntemi ile analiz

etmişlerdir. 2009-2013 yıllarına ait Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 17 şirketin verilerinden yararlanılmıştır. Araştırma sonucunda, nakit süresinin firma kârlılığı üzerinde negatif bir ilişki olduğunu ama anlamlı bir etkisinin olmadığını ve cari oran ve alacak süresinin firma kârlılığı üzerinde anlamlı ve negatif yönlü bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Finans yöneticilerinin, çalışma sermayesini etkin yönetmeleri sonucunda firma kârlılığını yükseltebilecekleri belirlenmiştir.

Kendirli ve Çankaya (2016), Borsa İstanbul Turizm Endeksi'nde (XTRZM) beş turizm şirketinin 2010-2014 yıllarını kapsayan beş yıllık bilanço ve gelir tablolarından faydalanarak çalışma sermayesi yönetiminin aktif karlılığa etkisini incelemişlerdir. Çalışma neticesinde, çalışma sermayesi yönetimi ile aktif karlılık arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca firmaların aktif büyüklükleri ve kaldıraç oranları ile aktif karlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Atmaca (2016) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul'da faaliyette bulunan kimya, plastik ve kauçuk sektöründeki firmaların finansal oranlar yardımıyla çalışma sermayesi unsurlarının karlılık üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu sektörde 2009-2015 yıllarına ait devamlı faaliyette olan firmaların verilerine ulaşılarak 24 şirket analize dahil edilerek korelasyon ve panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, özsermaye karlılığı değişkeninin stokta tutma süresi, alacak süresi ve borç süresi üzerinde negatif etkisi olduğu; cari oran, nakit dönüşüm süresi ile varlık karlılığı değişkenleri arasında ise pozitif bir etki olduğu belirlenmiştir. Varlık karlılığı değişkeni ile stokta tutma süresi, nakit dönüşüm süresi ve cari oran arasında pozitif; borç süresi ve alacak süresi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ata ve Buğan (2016), imalat sektöründe yer alan ve Borsa İstanbul'da 2006-2014 yılları arasında yer alan 72 tane küçük firmanın, 49 tane büyük firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda, net çalışma sermayesi unsurları ile piyasa değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre, çalışma sermayesi etkinliği ve firmalardaki nakit seviyesi yükseldikçe piyasa değerini arttırdığı belirlenmiştir. Net çalışma sermayesi etkinliğinin artması sonucunda nakit akışları da yükselmekte bu durumda piyasa değeri ile nakit seviyesi arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

İltaş (2016) çalışmasında, çalışma sermayesi gereksinimi ile nakde dönüşüm süresi, kaldıraç oranı, aktif kârlılığı ve cari oran arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin varlığını incelemiştir. Çalışma sonucunda, çalışma sermayesi gereksinimi ve uzun dönemde nakit dönüşüm süresi ile aktif karlılık arasında negatif; kaldıraç oranı ve cari oran arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Cari varlıklara yapılan yatırımı belli bir oranda azaltılması, firma kârlılığını artırma olanağına sahip olduğu belirlenmiştir. Çalışma sermayesi gereksinimi ile aktif kârlılık arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Son olarak çalışmada, nakit süresinin uzaması, firmanın daha fazla finanslamaya ihtiyaç duyabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Güdelci (2016), BİST’de gübre endüstrisinde işlem gören üç firmanın 2006-2015 yıllarına ait verilerinden yararlanarak çalışma sermayesinin karlılık üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamıştır. Analiz neticesinde, çalışma sermayesi ile brüt karlılık arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiş ve çalışma sermayesinin brüt karlılık üzerinde etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Helhel ve Karasakal (2017) yaptıkları çalışmada, 2006-2015 dönemlerinde BİST’te işlem gören konaklama endüstrisindeki firmaların çalışma sermayesi yönetiminin karlılık performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırma neticesinde, net çalışma sermayesi ile finansal kaldıraç oranının firmanın her iki karlılık göstergesi olan aktif karlılık ve özsermaye karlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Alacak devir hızı ile aktif devir hızının aktif karlılığı pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Yıldız vd. (2017) yaptıkları çalışmada, BİST’te kayıtlı olan 2005-2015 yıllarında otomotiv sektöründe faaliyet gösteren 15 firmanın çalışma sermayesinin firma karlılığına olan etkisini panel veri analizi yöntemi ile analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda net kar marjı ile özsermaye karlılık oranının çalışma sermayesine etki ettiği tespit edilmiştir. Ayrıca çalışma sermayesi ile özsermaye karlılığı arasında pozitif bir ilişki bulunurken, net kar marjı arasında negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

İltaş ve Erdoğan (2017), 2003-2013 yıllarına ait gayrisafi yurtiçi hâsıla ve tüketici fiyat endeksinin Borsa İstanbul’da seçilen dört temel (plastik ürünler, metal ana sanayi, kimya-kauçuk, gıda ve içecek, tekstil ürünleri) sektörlerinin çalışma sermayesi yönetimi ile aktif karlılık arasındaki uzun dönem ilişkisini araştırmıştır.

Çalışma sonucunda, uzun dönemde nakde dönüşüm süresinin, kaldıraç oranının ve gayri safi yurtiçi hasılanın katsayıları istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre nakde dönüşüm süresinin uzaması kârlılık üzerinde negatif etkiye; gayri safi yurtiçi hâsılanın yükselmesi ve kaldıraçtan yararlanması ise kârlılık üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karaş ve İçigen (2017) çalışmalarında, 2012-2016 yıllarında BİST'te faaliyet gösteren ticaret firmalarının çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bulgular neticesinde, kaldıraç oranı ile aktif kârlılık arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Nakit süresi, alacak süresi, stok süresi, borç süresi, cari oran ile aktif kârlılık arasında istatistikî açıdan anlamlı bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Yamaltdinova (2018) çalışmasında, Borsa İstanbul'da 2012-2017 yıllarında enerji sektöründe faaliyet gösteren 6 firmanın çalışma sermayesi yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz neticesinde, stok devir gün sayısı ile aktif kazanma gücü, özsermaye kazanma gücü ile tobin q değişkenleri arasında anlamlı ilişki olduğu ortaya çıkarılmıştır. Çalışmada, enerji endüstrisinde firmaların piyasa değerlerini yükseltebilmeleri için stok yönetimini iyi değerlendirilmesi gerektiği belirlenmiştir.

Öndeş ve Pagheh (2018), çalışma sermayesi finansman ve yatırım stratejileri ile pay senedi getirisi, kârlılık ve risk arasındaki ilişkilerini incelemiştir. Çalışmada, 123 firmanın verilerinden oluşan ve 2009-2016 yılları arasında sekiz yıllık dönemde 984 gözlemi kapsayan panel veri seti oluşturulmuştur. Analiz neticesinde, BİST' te işlem gören firmaların çalışma sermayesi yatırım stratejisi ile pay senedi getirisi arasında aynı yönlü ve çalışma sermayesi finanslama stratejisi ile ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer taraftan yatırım stratejisi ile risk arasında ters yönlü ve finanslama stratejisi ile risk arasında aynı yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Son olarak da yatırım stratejisi ile kârlılık arasında aynı yönlü ve finanslama stratejisi ile kârlılık arasında ise ters yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Karagözoğlu ve Aktaş (2018), 2005-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören imalat sanayi şirketlerinin çalışma sermayesini etkileyen değişkenleri incelemiştir. Elde edilen analiz sonucunda, imalat sanayi şirketlerinin genellikle çalışma sermayesi oranı ile nakit dönüşüm süresi ve aktif kârlılığı arasında pozitif yönlü istatistikî olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca çalışma sermayesi

oranı ile finansman gideri/net satışlar, duran varlıklar/aktif toplamı ve stok/dönen varlıklar oranları arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Kısakürek vd. (2018), Türkiye’de 1999-2015 yıllarında faaliyet gösteren sektörlerin, çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performans arasındaki etkileşimini incelemişlerdir. Çalışma neticesinde, çalışma sermayesi ile brüt kâr marjı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Sadece borç süresinin beklenenden farklı olarak performans üzerinde negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Sektörler borç yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntı olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma sermayesi ile aktif kârlılık arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Topak (2018), Türkiye’de faaliyet gösteren BIST Ticaret Endeksi (XTCRT)’nde yer alan, 2004-2017 yıllarına ait ticaret firmalarının çalışma sermayesi yönetiminin şirket karlılığı üzerindeki etkisini belirlemeyi amaçlamıştır. Analiz sonucunda, nakit dönüşüm süresi, ortalama satış süresi ve ortalama tahsil süresi ile aktif karlılık arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunurken, ticari borçlar ile ortalama ödenme süresi arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Araştırmada karlılık üzerinde etkili olabileceği düşünülen diğer değişkenler ise firma büyüklüğü ile aktif karlılık arasında pozitif, cari oran arasında ise negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Nur Topaloğlu (2019) tarafından yapılan çalışmada, 2010-2018 dönemlerinde BİST 30 endeksinde faaliyette bulunan 14 firmanın çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikaları ile firma karlılığı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, çalışma sermayesi yatırım politikası ile net kar marjı ve aktif karlılık arasında anlamlı pozitif yönlü bir ilişki belirlenirken; çalışma sermayesi finansman politikası ile özsermaye karlılığı, aktif karlılık oranı ve net kar marjı arasında anlamlı negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Korkmaz ve Yaman (2019), 2011-2017 yıllarında BİST’te kesintisiz işlem gören turizm sektöründe yer alan firmaların çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına olan etkisi 2008 krizinden sonraki dönem için inceleyerek analiz etmişlerdir. Analiz neticesinde, stok devir hızı, nakit dönüşüm süresi ve alacak tahsil süresi ile firma karlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, firma karlılığı ile borç ödeme süresi arasında ise anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Dinçergök (2019) çalışmasında, 2005-2016 dönemlerinde BİST kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler endüstrisinde faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık arasındaki ilişkisini araştırmayı hedeflemiştir. Araştırma neticesinde, borçlar, alacaklar ve karlılık arasında doğrusal olmayan bir ilişki belirlenmiştir.

Kayalidere vd. (2019) yaptıkları çalışmada, BİST' te 2005-2017 yılında faaliyet gösteren 102 imalat sanayi firmalarını toplulaştırarak ve çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi alt sektörler bazında dönemsel karşılaştırarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda, çalışma sermayesi yönetimi belirleyiciler ile imalat sanayisi finansal performansı arasında pozitif yönlü ilişki, borç/özkaynak oranı arasında ise negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Son olarak çalışmada, firmaların borç/özsermaye oranının finansal performans üzerindeki etkisinin yaygın olduğu ve alt sektörlerde de farklılık gösterdiği belirlenmiştir.

Yenisu (2019) çalışmasında, 2013-2017 yıllarında BİST Bursa Endeksi'nde kesintisiz işlem gören 15 firmanın çalışma sermayesi unsurları ile karlılık arasındaki ilişkisini incelemiştir. Analiz neticesinde, nakit akış döngüsü ve kaldıraç oranı ile aktif karlılık arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Satışların büyüme hızı ile karlılık arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Firma yöneticileri fon ihtiyacını sağlayabilmek için borçlanmaya gitmeyerek olabildiğince özkaynaklarla finanse edebileceğini ortaya koymuştur. Son olarak çalışmada, etkin bir nakit yönetimi ile firmalar nakit akış süresini olabildiğince azaltması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ ÜZERİNE BİST 100 UYGULAMASI

Bu bölümde, Borsa İstanbul (BİST) 100’de işlem gören 16 firmanın verilerinden faydalanılarak, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini belirleyebilmek için panel veri analizi yöntemi ile yapılmıştır. Bu bölümde araştırmanın amacı, kapsamı, sınırlılıklarına yer verilmiştir. Yapılan çalışmalar baz alınarak araştırmada kullanılan değişkenler belirlenmiştir. Bu belirlenen değişkenler doğrultusunda ekonometrik modeller oluşturulmuş olup, sınanan hipotezlerle birlikte analizde tespit edilen bulgular tablolarla birlikte açıklanmıştır. Son olarak sonuç kısmında elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmada, BİST 100’de yer alan firmaların çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Çalışma sermayesi yönetimi ve karlılık ile ilgili birçok çalışma yapılmış ve halen de yapılmaktadır. Çalışma sermayesini daha verimli ve etkin kullanması açısından daima güncelliğini koruyan ve firmaları yakından ilgilendiren bir konudur. Böylece firma yöneticileri, ortakları, kredi veren kurum ve kuruluşları, yatırım yapmak isteyen kurum ve kuruluşlar tarafından yol göstermektedir.

4.2. Araştırmanın Kapsamı

Araştırmada 2005-2018 dönemine ait BİST 100’de kesintisiz olarak faaliyetlerini sürdüren 16 firmanın ve 14 yıllık ve altışar aylık finansal tablolarından yararlanılarak, 448 gözlem veri seti oluşturularak araştırma kapsamında incelenmiştir. 2005-2018 yılları arasında yer alan toplam 36 firmadan 20 firmanın verilerine tam olarak ulaşılamadığından dolayı firmalar analiz kapsamına dâhil edilmemiştir. Ayrıca panel veri analizinin model seçiminde kullanılan testlerin doğruluğu ve tutarlılığı sağlanması için bazı firmalar analizden çıkarılmıştır. Bu nedenle kimi firmalar faaliyetlerine yeni başladığı için geçmiş yıllardaki finansal

verileri olmamakta kimi firmalar ise faaliyetlerine zaman zaman ara verdiklerinden dolayı finansal tabloları söz konusu değildir. Böylece firmalar araştırma kapsamına dâhil edilmemiştir. Firmalarla ilgili veriler internet kaynakları olan Borsa İstanbul (www.bist.gov.tr) (BİST) ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (<http://www.kap.gov.tr>) (KAP) elde edilen finansal tablolardaki veriler araştırmaya uygun hale getirilerek analiz edilmiştir. Araştırma kapsamında BİST 100 olarak seçilmesinin nedeni ise yapılan literatür taraması sonucunda yoğun olarak çalışılan bir konu olmasıdır. Çalışmada kullanılan firmaların listesi Tablo 1'de sıralanmaktadır.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Firmalar

Sıra	BİST Kodu	Firma Adı
1	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
2	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
3	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
4	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
5	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
6	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM AŞ.
7	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
8	KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
10	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
11	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
12	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
13	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
14	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
15	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
16	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Kaynak: Tablo Borsa İstanbul ve Kamuyu Aydınlatma Platformu verileri ile oluşturulmuştur.

4.3. Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu araştırmada BİST 100'de yer alan 2005-2018 yıllarında kesintisiz bir şekilde işlem gören firmaların verileri kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Seçilen 16 firmanın verileri ile nitelikleri sınırlandırılarak araştırma yapılmıştır. İlk olarak araştırmaya dâhil edilmeyen firmaların nitelikleri;

- Hizmet Kuruluşları,
- Holdingler,
- Aracı Kurum ve Kuruluşlar,
- Yatırım Ortaklıkları,
- Bankalar,

- Sigorta Kuruluşları olarak söylenebilir.

4.4. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisini ortaya çıkarmak için panel veri analizi yönteminden yararlanılmıştır. Panel veri yöntemi hem yatay kesit boyutunu hem de zaman boyutuyla birlikte analiz etmektedir. Ekonometrik analizlerde ilk olarak değişkenlere ilişkin verilerin analize uygun ve doğru bir şekilde toplanması gerekmektedir. Sonrasında panel veri modelleri oluşturularak çeşitli varsayımlardan sınanması gerekmektedir. Çünkü verilen sonuçların sapmasız ve tutarlı olması önem arz etmektedir. Araştırmada öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Bu tanımlayıcı istatistik tablosunda; minimum, ortalama, basıklık, maksimum, medyan, standart sapma, Jarque-Bera değeri, olasılık ve gözlem değerleri incelenmiştir. Panel veri analizinin doğru ve tutarlı sonuçlar sağlayabilmesi için çeşitli varsayımların denenmesi gerekmektedir. Araştırmada panel veri analizi doğrultusunda; bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını inceleyebilmek için Spearman Korelasyon analizi ve Varyans Şişirme Faktörü (VIF) testi ile tespit edilmiştir. Sonrasında yapılacak olan analizlerde sahte regresyon durumunun ortaya çıkmaması için yatay kesit bağımlılığının test edilmesi gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığı, bir firmada ortaya çıkabilecek bir şokun diğer firmaları da etkilemesi olarak ifade edilmektedir. Çalışmada, zaman boyutu T (14) yatay kesit boyutundan N (16) büyük çıktığı için Pesaran, Ullah ve Yagamata (2008) LMadj testi baz alınarak incelenmiştir. Yatay kesit bağımlılığı test edildikten sonra panel veri analizinin bir diğer varsayımı olan homojenlik-heterojenlik testinin sınanması gerekmektedir. Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen delta testi birlikte eğim katsayısı ve sabit terimin her bir firma için homojen olup olmadığı araştırılmıştır. Bir diğer panel veri varsayımı olan birim kök testidir. Birim kök testine bakılabilmesi için öncelikle yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan ve heterojen yapıda olan birinci nesil birim kök testi olan Im Pesaran ve Shin testi, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testi olan Smith vd. Bootstrap testi kullanılmıştır. Durağanlığa bakıldıktan sonra bu çalışmada F testi, LM ve Honda testlerini kullanarak sabit etkiler modeli, rassal etkiler modeli ve havuzlanmış modelden hangisinin tahminlemede kullanılacağı belirlenmesi amaçlanmıştır. Sonrasında ise

hata terimlerine ilişkin değişen varyans varsayımı Breusch-Pagan-Godfrey LM testi ile analiz edilirken; otokolerasyon varsayımı ise Baltagi ve Li (1991), Born ve Bretuing (2016), Durbin-Watson testleri ile incelenmiştir. Son olarak model tahmin sonuçlarına yönelik panel standart hataları düzelten dirençli tahminciler kullanılarak değişkenler arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

4.5. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Çalışmada, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini incelemek için finansal performansın ölçütü olarak aktif karlılık ve özsermaye karlılığı bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Çalışma sermayesinin göstergesi olarak ise yatırım ve finansman politikası bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir.

Buna göre bağımlı ve bağımsız değişkenler hesaplamalar ve kısaltmalar aşağıdaki Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2. Değişkenler ve Hesaplamalar

Bağımlı Değişkenler		
Değişken	Hesaplamalar	Kısaltmalar
Aktif Karlılık	(Net Dönem Karı / Toplam Aktifler)	ROA (Return on Asset)
Özsermaye Karlılığı	(Net Dönem Karı / Özsermaye)	ROE (Return on Equity)
Bağımsız Değişkenler		
Yatırım Politikası	(Dönen Varlıklar/ Toplam Varlıklar)	IP (Investing Policy)
Finansman Politikası	(Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Toplam Varlıklar)	FP (Financial Policy)

Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; Banos-Caballero vd. (2016) Aktaş vd. (2015), Mohamad ve Saad (2010), Blinder ve Maccini (1991), Deloof (2003), Lazaridis ve Tryfonidis (2006), Jose vd. (1996), Falope ve Ajilore (2009), Shin ve Soenen (1998) Wang (2002), Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008), Şen vd. (2009), Keskin ve Gökalp (2016), Aygün (2012), Kendirli ve Konak (2014), Akbulut (2011), Padachi (2006), Shin ve Soenen (1998), Çakır ve Küçükkaplan (2012), Deelof (2003), Makori ve Jagongo (2013), Enqvist vd. (2014), Alavinasab ve Davoudi (2013), Akbulut (2011), Gill vd. (2010), Demireli vd. (2014), Vishnani ve Shah (2007), Malik ve Bukhari (2014), Ray (2014), Tanrıöven ve Zengin (2016) Büyüksalvarcı ve Abdioğlu (2010), Aygün (2012) Yıldız vd. (2017), Alparslan vd. (2015), bağımsız değişkenler ise; Visscher ve Weinraub (1998), Nazir ve Afza

(2009) Vahid vd (2012), Pandey ve Parera (1997) Alavinasab ve Davouodi (2013), Raheman vd. (2010), Şahin (2011), Arshad ve Gondal (2013) ve Öndeş ve Pagheh (2018), Javid ve Zita (2014), Salawu, (2007) Wanguu (2015), Al-shubira (2011), Hassani ve Tavosi (2014) Mwangi vd. (2014), Thakur Al-Mukit (2017) tarafından yapılan çalışmalar esas alınarak oluşturulmuştur.

4.6. Araştırmanın Hipotezleri

Bu çalışmada çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikasının aktif kârlılıkları ve özsermaye karlılığı üzerinde etkilerinin olup olmadığı sorusuna cevap aranmaktadır. Araştırma kapsamında incelenecek olan firmaların çalışma sermayesi politikaları ile aktif karlılık ve özsermaye karlılığına ait oluşturulan hipotezler aşağıda yer verilmiştir.

Hipotez 1

H₀= BIST 100 firmalarda finansman politikası ile aktif karlılık arasında bir ilişki yoktur.

H₁= BIST 100 firmalarında finansman politikası ile aktif karlılık arasında bir ilişki vardır.

Hipotez 2

H₀= BIST 100 firmalarda yatırım politikası ile aktif karlılık arasında bir ilişki yoktur.

H₁= BIST 100 firmalarında yatırım politikası ile aktif karlılık arasında bir ilişki vardır.

Hipotez 3

H₀= BIST 100 firmalarda finansman politikası ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki yoktur.

H₁= BIST 100 firmalarında finansman politikası ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki vardır.

Hipotez 4

H₀= BIST 100 firmalarında yatırım politikası ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki yoktur.

H₁= BIST 100 firmalarında yatırım politikası ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki vardır.

4.7. Araştırmanın Modelleri

Bu araştırmada, BİST 100’de faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi yönetimin finansal performansa etkisini ortaya çıkarmak için panel veri analizi yöntemi ile aşağıda yer alan iki farklı model oluşturulmuştur. Araştırmada oluşturulan modeller Tablo 3’te gösterilmektedir.

Tablo 3. Araştırmada Oluşturulan Modeller

$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \epsilon_{it}$	
No	Model
1	$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_{2it} FINPOL_{it} + \beta_{3it} YATPOL_{it} + \epsilon_{it}$
2	$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_{2it} FINPOL_{it} + \beta_{3it} YATPOL_{it} + \epsilon_{it}$

Çalışmada oluşturulan modelde, Y bağımlı değişkeni, X_{2it} ve X_{3it} bağımsız değişkenleri, α sabit parametreyi, β_2 ve β_3 bağımsız değişkenlerin eğim parametrelerini, i alt indisi birimleri (şirketler, birey, ülke), t alt indisi ise zamanı (gün, ay, yıl), ϵ_{it} hata terimini ifade etmektedir (Tatoğlu, 2012: 4). Ayrıca denklemden,

ROA = Aktif Karlılık

ROE = Özsermaye Karlılığı

FINPOL= Finansman Politikası

YATPOL= Yatırım Politikasını göstermektedir.

4.8. Araştırmadan Elde Edilen Bulgular

Çalışmada, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini belirleyebilmek için panel veri analizine yönelik testler ve elde edilen sonuçlar bu bölümde incelenmiştir. Panel veri analizindeki varsayımların, elde edilen sonuçların doğruluğunu ve tutarlılığını sağlaması açısından incelenmesi gerekmektedir. Bu varsayımlar; çoklu doğrusal bağlantı, yatay kesit bağımlılığı, homojenite-heterojenlik, durağanlık, model tahmin yöntemi belirleme, değişen varyans ve otokorelasyon şeklinde varsayımlar sıralanmaktadır.

➤ Tanımlayıcı İstatistik

Çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini araştırabilmek için bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik değerleri hesaplanarak Tablo 4’te gösterilmiştir.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

	ROA	ROE	IP	FP
Ortalama	0.057819	0.122087	0.515745	0.324053
Medyan	0.047549	0.104452	0.524797	0.303458
Maximum	0.335877	0.639469	0.796547	0.796584
Minimum	0.000000	0.000000	0.227781	0.055850
Stan.Sap.	0.051038	0.101912	0.133687	0.166679
Çarpıklık	1.587389	1.396521	-0.179930	0.440668
Basıklık	6.761895	6.176648	1.965161	2.459063
Jarque-Bera	452.3133	333.9872	22.40730	19.96150
Olasılık	0.000000	0.000000	0.000014	0.000046
Gözlem	448	448	448	448

Tabloda; Aktif Karlılık (**ROA**), Özsermaye Karlılığı (**ROE**), Yatırım Politikası (**IP**) ve Finansman Politikası (**FP**) ile ifade edilmektedir.

Tanımlayıcı istatistik sonuçlarına bakıldığında, ele alınan değişkenlerin 2005-2018 yıllarına ait 16 firmanın 14 yıllık ve altışar aylık verilerinden toplam 448 gözlem sayısından oluşmaktadır. Bağımsız değişkenler olan yatırım politikasının ortalama değerleri 0.515 iken, finansman politikasının ise ortalama değeri 0.324 olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum firmaların daha çok dönen varlıklara yöneldiklerini göstermektedir. Firmaların aktifinde bulunan aktif karlılık oranının ortalama değerinin 0.057 olduğu tespit edilmiştir. Özsermaye karlılığı oranının ortalaması ise 0.122 olduğu görülmüştür. Buna göre, firmalar makit fazlalığını karlılıkta kullanarak bu durumu avantaj çevirdikleri söylenebilir. Buna göre firmaların ağırlıklı olarak özsermaye karlılığına sahip olduğu söylenebilir. Standart sapması en yüksek olan finansman politikası 0.166 olarak tespit edilmiştir. Jarque-Bera olasılık değerlerine bakıldığında ise Jarque-Bera olasılık değeri 0.05’ten küçük çıktığı için “ H_0 : Seriler normal dağılmaktadır.” H_0 reddedilmekte ve serilerin normal dağılım sergilemediği belirlenmiştir. Bu nedenle Spearman Korelasyon Testinin kullanılması gerekmektedir.

➤ Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantı, analizde bağımsız değişkenlerin bir bölümü veya tümü arasında güçlü bir ilişkinin olmasını ifade etmektedir. Bununla birlikte bağımsız değişkenler arasında yüksek seviyede korelasyon ilişkisinin olması değişim katsayısının hesaplanmasını zorlaştırmaktadır. Çoklu doğrusal bağlantı olduğu zamanlarda standart sapmaları sonsuz ve değişkenlerin katsayıları belirsiz olmasının yanında modelin açıklayıcı gücü kısaca R_2 değeri çok yüksek çıkması durumunda bağımsız değişkenler anlamsız çıkabilmektedir. Bundan dolayı ilk olarak bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığına bakılması gerekmektedir. Bu bağlamda bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemini, Spearman Korelasyon testi ve Varyans Şişirme Faktörü (VIF) değeri ile belirlenebilmektedir. Buna göre Spearman Korelasyon testinde bağımsız değişkenler arasındaki ilişki seviyesinin 0.75'ten ve VIF (Varyans Şişirme Faktörü) değerinin 10'dan yüksek olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı probleminin olduğunu göstermektedir (Topaloğlu, 2019:82). Çalışmada ilk olarak bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığını ölçmek için ilk olarak Spearman Korelasyon Testi, ikinci olarak ise VIF değerleri (Varyans Şişirme Faktörü) incelenmiştir. Spearman korelasyon testine ilişkin analiz sonuçları Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5. Spearman Korelasyon Test Sonuçları

Korelasyon t-İstatistik Olasılık				
	ROA	ROE	IP	FP
ROA	1.000000 ----- -----			
ROE	0.910835 46.60144 0.0000	1.000000 ----- -----		
IP	-0.087322 -1.851204 0.0648	0.045003 0.951377 0.3419	1.000000 ----- -----	
FP	-0.294017 -6.496411 0.0000	0.001805 0.038109 0.9696	0.497197 12.10201 0.0000	1.000000 ----- -----

Değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisinin tespit edilebilmesi için normal dağılım varsayımına uymayan Spearman Korelasyon analizi ile test edilmiştir. Analizde elde bulgulara göre, çalışmada bağımsız değişkenler arasındaki en yüksek korelasyon katsayısı 0.49 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi bulunmamaktadır. Bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren diğer bir test olan Varyans Şişirme Faktörü kısaca VIF değerine bakılmaktadır. Tablo 6’da VIF değerleri gösterilmektedir.

Tablo 6. VIF (Varyans Şişirme Faktörü) Değerleri

MODEL 1 ROA			
Değişken	IP	FP	C
Varyans Katsayısı	0.000385	0.000248	8.20E-05
Merkezi olmayan VIF	21.22440	6.385166	15.91666
Merkezi VIF	1.333496	1.333496	NA
MODEL 2 ROE			
Değişken	IP	FP	C
Varyans Katsayısı	0.001727	0.001111	0.000368
Merkezi olmayan VIF	21.22440	6.385166	15.91666
Merkezi VIF	1.333496	1.333496	NA

Tablo 6’da sunulan VIF değerleri incelendiğinde, Model 1 ve 2 VIF testleri incelendiğinde, çalışmada bulunan bağımsız değişkenlerin VIF değerlerinin 1.333496 olduğu saptanmıştır. Bağımsız değişkenlere ait VIF değerleri kritik değerden düşük olduğu için bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı tespit edilmiştir. Bu bulgular, Spearman Korelasyon sonuçlarını da desteklemektedir.

➤ Yatay Kesit Bağımlılığı

Bir firmada ortaya çıkabilecek bir şokun diğer firmaları etkilemesine yatay kesit bağımlılığı denmektedir. Yatay kesit bağımlılığı seriler arasında dikkate alındığında, analizin sürdürülebilmesi için güvenilirliğini büyük ölçüde etkileyebilmektedir. Buna göre analizde birim kök testlerinin saptanabilmesi için yatay kesit bağımlılığının test edilmesi gerekmektedir. Analizde kullanılan tüm değişkenlere LM (Breusch, Pagan 1980), CDM (Pesaran 2004), CD (Pesaran 2004) ve LMadj (PUY, 2008) testlerinin kullanılmasına ilişkin yatay kesit bağımlılığı sonuçları, Tablo 7’de gösterilmektedir.

Tablo 7. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

		LM (Breusch, Pagan 1980)	CDlm (Pesaran 2004)	CD (Pesaran 2004)	Lmadj (PUY, 2008)
ROA	İstatistik	179.088	3.814	-2.807	3.792
	Olasılık	0.000	0.000	0.002	0.000
ROE	İstatistik	175.314	3.571	-2.701	8.985
	Olasılık	0.001	0.000	0.003	0.000
IP	İstatistik	239.638	7.723	-2.616	1.297
	Olasılık	0.000	0.000	0.004	0.097
FP	İstatistik	174.050	3.489	-2.344	0.068
	Olasılık	0.001	0.000	0.010	0.473

H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur. H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır. (%5 olasılık değeri ile değerlendirilmektedir).

Tablo 7’de bulunan yatay kesit bağımlılığı testlerine dair sonuçlara bakıldığında, zaman boyutu yatay kesit boyutundan yüksek çıktığı için LMadj Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) testi dikkate alınmıştır. LMadj Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) testi IP ve FP olasılık değerleri 0.05’ten büyük çıktığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla “H₀: yatay kesit bağımlılığı yoktur.” H₀ reddedilemez ve yatay kesit bağımlılığı yoktur. ROA ve ROE olasılık değerleri 0.05’ten küçük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla, ROA ve ROE değişkenlerinde yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığına bakıldıktan sonra test edilmesi gereken bir diğer varsayım ise Homojenite testidir. Durağanlığın test edilmesi için yatay kesit bağımlılığı ile homojenite test sonuçlarının da dikkate alınması gerekmektedir.

➤ Homojenite Testi

Delta testi Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilmiştir. Delta testi her bir firma için eğim katsayılarının ve sabit terimleri homojen mi yoksa heterojen mi olduğu araştırılmıştır. Tablo 8’de yapılan Homojenite testine ilişkin sonuçlar aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 8. Homojenite Test Sonuçları

ROA	
$\hat{\Delta}$: 4.281	Olas. Değ.: 0.000
$\hat{\Delta}$ düz: 4.531	Olas. Değ.: 0.000
ROE	
$\hat{\Delta}$: 3.189	Olas. Değ.: 0.001
$\hat{\Delta}$ düz: 3.375	Olas. Değ.: 0.000
IP	
$\hat{\Delta}$: 4.722	Olas. Değ.: 0.000
$\hat{\Delta}$ düz: 4.998	Olas. Değ.: 0.000
FP	
$\hat{\Delta}$: 5.205	Olas. Değ.: 0.000
$\hat{\Delta}$ düz: 5.509	Olas. Değ.: 0.000
H ₀ : Seriler homojendir H ₁ : Seriler heterojendir. (% 5 olasılık değeri ile değerlendirilmektedir.)	

Homojenlik testi sonucuna göre, ROA, ROE, IP ve FP değişkenleri olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğundan "H₀: Seriler homojendir." H₀ hipotezi reddedilir ve seriler heterojendir. Dolayısıyla elde edilen analiz sonuçlarına göre; ROA ve ROE değişkenleri yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve heterojen bir yapıda olduğu, IP ve FP değişkenlerinin ise yapılan testlerde yatay kesit bağımlılığı olmadığı ve heterojen bir yapıya sahip olduğu tespit edilmiştir.

➤ Birim Kök Testleri

Panel veri analizinde birim kök testi yapılmadan önce yatay kesit bağımlılığına ve homojenite testi sonucuna bakıldıktan sonra uygulanması gereken uygun bir birim kök testi seçilerek serilerin durağan olup olmadığına bakılması gerekmektedir. Analizde panel veri analizinin yapılabilmesi ve daha iyi sonuçlar elde edebilmek için kullanılan verilerin durağan hale gelmesi gerekmektedir. Şayet seriler durağan değil ise birim kök testleri ile durağan olması gerekmektedir (Gujarati, 2003:600). Ayrıca seriler durağan olmadığı takdirde, değişkenler arasında sahte regresyon sorununa ve analizin güvenilir olmamasına neden olabilmektedir. Birim kök testine bakılabilmesi için, yatay kesit bağımlılığı söz konusu olduğunda ve heterojen yapıya sahip olan ROA ve ROE değişkenleri için ikinci nesil birim kök testlerinden biri olan Smith vd. Bootstrap testi kullanılırken, yatay kesit bağımlılığı söz konusu olmadığında ve heterojen bir yapıya sahip olan IP ve FP değişkenlerinin durağanlıklarını test edebilmek için birincil nesil birim kök testlerinden biri olan Im Pesaran ve Shin (IPS)

testi kullanılmıştır. Im Pesaran ve Shin testi sonuçları aşağıda Tablo 9’de gösterilmektedir.

Tablo 9. Im, Pesaran ve Shin Testi Sonuçları

Sabit	FP W-İstatistik	
	İstatistik	-3.04651
	Olasılık	0.0012
Sabit ve Trend	W-İstatistik	
	İstatistik	-4.59771
	Olasılık	0.0000
Sabit	IP W-İstatistik	
	İstatistik	-3.55258
	Olasılık	0.0002
Sabit ve Trend	W- İstatistik	
	İstatistik	-2.28373
	Olasılık	0.0112

H₀: Birim kök vardır. H₁: Birim kök yoktur. (%5 olasılık değeri ile değerlendirilmektedir.)

Tablo 9’da Im, Pesaran ve Shin testi sonuçları değerlendirildiğinde, IP ve FP değişkenlerine yönelik olasılık değerleri 0.05’ten küçük çıkmıştır. Böylelikle “H₀: Birim kök vardır.” Sıfır hipotezi reddedilerek “H₁: Birim kök yoktur.” H₁ hipotezi kabul edilmektedir. Kısaca birim kök yoktur ve seriler durağandır. İkinci nesil birim kök testlerinden biri olan Smith vd. (2004) Bootstrap testine yönelik birim kök testi analiz sonuçları Tablo 10’da gösterilmektedir.

Tablo 10. Smith vd. (2004) Bootstrap Birim Kök Test Sonuçları

	t-bar istatistik	Olasılık Değeri	WS istatistik	Olasılık
ROA				
Sabit	-2.219	0.005	-2.377	0.000
Sabit ve trend	-2.856	0.002	-3.101	0.000
ROE				
Sabit	-2.369	0.000	-2.556	0.000
Sabit ve trend	-3.048	0.000	-3.423	0.000

H₀: Birim kök vardır. H₁: Birim kök yoktur. (% 5 olasılık değeri ile değerlendirilmektedir.)

Tablo 10’da Smith vd. (2004) Bootstrap test sonuçları incelendiğinde, olasılık değerleri 0.05’ten küçük çıkmıştır. Bu nedenle H₀ hipotezi reddedilir, birim kök yoktur. ROA ve ROE değişkenlerin de serilerin durağan olduğu belirlenmiştir.

➤ Tahmin Modeli Belirleme

Çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini araştırmak için sabit etkiler, rassal etkiler ve havuzlanmış modelini dikkate alarak tahminleme yapılabilmektedir. Model 1 ROA ve Model 2 ROE' yi inceleyebilmek için öncelikle F testi, LM (1980) ve Honda (1985) testleri kullanılarak hangi model ile tahminleme yapılması gerektiğine karar verilmesi gerekmektedir. Hangi tahminleme modelinin kullanılacağı tespit edildikten sonra değişen varyans ve otokolerasyon varsayımları incelenmiştir. Model 1 (ROA) tahminleme sonuçları Tablo 11'de gösterilmektedir.

Tablo 11. Sabit – Rassal Etkiler Model Belirleme Analiz Sonuçları (ROA)

Test	İstatistik	p-değeri
F-grup _sabit	8.967399	0.000000
F-zaman _sabit	5.535867	0.000000
F-iki yönlü _sabit	6.682005	0.000000
LM-grup _rassal	135.6202	0.000000
LM-zaman _rassal	86.74584	0.000000
LM-iki yönlü _rassal	222.3660	0.000000
Honda-grup _rassal	11.64561	0.000000
Honda-zaman _rassal	9.313745	0.000000
Honda-iki yönlü _rassal	14.82050	0.000000
Değişen Varyans İçin Çift Yönlü Sabit Etkiler Model Testi		
LMh_sabit	249.2552	0.000000
Otokorelasyon Testi		
LMp-İstatistik	78.38339	0.000000
LMp*-İstatistik	92.97993	0.000000
Durbin-Watson	1.108956	
H ₀ : Otokolerasyon yoktur.	H ₀ : Değişen varyans yoktur.	
H ₁ : Otokolerasyon vardır.	H ₁ : Değişen varyans vardır.	

Tablo 11'de bulunan Model 1 ROA sonuçları incelendiğinde, havuzlanmış model ile sabit etkiler modeli arasında seçim yapılmasını F testi belirlemektedir. F testi sonucuna göre, olasılık değeri %5'ten küçük olduğu için "H₀: Havuzlanmış etkiler modeli" H₀ reddedilmektedir. Dolayısıyla sabit etkiler modeli ile tahminleme yapılması gerektiği belirlenmiştir. Grup ve/veya zaman etkisine bakıldığında ise çift yönlü etkinin kısaca hem zaman hem de grup etkisinin geçerli olduğu saptanmıştır. Dolayısıyla, aktif karlılık esas alınarak oluşturulan Model 1'de çift yönlü sabit etkiler modelinin geçerli olduğu belirlenmiştir. Havuzlanmış model ile rassal etkiler modeli arasında seçim yapılmasını LM ve Honda testi belirlemektedir. LM ve Honda testi incelendiğinde, bu iki testinde olasılık değeri 0.05'ten küçük çıktığı belirlenmiştir.

Bu nedenle H_0 reddedilmektedir ve rassal etkiler modeli ile tahminleme yapılabileceği de belirlenmiştir. Grup ve/veya zaman etkisine bakıldığında ise olasılık değeri kritik değerinin altında olduğu için çift yönlü etkinin kısaca hem grup hem de zaman etkisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu araştırmada incelenen dönem ve firmalar dikkate alındığında, belirli bir dönemde ve belirli bir firma grubunu içerdiği için sabit etkiler modeli ile tahminleme yapılması, daha etkin ve tutarlı sonuçlar sağlanması açısından önemlidir. Modelde hata terimine ilişkin değişen varyans ve otokolerasyon varsayımlarının sınanması gerekmektedir. Tabloya göre, sabit etkiler modeli baz alındığında otokolerasyon Baltagi ve Li (1991) LM istatistik, Born ve Breuting (2016) LM istatistik ve Durbin Watson testleri ile test edilirken, değişen varyans için ise Breusch-Pagan-Godfrey LM testi ile test edilmiştir. Değişen varyans ve otokolerasyon testinin sonuçları değerlendirildiğinde, olasılık değeri %5'ten küçük olduğu tespit edilmiştir. " H_0 : değişen varyans sorunu yoktur." H_0 reddedilerek değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. Otokolerasyon test sonuçlarına bakıldığında ise, olasılık değerinin 0.05'ten düşüktür. " H_0 : otokolerasyon sorunu yoktur." H_0 reddedilerek otokolerasyon sorunu olduğu tespit edilmiştir (Topaloğlu, 2018:28) Dolayısıyla değişen varyans ve otokolerasyon problemini giderebilmek için White Periyot yöntemi panel standart hataların düzeltilmesinde kullanılmıştır. Ardından AR(1) ve AR(2) sürecinin kullanılmasıyla otokolerasyon probleminin çözülmesini sağlamıştır.

Tablo 12'de yer alan Model 2 ROE tahminleme sonuçları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 12. Sabit – Rassal Etkiler Model Belirleme Analiz Sonuçları (ROE)

Test	İstatistik	p-değeri
F-grup_sabit	8.967399	0.000000
F-zaman_sabit	5.535867	0.000000
F-iki yönlü_sabit	6.682005	0.000000
LM-grup_rassal	135.6202	0.000000
LM-zaman_rassal	86.74584	0.000000
LM-iki yönlü_rassal	222.3660	0.000000
Honda-grup_rassal	11.64561	0.000000
Honda-zaman_rassal	9.313745	0.000000
Honda-iki yönlü_rassal	14.82050	0.000000
Değişen Varyans İçin Çift Yönlü Sabit Etkiler Model Testi		
LMh_sabit	249.2552	0.000000
Otokorelasyon Testi		
LMp-İstatistik	78.38339	0.000000
LMp*-İstatistik	92.97993	0.000000
Durbin-Watson	1.108956	0.000000
H_0 : Otokolerasyon yoktur.	H_0 : Değişen varyans yoktur.	
H_1 : Otokolerasyon vardır.	H_1 : Değişen varyans vardır.	

Tablo 12’de bulunan Model 2 tahminleme sonuçları değerlendirildiğinde, F testi sonucuna göre, olasılık değeri %5’ten küçük olduğu için “ H_0 : Havuzlanmış etkiler modeli” H_0 reddedilmektedir. Dolayısıyla sabit etkiler modeli ile tahminleme yapılması gerektiği belirlenmiştir. Grup ve/veya zaman etkisine bakıldığında ise çift yönlü etkinin kısaca hem zaman hem de grup etkisi geçerli olduğu saptanmıştır. Dolayısıyla, aktif karlılık esasa alınarak oluşturulan model 1’de çift yönlü sabit etkiler modelinin geçerli olduğu belirlenmiştir. LM ve Honda testi incelendiğinde, bu iki testinde olasılık değeri 0.05’ten küçük çıktığı belirlenmiştir. Bu nedenle H_0 reddedilmektedir ve rassal etkiler modeli ile tahminleme yapılabileceği de belirlenmiştir. Grup ve/veya zaman etkisine bakıldığında ise olasılık değeri kritik değerinin altında olduğu için çift yönlü etkinin kısaca hem grup hem de zaman etkisi geçerli olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu araştırmada incelenen dönem ve firmalar dikkate alındığında, belirli bir dönemde ve belirli bir firma grubunu içerdiği için sabit etkiler modelinin kullanılması, daha tutarlı ve etkin sonuçlar elde edilmesi bakımından önemlidir. Modelde hata terimine ilişkin değişen varyans ve otokolerasyon varsayımlarının sınanması gerekmektedir. Tabloya göre, Model 2’de sabit etkiler modeli baz alındığından otokolerasyon Baltagi ve Li (1991) LM istatistik, Born ve Breuting (2016) LM istatistik ve Durbin Watson testleri ile test edilirken, değişen varyans için ise Breusch-Pagan-Godfrey LM testi ile test edilmiştir. Değişen varyans ve otokolerasyon testinin sonuçları değerlendirildiğinde, olasılık değeri % 5’ten küçük olduğu tespit edilmiştir. “ H_0 : değişen varyans sorunu yoktur.” H_0 reddedilerek değişen varyans sorunu olduğu tespit edilmiştir. Otokolerasyon test sonuçlarına bakıldığında ise, olasılık değerinin 0.05’ten düşüktür. “ H_0 : otokolerasyon sorunu yoktur.” H_0 reddedilerek otokolerasyon sorunu olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla değişen varyans ve otokolerasyon problemini giderebilmek için Periyot SUR yöntemi panel standart hataların düzeltilmesinde kullanılmıştır. Ardından AR(1) ve AR(2) sürecinin kullanılmasıyla otokolerasyon problemi çözülmesini sağlamıştır.

➤ Tahmin Sonuçları

Bu çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında istatistikî açıdan anlamlı bir ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Tahmin sonuçları Tablo 13’te gösterilmektedir.

Tablo 13. Model 1 Tahmin Sonuçları (ROA)

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık Değeri
IP	0.191846	0.043754	4.384603	0.0000
FP	-0.067658	0.037401	-1.808998	0.0712
C	-0.014666	0.030023	-0.488489	0.6255
AR(1)	0.224244	0.101179	2.216311	0.0272
AR(2)	0.348502	0.103440	3.369117	0.0008
White Periyot				
R- kare	0.401171			
Düzeltilmiş R-kare	0.372439		Ort. Bağımlı Değ.	0.059212
S.E. of regresyon	0.040974		S. S. Bağımlı Değ.	0.051722
Resid Kare Ort.	0.664818		Akaike Bilgi Kriteri	-3.504897
Log likelihood	749.0185		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.311114
F-İstatistik	13.96265		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri.	-3.428275
Olasılık (F-İstatistik)	0.000000			
Inverted AR Roots	.71		-.49	

Yapılan analizde çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisine ilişkin iki farklı model oluşturulmuştur. İlk olarak Model 1 ROA tahmin sonuçlarına göre, modelin anlamlı olup olmadığını gösteren (F-istatistik) olasılık değeri 0.05'ten küçük çıktığı tespit edilmiştir. Böylece aktif karlılık temel alınarak oluşturulan modelin bir bütün olduğunu, %1 anlamlılık düzeyinde modelin anlamlı olduğu belirlenmiştir. Diğer taraftan modelin önemli göstergesinden biri olan modelin açıklayıcı gücü R_2 değeridir. Çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikası olan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken olan aktif karlılıkta (ROA) meydana gelen değişimlerin 0.40'ını açıkladığı tespit edilmiştir. Model 1'de elde edilen bulgular incelendiğinde, çalışma sermayesi yatırım politikası ile aktif karlılık arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yatırım politikasındaki bir birimlik artış aktif karlılıkta 0.19 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Bu bağlamda toplam varlıklar içerisindeki dönen varlıkların artması aktif karlılığı da arttırmaktadır. Diğer bir ifade ile firmalar yatırım politikasını izleyerek firmanın karlılığını yükseltmektedir. Bu durum ihtiyatlı politikanın kullanılması doğrultusunda, firmanın sıkıntı yaşanmamasını sağlamak ve karlılığı da arttırmaktadır. Diğer taraftan finansman politikasındaki bir birimlik artış ise aktif karlılıkta 0.06 birimlik bir azalışa neden olmaktadır. Finansman politikası (FP) ile aktif karlılık (ROA) arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli kaynakların fazla kullanılması, firmanın atılgan bir tutum sergilemesine neden olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum firmaların karlılığını düşürdüğü de görülmektedir. Çünkü firma maliyetten kaçınmak isterken elinde

karlılığını da kaybetme durumu ile karşılaşmaktadır. Araştırmada oluşturulan hipotezler bu bulgular doğrultusunda Hipotez 1 reddedilmiştir ve “ $H_{1=}$ BIST 100 firmalarda finansman politikası ile aktif karlılık arasında bir ilişki vardır.”, Hipotez 2 ise reddedilmiştir. Kısaca “ $H_{1=}$ BIST 100 firmalarında yatırım politikası ile aktif karlılık arasında bir ilişki vardır. “

Tablo 14’te yer alan Model 2 ROE tahmin sonuçları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 14. Model 2 Tahmin Sonuçları (ROE)

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık Değeri
IP	0.462072	0.073646	6.274222	0.0000
FP	-0.084603	0.069586	-1.215802	0.2248
C	-0.074932	0.047740	-1.569592	0.1173
AR(1)	0.245168	0.062620	3.915204	0.0001
AR(2)	0.443079	0.068372	6.480382	0.0000
Periyot SUR (PCSE)				
R- kare	0.417871			
Düzeltilmiş R-kare	0.389940	Ort. Bağımlı Değ.		0.125065
S.E. of regresyon	0.080335	S. S. Bağımlı Değ.		0.102853
Resid Kare Ort.	2.555673	Akaike Bilgi Kriteri		-2.158339
Log likelihood	468.9345	Schwarz Bilgi Kriteri		-1.964556
F-İstatistik	14.96113	Hannan-Quinn Bilgi Kriteri.		-2.081718
Olasılık (F-İstatistik)	0.000000			
Inverted AR Roots	.80		-.55	

Yukarda yer alan analizde çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini Tablo 14’te gösterilen model sonuçları ile gösterilmektedir. Model 2 ROE tahmin sonuçlarına göre, modelin anlamlı olup olmadığını gösteren (F-istatistik) olasılık değeri 0.05’ten küçük çıktığı tespit edilmiştir. Böylece özsermaye karlılığı temel alınarak oluşturulan modelin bir bütün olduğunu, % 1 anlamlılık düzeyinde modelin anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bir diğer modelin önemli bir göstergesi olan modelin açıklayıcı gücü R_2 değeridir. Çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikası olan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken olan özsermaye karlılığında (ROE) meydana gelen değişimlerin 0.41’ini açıkladığı tespit edilmiştir. Model 2’de elde edilen bulgular incelendiğinde, çalışma sermayesi yatırım politikası ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yatırım politikasındaki bir birimlik artış özsermaye karlılığında 0.46 birimlik artışa neden olmaktadır. Bu bağlamda firmalar yatırım politikasını izleyerek özsermaye karlılığını arttırmaktadır. Böylece dönen varlıklara yapılan yatırımın fazla olması firma değerini

de olumlu olarak etkileyebilmektedir. Diğer taraftan çalışma sermayesi finansman politikası ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Çalışmada elde edilen bu sonuçlar Coşkun ve Kök (2011), Alparslan vd. (2015), Rasyid (2017), Şen vd. (2009), Keskin ve Gökcalp (2016), Aygün (2012), Raheman, vd. (2010), Gill vd. (2010) ve Ademola(2014), Nur Topaloğlu (2019), Şahin (2011), Arshad ve Gondal (2013), Öndeş ve Pagheh (2018), Wanguu (2015), Javid ve Zita (2014) yapılan çalışmalar ile bulunan sonuçlar paralellik, Mwangi, Makau and Kosimbei (2014), Hassani ve Tavosi (2014), Deloof (2003), Lazaridis ve Tryfonidis (2006), Güdelci (2016), Taani (2012), Thakur Al-Mukit (2017), Salawu (2007), Vahid vd. (2012) ile de farklılık göstermektedir.

Araştırmada oluşturulan Hipotez 3 reddedilememiştir ve “ H_0 = BIST 100 firmalarda finansman politikası ile özsermaye karlılığı arasında bir ilişki yoktur.”, Hipotez 4 ise reddedilmiştir. Kısaca “ H_1 = BIST 100 firmalarında yatırım politikası ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki vardır.”

SONUÇ

Günümüz rekabet koşullarında çalışma sermayesi yönetimi önemli bir hale gelmektedir. Çünkü kriz dönemlerinde ya da enflasyonist koşullarda çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmaması firmaları maddi açıdan sıkıntıya düşürebilmektedir. Bu nedenle firmalar ayakta kalabilmesi ve faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürebilmesi için çalışma sermayesini dikkatli kullanması gerekmektedir. Dolayısıyla çalışma sermayesine yapılan yatırımlar önem taşımaktadır. Firmalar çalışma sermayesi ihtiyacını azaltarak maliyeti minimum seviyeye getirmek ve rekabet fırsatını elde etmek istemektedirler. Ayrıca yetersiz çalışma sermayesinin neden olabileceği faaliyetlerini devam ettirememeye risklerine karşı korunmak için firmalar daha fazla çalışma sermayesi buldurmak istemektedirler. Fakat çalışma sermayesi yönetiminin finansal kararları uygularken; firmanın ekonomik koşullarını, teknolojik değişmelerini, üretim kapasitesini, finansal durumunu, geleceğe yönelik hedeflerini ve yapılacak olan yatırımlarını da etkileyebilmektedir.

Çalışmada, BİST 100 endeksinde kesintisiz işlem gören firmaların 2005-2018 dönemleri arasında, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans etkisinin ortaya çıkarılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisini araştırmak için panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Araştırmada çalışma sermayesinin ölçütü olarak yatırım ve finansman politikaları, finansal performansın değişkenleri olarak ise aktif karlılık ve özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Finansal performansını temsil eden değişkenler doğrultusunda iki farklı model kurulmuştur. Ayrıca araştırma kapsamında dört ayrı hipotez oluşturulmuştur. Araştırmanın analiz kısmında, 2005-2018 yıllarında 14 yıllık ve altı aylık finansal tablolarından yararlanılarak, faaliyetlerini kesintisiz bir şekilde sürdüren 16 firmanın verilerine ulaşılmıştır.

Araştırmada Spearman Korelasyon analizi ve VIF testi uygulanarak bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı test edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı sonucuna göre, ROA ve ROE değişkenlerinde yatay kesit bağımlılığı söz konusu olduğu, IP ve FP'de ise yatay kesit bağımlılığı söz konusu olmadığı belirlenmiştir. Sonrasında, homojenite testinde, ROA, ROE, IP ve FP değişkenlerinin heterojen olduğu gözlemlenmiştir. Birim kök testi, serinin durağan

olup olmadığı test edilmiştir. Kullanılmaya karar verilen birinci nesil birim kök testi olan IPS testi ve ikinci nesil birim kök testi olan Smith vd. Bootstrap birim kök testinden yararlanılmıştır. Sonrasında F testi, tahminleme için hangi modelin kullanılacağı belirlenmiştir. Dolayısıyla modelin sabit etkiler modeli ile tahminleme yapılması gerektiği sonucuna varılmıştır. Değişen varyans ve otokolerasyon testinde, Model 1 ROA ve Model 2 ROE’ de değişen varyans ve otokolerasyon sorunu tespit edilmiştir. Değişen varyans ve otokolerasyon problemini giderebilmek için panel standart hataları düzeltilmesinde kullanılan Period SUR, White Period, AR(1) ve AR(2) yönteminden yararlanılmıştır.

Model 1’de çalışma sermayesi politikalarının aktif karlılık arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz neticesinde %1 anlamlılık düzeyinde modelin anlamlı olduğunu ve yatırım ve finansman politikasının, aktif karlılıkta (ROA) meydana gelen değişimlerin 0.40’ını açıkladığı tespit edilmiştir. Analizde, yatırım politikası ile aktif karlılık arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Toplam aktifler içerisinde dönen varlıkların artması, aktif karlılığı arttırdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durumda firmalar ihtiyatlı bir yol izlemektedir. Finansman politikası ile aktif karlılık arasında ise anlamlı ve negatif bir ilişki belirlenmiştir. Toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli kaynak kullanımının artması aktif karlılığı olumsuz olarak etkilediği tespit edilmiştir. Bu durumda atılğan finansman politikasının firmaların başarılarını düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Model 2’de ise çalışma sermayesi politikaları ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz sonucunda, %1 anlamlılık düzeyinde modelin anlamlı olduğunu ve yatırım ve finansman politikasının, özsermaye karlılığında (ROE) meydana gelen değişimlerin 0.41’ini açıkladığı belirlenmiştir. Model 2’de yatırım politikası ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Toplam aktifler içerisindeki dönen varlıklardaki artışın özsermaye karlılığını olumlu etkilediği görülmektedir. Buna göre firma, yeni yatırımlara yönelerek kendi içinde bıraktığı karı daha fazla yükseltmektedir. Finansman politikası ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Araştırma kapsamında oluşturulan Hipotez 1,2 ve 4 reddedilirken, Hipotez 3 reddedilememiştir.

Bu çalışmada elde edilen bulgular; Coşkun ve Kök (2011), Rasyid (2017), Şen vd. (2009), Keskin ve Gökalp (2016), Aygün (2012), Raheman, Afza, Qayyum and Bolda (2010), Nur Topaloğlu (2019), Şahin (2011), Arshad ve Gondal (2013), Öndeş

ve Pagheh (2018), Wanguu (2015), Javid ve Zita (2014), Ata ve Buğan (2016), Jose, Lancaaster ve Stevens (1996), Mohamad ve Saad (2010), Wanguu (2015), Shin ve Soenen (1998), Padachi (2006), Visscher and Weinraub (1998), Alala ve Nyabuti (2014), Miah vd. (2017), İslam vd. (2018), Hussain ve Shah (2019) tarafından elde edilen bulguların sonuçları ile paralellik göstermektedir.

BİST 100 endeksinde faaliyet gösteren firmalar için yapılan çalışmada, ihtiyatlı çalışma sermayesi politikasının izlenmesi aktif karlılığa pozitif etki yarattığı ortaya çıkarılmıştır. Bu doğrultuda dönen varlıklara yapılan yatırımın artması ile firma karlılığına pozitif etki yarattığı gözlemlenmektedir. Ayrıca firmaların daha fazla kaynak kullanarak ortaya çıkan kaynak maliyetinin yüksek olduğu anlamına gelse de, performansı arttırıcı etkinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu sebeple çalışma sermayesinin sıkıntı yaşanmamasının oluşturduğu fırsatlar karlılık etkisinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. İhtiyatlı yatırım politikasını benimseyen firmaların çalışma sermayesini daha etkin bir biçimde yönetebildikleri söylenebilir. Atılğan finansman politikasında ise aktif karlılığı negatif etkilerken özsermaye karlılığına etkisi bulunmamaktadır. Buna göre, kısa vadeli yükümlülüklerin artması durumunda firmaların riski yükselmekte ve kaynak maliyetini yok etmektedir. Fakat firmalarda karlılığın düşmesine doğrultusunda finansal performansı azaltıcı etkisinin bulunduğunu göstermektedir. Atılğan finansman politikasını izleyen firmalarda kaldıraç oranını yeterli bir biçimde kullanmadığını ve yükümlülüklerini yerine getirecek seviyede olmadığını ortaya koymaktadır. Buna göre firmalar atılğan politikadan uzak durması gerekmektedir. Çünkü kısa vadeli kaynak kullanımının fazlalığı, özsermaye karlılığını etkilemediği görülmektedir. Dolayısıyla borç kullanımının fazla kullanılmasında kaldıraç etkisinden dolayı özsermaye karlılığının kullanılmamasına neden olabilmektedir. Bu nedenle yabancı kaynakların az kullanılması firmaların kazancını arttırabilmektedir ve firmalar uzun vadeli kaynakların kullanımına yönelmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, firmalar atılğan politikayı takip ederlerse riskleri yükselecek, fakat ihtiyatlı politikayı takip ederlerse firmaların riski azalacaktır. Bu durumda firmalar ihtiyatlı politika izlerken performansları açısından firmaların başarısında fayda sağladığı öngörülmüştür. Buna göre, pay sahiplerinin yöneticiler ve yatırımcıların çalışmada yapılan analiz sonucunda kendi menfaatleri doğrultusunda kendi kararlarını uyguladığı da görülmektedir. Bu çalışmada, araştırmanın kapsamında seçilen firmalar, belirlenen

değişkenler, ilgili dönemler olması, elde edilen sonuçların ve araştırmanın sınırlılıklarının belirlenmesi için analizden çıkarılan bazı firmaları ile literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.



KAYNAKÇA

- Abbadi, S.M. and Abbadi, R.T. (2013). "The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations". *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 5, Issue 1, 65-75.
- Ademola, O. J. (2014). "Working Capital Management and Profitability of Selected Quoted Food and Beverages Manufacturing Firms in Nigeria". *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, Vol. 2, Issue 3, 10-21.
- Ağırbaş, İ. (2014). *Sağlık Kurumlarında Finansal Yönetim ve Maliyet Analizi*. Ankara. Siyasal kitabevi.
- Ahmed, M., Raza, M. Y., Bashir, M., Latif, K. and Shah, S.T. (2019). "Impact of Working Capital Management on Profitability: Evidence From Pakistan Oil Sector". *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 5, Issue 1, 286-300.
- Akbulut, R. (2011). "İMKB'de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma". *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40 (2), 195-206.
- Akgüç, Ö. (2013). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın. 8. Basım. İstanbul.
- Aksoy, A. ve Yalçiner, K. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Gazi Kitabevi. 4.Basım.Ankara.
- Akın, O. ve Eser, E. D. (2014). "İşletme Sermayesi Yönetimi: Mermer İşletmelerine Yönelik Bir Araştırma". *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16 (27), 45-55.
- Akinlo, O.O. (2012). "Determinants of Working Capital Requirements in Selected Quoted Companies in Nigeria". *Journal of African Business*, 13 (1), 40-50.
- Akram I. M. H., Shahzad A. and Ahmad I. (2018). "The Impact of Corporate Governance on the Working Capital Management Efficiency of Pakistani Manufacturing Firms". *The IUP Journal of Applied Finance*, 24 (4), 35-50.
- Aksoy E. E. (2013). "İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçi Faktörlerin Analizi: Prais-Winsten Regresyon Uygulaması". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15 (3), 73-86.

- Aktaş N., Croci E. and Petmezas D. (2015). "Is Working Capital Management Value-Enhancing? Evidence from Firm Performance and Investments". *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113.
- Al-Shubiri, F.N. (2011). "Analysis of the Relationship Between Working Capital Policy and Operating Risk: an Empirical Study on Jordanian Industrial Companies". *Hebron University Research Journal*, 6 (1), 287-306.
- Alala O. B. ve Nyabuti W. M. (2014). "The Relationship Between Working Capital Management Policy and Financial Performance of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange, Kenya". *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 2 (3), 212-219.
- Alavinasab, S. M. and Davoudi, E. (2013). "Studying The Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in Tehran Stock Exchange". *Business Management Dynamics*, 2 (7), 01-08.
- Alparslan, D., Gençtürk, M. ve Özgülbaş, N. (2015). "Sağlık Bakanlığı Hastanelerinde İşletme Sermayesi ile Finansal Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkinin Analizi". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20 (1), 317-338.
- Appuhami, B., A., R. (2008), "The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: an Empirical Study Across Industries in Thailand". *International Management Review*, 4(1), 11-26.
- Archavli, E., Siriopoulos, K. and Arvanitis, S. (2012). "Determinants of Working Capital Management", *Available at SSRN 2179907*.
- Arslan, Ö. (2003). "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları". *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (1), 121-135.
- Arunkumar N. O. and Radharamanan T. (2013). "Variables Affecting Working Capital Management of Indian Manufacturing Firms: Factor Analysis Approach". *International Journal of Financial Management*, 3(2), 11-18.
- Ata, H. A. ve Buğan, M. F. (2016). "İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Etkinliğinin Firma Değerine Etkisi Nasıldır?". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 35, 25-33.

- Atmaca, M. (2016). "Finansal Oranlar Aracılığıyla Çalışma Sermayesi Bileşenlerinin Karlılığa Etkisi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Kimya, Plastik ve Kauçuk Şirketlerinde Bir Araştırma". *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14 (28), 633-649.
- Aygün, M. (2012). "Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama". *Ege Akademik Bakış*, 12 (2), 215-223
- Aytürk, Y. ve Yanık, S. (2015). "Çalışma Sermayesi Yönetimi Türkiye'deki KOBİ'lerde Karlılığı Nasıl Etkiler?". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 68, 157-168.
- Ayub, Q. M. Y. (2015). "Impact of Working Capital Management on Profitability of Textile Sector of Pakistan". *International Journal of Information, Business and Management*, 174-194.
- Azeem, M. M. and Marsap, A. (2015). "Determinant Factors and Working Capital Requirement". *International Journal of Economics and Finance*, 7 (2), 280-292.
- Azhar Mohamad E. N. (2018). "Does Working Capital Relevant in Enhancing the Malaysia's Government Linked Company (GLC) Value?". *Global Business and Management Research: an International Journal*, 10 (3), 418-430.
- Banos-Caballero S., García-Teruel P. J. and Martínez-Solano P. (2016). "Financing of Working Capital Requirement, Financial Flexibility and SME Performance". *Journal of Business Economics and Management*, 17 (6), 1189-1204.
- Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P. (2010). "Working Capital Management in SME". *Accounting and Finance*, 50, 511-527.
- Baraçlı H. ve İme M. (2013). *Kurumsal İşletmelerde Finansal Yönetim*. (1. Basım). İstanbul. Alfa Basım Yayın Dağıtım.
- Bei. Z. and Wijewardana, P. W. (2012). "Working Capital Policy Practice: Evidence from Sri Lankan Companies". *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, 40, 695-700.
- Bellouma, M. (2010). "Effects of Capital Investment on Working Capital Management: Evidence on Tunisian Export SMES". *The International Journal of Finance*, 22 (3), 6497-6509.

- Bhatia, S. and Srivastava, A. (2016). "Working Capital Management and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India". *Management and Labour Studies*, 41 (2), 1–17.
- Bin, L., Chen, J. and Tran, S. D. (2019). "Exploring the Determinants of Working Capital Management: Evidence Across East Asian Emerging Markets". *Economics, Management and Financial Markets*, 14 (2), 11-45.
- Blinder, S. A. and Maccini, J. Louis (1991). "Taking Stock: A Critical Assessment of Recent Research on Inventories". *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1), 73-96.
- Block, B. S. and Hirt, A. G. (1984). *Foundations of Financial Management*. Homewood: Richard D. Irwin, Inc.
- Borsa İstanbul, www.bist.gov.tr.
- Botoc, C. and Anton, S., G. (2017). "Is Profitability Driven by Working Capital Management? Evidence for High-Growth Firms from Emerging Europe". *Journal of Business Economics and Management*, 18 (6), 1135–1155.
- Brealey, Richard A., Stewart, C. Meyers and Alan, J. Marcus. *İşletme Finansının Temelleri*. Çeviren; Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2007.
- Brigham, E. F. and Joel, F. Houston (Ocak 2014). Çeviren; Aypek, N. *Finansal Yönetimin Temelleri*. (7. Baskı). Nobel Akademik Yayıncılık. Ankara.
- Bukhari, M. and Malik, M. S. (2014). "The Impact of Working Capital Management on Corporate Performance: a Study of Firms in Cement, Chemical and Engineering Sectors of Pakistan". *Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences*, 8 (1), 134–148.
- Büyükalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2010). "Kriz Öncesi ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (2), 47-71.
- Canbaş, S. ve Vural G. (2010). *Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler*. (1. Baskı). Adana/Seyhan. Karahan Kitabevi.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. (10. Basım), Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım.

- Chakraborty, N. (2013). "Working Capital Performance: A Case Study on Dabur India Ltd.". *International Journal Of Research In Commerce & Management*, 4 (10), 93-99.
- Ching Y. H., Novazzi A. and Gerab F. (2011). "Relationship Between Working Capital Management and Profitability in Brazilian Listed Companies". *Journal of Global Business and Economics*, 3 (1), 74-87.
- Coşkun, M. (2009). "*Finansal Yönetim*". (7. Baskı). Eskişehir. Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Coşkun, E. ve Kök, D. (2011). "Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması". *Ege Akademik Bakış*, 11 (5), 75-85.
- Çakır H. M. ve Küçükkaplan, İ. (2012). "İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000- 2009 Dönemi İçin Analizi". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (53), 69-86.
- Çakır, M. H. (2013). "Nakit Döngüsünün Firma Kârlılığına Etkisinin Sektörel Analizi", *Journal of Yasar University*, 8 (30), s. 4948-4965.
- Dayanandan, R. (2010). "Working Capital Management for Sustainable Cooperatives". *Global Business and Management Research: an International Journal*, 2 (1), 102-124.
- Dayı, F. (2019). "Net İşletme Sermayesinin Likiditeye Etkisi: BİST 30 Şirketlerinde Bir Uygulama", *KOCATEPE İİBF Dergisi*, 21 (1), 47-58.
- Deloof, M. (2003). "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30, 573-587.
- Demireli E., Başçı, S. E. ve Karaca, S. S. (2014). "İşletme Sermayesi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama". *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 5 (1), 79-98.
- Dinçergök, B. (2019). "İşletme Sermayesi Yönetimi ve Kârlılık İlişkisi: Doğrusal Olmayan İlişkinin BIST Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektöründe Sınanması". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 82, 162-176.
- Doğan, M. ve Elitaş, L. B. (2014), "Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: Borsa İstanbul Gıda Sektörü Üzerine Bir İnceleme". *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 16 (2), 1-15.

- Dorisz, T. (2014). "Analysis of Working Capital Management of Leading Companies in The Hungarian Dairy Sector Between 2008 and 2012", *Annals of the University of Oradea, Economic Science*, 948-959.
- Dursun, A. ve Ayriçay, Y. (2012). "Çalışma Sermayesi-Karlılık İlişkisinin İMKB Örneğinde 1996-2005 Dönemi Analizi". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26 (3-4), 199-214.
- Ebben, J. J. and Johnson, C. A. (2011). "Cash Conversion Cycle Management in Small Firms: Relationships with Liquidity, Invested Capital, and Firm Performance", *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 24 (3), 381-396.
- Eljelly, A. (2004). "Liquidity-Profitability Tradeoff: An empirical Investigation in an Emerging Market". *International Journal of Commerce & Management*, 14 (2), 48 – 61.
- Enqvist, J., Graham, M. and Nikkinen, J. (2014). "The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland". *Research in International Business and Finance*, 32 (August), 36–49.
- Ercan, K. M. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. 2. Baskı. Gazi Kitabev. Ankara. Ocak.
- Ercan, K. M. ve Ban, Ü. (2008). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi. Ankara.
- Erdaş, M. L. (2015). "Firma Karlılığı Üzerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin ve Makroekonomik Faktörlerin Etkisi: Borsa İstanbul Endeksi Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama". *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8 (41), 1220-1229.
- Erdinç, S. B. (2008). "Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi Yönetiminin İncelenmesi", *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (2), 223-236.
- Etiennot, H., Preve, A. L. and Allende, S. G. (2012). "Working Capital Management: an Exploratory Study". *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 22 (1), 1-14.

- Falope, O. I. and Ajilore, O. T. (2009). "Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria". *Research Journal of Business Management*, 3 (3), 73-84.
- Fazzari, M. S. and Petersen, C. B. (1993). "Working Capital and Fixed Investment: New evidence on Financing Constraints". *The Rand Journal of Economics*, 24 (3), 328-342.
- Fernandez, C., McMahon, E., M., Millard, S. and Lukasz, R. (2011). "Understanding Macroeconomic Effects of Working Capital in the United Kingdom". *Bank of England Working Paper*, 422, 1-38
- Fettahoğlu, S. ve Farah, S. H. A. (2016). "İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin İşletme Kârlılığı Üzerindeki Etkisini Belirlemeye Yönelik Bir Uygulama". *Elektronik Mesleki Gelişim ve Araştırma Dergisi*, 1, 1-15.
- Fettahoğlu, S. ve Mohamud A. F. (2016). "Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletme Karlılığı Üzerine Etkisi: BİST’de Bir Uygulama". *Elektronik Mesleki Gelişim ve Araştırma Dergisi*, 16-28.
- Filbeck, G. and Krueger, T. M. (2005). "An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries". *American Journal of Business*, 20 (2), 11–20.
- Filbeck, G., Zhao, X. and Knoll, R. (2017). "An Analysis of Working Capital Efficiency and Shareholder Return". *Original Research*, 48, 265–288.
- Forghani, M., Shirazipour, M. and Hosseini, A. (2013). "Impact of Working Capital Management on Firms Performance". *J. Basic and Applied Scientific Research*, 3 (7), 943-947.
- Frimpong, S. (2018). "Working Capital Management Policies and Value Creation of Listed Non-Financial Firms in Ghana: A Panel Fmols Analysis". *Business and Economic Horizons*, 14 (4), 725-742.
- Ganesan, V. (2007). "An Analysis of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry". *Rivier Academic Journal*, 3 (2), 1-10.
- Gao, J. and Wang, J. (2017). "Is Working Capital Information Useful for Financial Analysis? Evidence from China". *Emerging Markets Finance and Trade*, 53 (5), 1135-1151.

- Gill A. (2011). "Factors That Influence Working Capital Requirements in Canada". *Economics and Finance Review*, 1 (3), 30-40.
- Gill, A., Biger, N. and Mathur, N. (2010). "The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States". *Business and Economics Journal*, 10 (1), 1-9.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. New York. McGraw-Hill.
- Güdelci, E. N. (2016). "İşletme Düzeyinde Çalışma Sermayesi ve Karlılık İlişkisi – BİST’ de Faaliyet Gösteren Gübre İşletmeleri Üzerine Bir Çalışma". *Yaşam Bilimleri Dergisi*, 6 (2), 183-193.
- Habrnal, M. (2012). "The Impact of the Crisis on Net Working Capital and Quick Ratio at Top Czech Enterprises Recent Advances in Management". *Marketing and Finances*, 23-29
- Han T., Chinta, R. and Palker, D. (2017). "Strategy Behaviors of Firms in Times of External Shocks and Their Impact on Operating Performance: an Event Study". *SAM Advanced Management Journal*, 61-73.
- Haron, R. and Nomran, N., M. (2015). "Determinants of Working Capital Management Before, During and After the Global Financial Crisis of 2008: Evidence from Malaysia". *Institute of Islamic Banking and Finance, Proceedings of The Asia Pacific Conference on Business and Social Sciences*, 330-341.
- Hassani, M. and Tavosi, R. A. (2014). "To Survey The Effect of Working Capital Policies (İnvesting & Financing) on Profitability Risk Evidence from Tehran Stock Exchange". *Journal of Investment and Management*, 3 (1), 30-36.
- Hawawini, G., Viallet, C. and Vora, A. (1986). "Industry Influence on Corporation Working Capital Decisions". *Sloan Management Review*, 27, 15-24.
- Helhel, Y. ve Karasakal, S. (2017). "Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Karlılık Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da (BİST) Bir Uygulama". *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14 (3), 27-39.
- Hussain S. and Shah T. (2019). "Impact of Working Capital Management on Profitability of Pharmaceutical and Chemical Companies: a Comparative Study of Pakistan and India". *Journal of Managerial Sciences*, 13 (1), 38-48.

- Idowu, A., Ogundipe, S. E. and Ogundipe, L. O. (2012). "Working Capital Management, Firm's Performance and Market Valuation in Nigeria". *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 6 (1), 1196-1200.
- Iqbal, A. and Wang, Z. (2018). "Effect of Working Capital Management on Profitability". *International Conference on Key Engineering Materials and Computer Science*, 53-60.
- Işık, E. ve Kiracı, M. (2012). "2008 Küresel Finansal Krizin İşletmelerin Çalışma Sermayeleri Üzerindeki Etkilerinin Oranlar Aracılığıyla Tespiti: İMKB'de Bir Araştırma". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 54, 157-174.
- İltaş, Y. (2016). "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançolarını Kullanarak İşletme Sermayesi Gereksinimini Etkileyen Değişkenler Üzerine Bir Analiz: 1996-2013". *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 48, 123-143.
- İltaş, Y. ve Erdoğan, S. (2017). "İşletme Sermayesi İhtiyacının Kârlılık Üzerindeki Etkisi: Sektörel Bir Uygulama". *Business and Economics Research Journal*, 8 (3), 433-452.
- İspir, M. S., Kök, D. ve Coşkun, E. (2013). "Çalışma Sermayesi Politikalarında Sektörel Farklılaşma ve Ortalamaya Dönme Eğilimi". *Business and Economics Research Journal*, 4 (4), 49-70.
- Jang, S. and Mun, S. G. (2015). "Working Capital, Cash Holding, and Profitability of Restaurant Firms". *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1-11.
- Javid, S. and Zita, V. P.M. (2014). "Impact of Working Capital Policy on Firm's Profitability: A Case of Pakistan Cement Industry". *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (5), 182-191.
- Jose, M. L., Lancaster, C. and Stevens, J. L. (1996). "Corporate Returns and Cash Conversion Cycles". *Journal of Economics & Finance*, 20 (1), 33-46.
- Joseph, J. (2014). "Impact of Working Capital Management on Firm's Profitability & Liquidity: An Empirical Study of Ashok Leyland Ltd.". *International Journal Of Research In Commerce & Management*, 5 (2), 32-40.
- Judiharto, D. and Warganegara, D.L. (2009). "An Examination of the Influence Working Capital Management on Cash Flow in Consumer Goods Industry". *Telaah Manajemen*, 4 (2), 181-196.

Kamuyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr

Kandpal, V. (2015). "An Analysis of Working Capital Management in Select Construction Companies". *Journal of Commerce and Management Thought*, 6 (1), 7-31.

Karadeniz, E. (2012). "Turizm Sektörünün Nakit Dönüşüm Süresinin Analizi: İMKB Turizm Şirketleri ve TCMB Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma", *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (1), 123-130.

Karaduman, H. A., Akbaş, H. E., Özsözgün, A. and Salih, D. (2010). "Effects of Working Capital Management on Profitability: the Case for Selected Companies in the İstanbul Stock Exchange (2005-2008)". *International Journal Of Economics And Finance Studies*, 2 (2), 47-54.

Karagözoğlu G. ve Aktaş, R. (2018). "İmalat Sektöründeki İşletmelerde Çalışma Sermayesi Belirleyicileri: BİST Örneği". *Yönetim ve Ekonomi*, 25 (3), 713-733.

Kayani, N. U., Silva T. A. and Gan C. (2019). "Working Capital Management and Corporate Governance: A New Pathway for Assessing Firm Performance" , *Applied Economics Letters*, 26 (11), 938-942.

Kayalidere, K., Karagözoğlu, G. ve Aktaş, R. (2019). "Çalışma Sermayesi İle Faaliyet Performansı Göstergesi Olan Etkinlik Arasındaki İlişkinin Tespiti". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 83, 231-248.

Kendirli, S. ve Çankaya, M. (2016). "BİST Turizm Endeksindeki Şirketlerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma". *International Review of Economics and Management*, 4 (2), 46-68.

Kendirli, S. ve Konak, F. (2014). "İşletme (Çalışma) Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: BİST Gıda İçecek Endeksi Uygulaması". *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, 41, 1-17.

Keskin, R. ve Gökalp, F. (2016). "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi". *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 17 (1), 15-25.

Kısakürek, M., Babacan, A. ve Tuncay, M. (2018). "Türkiye’de Sektörel Düzeyde Çalışma Sermayesi Unsurları ile Finansal Performans Arasındaki Etkileşim".

Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 15 (2), 315-332.

- Kieschnick R. and Rotenberg W. (2016). "Working Capital Management, The Credit Crisis, and Hedging Strategies: Canadian Evidence". *Journal of International Financial Management & Accounting*, 27 (2), 208-232.
- Kieschnick, R., Laplante, M., Moussawi, R. (2013). "Working Capital Management and Shareholder Wealth". *Working Paper*, 1-31.
- Knight, J., Ding, S. and Guariglia, A. (2013), "Investment and Financing Constraints In China: Does Working Capital Management Make A Difference?". *Journal of Banking & Finance*, 37 (5), 1490-1507.
- Knight, W. D. (1972). "Working Capital Managementsatisficing Versus Optimization". *Financial Management Association*, 1 (1), 33-40
- Knight, D., Adekola, A. and Samy, M. (2017). "Efficient Working Capital Management As the Tool for Driving Profitability and Liquidity: A Correlation Analysis of Nigerian Companies". *International journal of Business and Globalisation*, 18 (2).
- Korkmaz, T. ve Yaman, S. (2019). "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığına Etkisi: BİST Turizm Firmaları Üzerine Bir Uygulama". *Journal of Tourism Theory and Research*, 5 (2), 301-316
- Karaş, G. ve İçigen, F. K. (2017). "İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerine Etkisinin Araştırılması". *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6 (4), 55-60.
- Krishnakumar, S. and Sivashanmugam, C. (2016). "Working Capital Management and Corporate Profitability: Empirical Evidences from Indian Cement Companies". *Asian Journal of Research in Social Sciences and Humanities*, 6 (7), 1471-1486.
- Kumawat, Y. (2014). "A Study on Working Capital Management Through Ratio Analysis with Special Reference to Rajasthan Drugs & Pharmaceuticals Ltd". *International Journal Of Research in Commerce & Management*, 5 (9), 85-90.
- Lamberson, M. (1995). "Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity", *American Journal of Business*, 10 (2), 45-50.

- Lamprey, L. L., Frimpong, K. and Morrison, A. B. (2017). "Journal of Economics, Management and Trade: Empirical Study on the Influence of Working Capital Management on (Performance of SMES in a Developing". *Economy*, 17 (4), 1-10.
- Lazaridis, I. ve D. Tryfonidis (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.
- Lecturer, B. E. (2016). "Working Capital Management As a Financial Strategy to Improve Profitability and Growth of Micro and Small-Scale Enterprises (Mses) Operating in the Central Region Of Ghana". *International Journal of Research In Commerce & Management*, 7 (7), 42-52.
- Lukić, R. (2013). "The Influence of Working Assets Efficiency Management on the Profitability of Trade in Serbia". *Review of International Comparative Management*, 14 (5), 731-747.
- Mahjabeen, Raheman, A. and Rizwan, F. (2018). "Working Capital Management and Corporate Cash Holdings: A Comparative Analysis of Large and Small Scale Non-Financial Pakistani Firms", *Abasyn Journal of Social Sciences, AICTBM*, 1-13.
- Makori, D. M. and Jagongo, A. (2013). "Working Capital Management and Firm Profitability: Empirical Evidence From Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange". *International Journal of Accounting and Taxation*, 1 (1), 1-14.
- Miah, T., Karim, R. and Al-Mamun, A. (2017). "Relationship Between Working Capital Management Efficiency and Profitability: A Comparative Study on Square Pharmaceuticals Limited and Beximco Pharmaceuticals Limited, in Bangladesh". *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 5 (2), 121-128.
- Mielcarz, P., Osichuk, D. and Wnuczak, P. (2018). "Working Capital Management Through the Business Cycle: Evidence from the Corporate Sector in Poland". *Contemporary Economics*, 12 (2), 223-238.
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Zavaleta, C. C. and Zavaleta, C. J. (2008). "Determinants of Working Capital Management in Latin American Companies". *Revista De Ciencias Administrativas Y Sociales*, 24 (51), 5-18

- Mousavi, Z. and Jari, A. (2012). "The Relationship Between Working Capital Management and Firm Performance: Evidence From Iran". *International Journal of Humanities and Social Science*, 2 (2), 141-147.
- Mucuk, M. (2005). "Geçici Vergilerin Çalışma Sermayesi Üzerine Etkileri". *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 223-236.
- Mwangi, W. L., Makau, S. M. and Kosimbei, G. (2014). "Effects of Working Capital Management on Performance of NonFinancial Companies Listed in NSE, Kenya". *European Journal of Business and Management*, 6(11), 195-218.
- Napompech, K. (2012). "Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms". *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 3 (3), 227-232.
- Narender, V., Menon, S. and Shwetha, V. (2008). "Factors Determining Working Capital Management in Cement Industry". *South Asian Journal of Management*, 15 (4), 65-81.
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R. and Supramono, S. (2019). "Working Capital Management and Its Influence on Profitability and Sustainable Growth". *Business: Theory and Practice*, 20, 61–68.
- Nazir, M. S. and T. Afza (2009). "Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability". *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Neab, M. and Noriza, B. M. S. (2010). "Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia". *International Journal of Business and Management*, 5 (11), 140-147.
- Kaushik, N. and Chauhan, S. (2019). "The Role of Financial Constraints in the Relationship Between Working Capital Management and Firm Performance". *The IUP Journal of Applied Finance*, 25 (1), 61-84.
- Nuhiu, A. and Dermaku, (2017). "A Theoretical Review on the Relationship Between Working Capital Management and Company's Performance", *Acta Universitatis Danubius* 13 (3), 56-70.
- Nur Topaloğlu, T. (2019). "Çalışma Sermayesi Yatırım ve Finansman Politikalarının Firma Karlılığına Etkisi: BİST 30 Firmaları Üzerine Panel Veri Analizi ". *International Journal of Economics, Politics, Humanities & Social Sciences*, 2 (2), 89-108.

- Okka, O. *Finansal Yönetim (Teori ve Çözümlü Problemler)*. 6. Baskı. Nobel Yayın Dağıtım. Ankara. Ekim. 2015.
- Okka, O. *Finansal Yönetime Giriş*. 2. Baskı. Nobel Yayın Dağıtım. Ankara. Şubat. 2010.
- Olanisebe B. M. and Ado R. (2019). "Effect of Ownership Structure on Working Capital Management of Listed Downstream Oil and Gas Companies in Nigeria". *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 6 (11), 831-843.
- Olaoye, O. F., Adekanbi, A. J. and Oluwadare, E. O. (2019). "Working Capital Management and Firm's Profitability: Evidence from Quoted Firms on the Nigerian Stock Exchange". *Intelligent Information Management*, 11 (3), 43-60.
- Öndeş, T. ve Pagheh, E. (2018). "Firmaların İşletme Sermayesi Stratejileri İle Risk, Getiri ve Karlılık Yetenekleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: BİST Üzerine Ampirik Bir Çalışma". *International Journal of Academic Value Studies*, 4 (21), 801-813.
- Öz, Y.ve Güngör, B. (2007). "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi". *Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (2), 319-332.
- 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), pp.45-58.
- Palombini, N. V. N. and Nakamura, W. T. (2012). "Key Factors in Working Capital Management in the Brazilian Market". *Revista de Administração de Empresas*, 52 (1), 55-69.
- Pandey, I. M. and Perera, K. L. W. (1997). "Determinants of Effective Working Capital Management A Discriminant Analysis Approach". *India: Indian Institute of Management*, 75-100.
- Ponsian, N., Chrispina, K., Tago, G. and Mkiibi, H. (2014). "The Effect of Working Capital Management on Profitability". *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 2 (6), 347-355.

- Poyraz, E. (2012). "İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Kârlılık Oranları Üzerindeki Etkisi (Akbank T.A.Ş. Uygulaması)". *Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27 (1), 47-56.
- Raheman, A. and Nasr, M. (2007). "Working Capital Management and Profitability- Case of Pakistani Firms". *International Review of Business Research Papers*, 3 (1), 279-300.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum A., and Bolda, A., M. (2010). "Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan". *International Research Journal of Finance and Economics*, 47 (1), 151-163.
- Ramachandran, A. and Janakiraman M. (2009). "The Relationship Between Working Capital Management Efficiency and Ebit". *Managing Global Transitions*, 7 (1), 61-74.
- Ramiah, V., Zhao, Y. and Moosa, I. (2014). "Working Capital Management During the Global Financial Crisis: The Australian Experience". *Qualitative Research in Financial Markets*, 6 (3), 332-351.
- Rasyid R. (2017). "Impact of the Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Profitability and Value: Study on Non-Financial Listed Firms in Indonesia Stock Exchange". *Advances in Economics, Business and Management Research*, 36, 207-217.
- Rao, S. P. and Rao, M. N. (2017). "Impact of Working Capital Performance on Profitability of Dairy Industry in Andhra Pradesh". *Productivity*, 58 (1), 80-99.
- Ray, K. K. (2014). "Efficiency of Working Capital Management and Profitability: A Case of Hindalco". *Review Of Management*, 4 (2), 19-30.
- Saad, N., B. and M. Mohamad, N., E. (2010). "Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia". *International of Business and Management*, 5 (11), 140-147
- Salawu, R. O. (2007). "Capital Industry Practice and Aggressive Conservative Working Capital Policies in Nigeria". *Global Journal of Business Research*, 1 (2), 109-118.

- Sana, A. and Shah, S. M. A.(2006). "Impact of Working Capital Management on the Profitability of Oil and Gas Sector of Pakistan ". *European Journal of Scientific Research*, 15 (3), 301-307.
- Setianto, R. H. and Pratiwi, A. (2019). "Working Capital Management in Indonesia: An Analysis on Over investment and Under Investment Firms", *Gadjah Mada International Journal of Business*, 21(1), 1-18.
- Shahzad, F., Fareed, Z. and Zulfiqar, B. (2015). "Impact of Working Capital Management on Firm's Profitability: A Case Study of Cement Industry of Pakistan". *European Researcher*, 91 (2), 86-93,
- Sharma, A. K. and Kumar, S. (2011). "Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India". *Global Business Review*, 12 (1), 159-173.
- Shin, H. H. and Soenen, L. (1998). "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability". *Financial Practice and Education*, 8 (2), 37-45.
- Simutin, M. (2010), "Excess Cash and Stock Returns". *Financial Management*, 1197-1222.
- Smith, K. V. (1973). "State of the Art of Working Capital Management". *Financial Management Association International*, 2 (3), 50-55.
- Stefan, S., Locker, A. and Jergen, C. (2011). "Practitioner's Section Working Capital Management In the Swiss Chemical Industry". *Journal of Business Chemistry*, 8, 87-100.
- Szpulak A. (2015). "Evaluating Net Investments in the Operating Working Capital Under Certainty: The Integrated Approach to Working Capital Management". *BEH - Business and Economic Horizons*, 11 (1), 28-40.
- Şahin, O. (2011). "İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6 (2), 123-141.
- Şamiloğlu, F. and Demirgüneş, K. (2008). "The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey". *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2 (1), 44-50.
- Şen, M., Köksal, D. C. and Oruç, E. M. (2009). "Relationship Between the Efficiency of Working Capital Management and Company Size". *12th*

International Conference on Finance & Banking: Structural & Regional Impacts of Financial Crises, 4 (10), 522-531.

- Taani K. (2012). "Impact of Working Capital Management Policy and Financial Leverage on Financial Performance: Empirical Evidence from Amman Stock Exchange – Listed Companies". *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 1 (8), 10-18.
- Tanrıöven, C. ve Zengin, B. (2016). "Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetimi Etkinliğinin Analizi, BİST İmalat Sanayi İşletmelerinde Uygulama". *Sosyal Bilimler Dergisi*, (50), 162-180.
- Tatoğlu, Y. F. (2012). "*Panel Veri Ekonometrisi*". Beta Yayıncılık. İstanbul.
- Teh, H. B., Ng, H. S., Ye, C. and Ong, S. T. (2017). "The Impact of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Malaysian Listed Manufacturing Firms". *International Journal of Economics and Financial*, 7 (3), 662-670.
- Thakur, A. O. and -Al-Mukit, M. D. (2017). "Working Capital Financing Policy and Profitability: Empirical Study on Bangladeshi Listed Firms". *British Journal of Economics, Management & Trade*, 17 (1), 1-6.
- Thakur, O. A. and Mamun, S. A. (2018). Working Capital Management Practices in an Emerging Economy: the Case of Bangladesh", *Journal of Knowledge Globalization*, 10 (2), 29-56.
- Thapa, P. D. P. (2013). "How Does Profitability Get Affected by Working Capital Management in Food and Beverages Industry?". *Journal of Advanced Research in Management (JARM)*, 1-15.
- Topak, M. S. (2018). "Çalışma Sermayesi Yönetiminin Karlılığa Etkisi: BIST Ticaret Endeksi Üzerine Bir Araştırma". *Mali Çözüm*, 71-93.
- Topaloğlu, E. E. (2018). "Bankalarda Finansal Kırılganlığı Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi ile Belirlenmesi". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 13 (1), 15-38.
- Topaloğlu, E. E. (2019). *Pay Piyasalarında Yatırımcı Duyarlılığı OECD Ülkeleri Üzerine Ekonometrik Bir Araştırma*. (1. Baskı). Gazi kitabevi. Ankara.
- Toraman, C. ve Sönmez, A. R. (2015). "Çalışma Sermayesi ve Karlılık Arasındaki İlişki: Perakende Ticaret Sektörü Üzerine Bir Uygulama", *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8 (1), 15-24.

- Tripathi, N. N. and Ahamed, N. (2017). "Time Taken to Reach the Performance Summit: Nature of Relation Between Working Capital Management and Firm Performance in the Indian Context". *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7 (4), 530-536.
- Uremadu, O. S., Egbide, C. B. and Enyi, P. E. (2012). "Working Capital Management, Liquidity and Corporate Profitability Among Quoted Firms in Nigeria Evidence from the Productive Sector". *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 2 (1), 80-97.
- Vahid, T. K., Elham, G., Mohsen, K. A. and Mohammadreza, E. (2012). "Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Iranian Companies". *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 1313–1318.
- Vijayalakshmi, S. and Bansal, N. (2013). "Determinants of Working Capital in Cement Industry a Case Study of ACC Ltd". *Pacific Business Review International*, 6 (1), 45-51.
- Vishnani, S. and Shah, B. K. (2007). "Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance an Empirical Study". *Global Business Review*, 8 (2), 267–281.
- Visscher, S. and Weinraub, H. J. (1998). "Industry Practice Relating to Aggressive Working Capital Policies". *Journal of Multinational Financial and Strategic Decision*, 11 (2), 11-18.
- Wang, Y. J. (2002). "Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan". *Journal of Multinational Financial Management*, 12 (2), 159-169.
- Wanguu, C. K. (2015). "The Effect of Aggressive Working Capital Policy on Profitability of Non Financial Firms Listed at Nairobi Securities Exchange". *International Journal of Commerce & Business Studies*, 3 (4), 15-24.
- Wasiuzzaman, S. and Arumugam, V. C. (2013). "Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian Public Listed Firms". *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 7 (2), 63-83.
- Wu, C. and Ho, S. K. (1997). "Financial Ratio Adjustment: Industry-Wide Effects or Strategic Management". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 9, 71–88.

- Yadav, R., Kamath, V. and Manjrekar, P. (2009). "Working Capital Management: A Study of Maharashtra's Bulk Drugs Listed Companies", *Chemical Business*, 23 (7), 27-34.
- Yalçinkaya, H. S., Aktaş, M. A. and Özer, E. (2017). "Working Capital Management Problems of the Enterprises Registered in Konya Ereğli Chamber of Commerce and Solution Suggestions". *Multidisciplinary Academic Conference*, 307-407.
- Yamaltdinova, A. (2018). "Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmaların Performansına Çalışma Sermayesinin Etkisi". *SESSION 3C: Sektörel analiz*, 325-342.
- Yaslıdağ, B. (2012). *Finansal Yönetim (Yeni Türk Ticaret Kanunu Kapsamında)*. (1. Baskı) Seçkin Yayıncılık. Ankara. Ekim.
- Yenisu, E. (2019). "İşletme Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığına Etkisi: BİST Bursa İşletmeleri Örneği". *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi (BAFAD)*, 6 (2), 53-65.
- Yıldız, B. ve Akkoç, S. (2016), "Çalışma Sermayesi ve Karlılık İlişkisinin Keşifsel Bir Araçla (ANFIS) İncelenmesi", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11 (1), 285-308.
- Yıldız, Z., Zengin, N. ve Şenol, Z. (2017). "Firma Karlılığının İşletme Sermayesi Üzerine Etkisi: BİST Uygulaması (2005-2015)". *PARADOKS Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 13 (2), 1-14.
- Yücel, T. ve Kurt, G. (2002). "Nakit Dönüş Süresi, Nakit Yönetimi ve Kârlılık: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma". *İMKB Dergisi*, 6 (22), 1-15.
- Zariyawati, A. M., Annuar, N. M., Taufiq, H. and Abdul Rahim, S. A. (2009). "Working Capital Management and Corporate Performance: Case of Malaysia". *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5 (11), 47-56.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı-Soyadı	Zekiye Akgüç
Uyruğu	T.C.
İş Deneyimi	
Çalıştığı Kurumlar	-
Öğrenim Durumu	
Lisans	Şırnak Üniversitesi/ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi/ İşletme Bölümü
Yüksek Lisans	Şırnak Üniversitesi/ Uluslararası Ticaret ve Finans