

# İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin İşletme Kârlılığı Üzerindeki Etkisini Belirlemeye Yönelik Bir Uygulama



2016, Vol. 2016(2) 1-16  
DOI: 25.1234/0123456789  
[www.ejoir.org](http://www.ejoir.org)

**Sibel Fettahoğlu, Abdikafi Hashi Sheikh FARAH**

*Kocaeli Üniversitesi İİBF, İşletme Bölümü*

## Özet

Bu araştırmanın amacı, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerine etkili olup olmadığını incelemektir. Bu amaca ulaşmak için çalışmada, Borsa İstanbul (BIST)'de işlem gören, kağıt ve kağıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren 11 adet işletmenin 2005-2014 yılları arasındaki dönemde izledikleri finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerine etkisi analiz edilecektir. Çalışmada bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı, bağımlı değişken olarak ise aktif kârlılığı oranı kullanılmıştır. Pearson Korelasyon ve Çoklu Regresyon Analizi SPSS yazılımı kullanılarak yapılmıştır. Finanslama stratejisinin agresifliği ile kârlılık arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Finanslama Stratejisi, BIST, Aktif Kârlılığı

## Abstract

The aim of this study is to examine whether working capital financing strategy has an impact on the profitability or not. To achieve this goal, financing strategies of firms belonging to the paper & paper products printing & publishing sector; listed at Istanbul Stock Exchange for the period between 2005-2014 has been analyzed. Total current liabilities to total assets was used as an independent variable; while return on assets was used to denote dependent variable. With the application of SPSS software, correlation and multiple regression analysis was performed. There is a negative correlation between the aggressiveness of financing strategy and profitability.

**Keywords:** Financing Strategy, BIST, Return on Asset

## Giriş

İşletme sermayesi kavramının kökeni eski Yankee (Amerikalı) satıcılara aittir. Yankee satıcılar, mallarını trenle ya da atla taşıyıp satış yapacağı pazara getirirdi. Yankee satıcı tarafından satılan mal, “işletme sermayesi” olarak adlandırılırdı. Ayrıca, Yankee'nin vagonu ve atları onun sabit varlıklarını oluşturuyordu. Ancak söz konusu malları satın almak için bankadan kredi olarak aldığı kaynak da “işletme sermayesi” nin bir parçasıydı (Brigham, 1989). İşletme sermayesi kavramının kapsamında nakit, alacaklar, menkul kıymetler ve stoklardan oluşan dönen varlıklar ve kısa vadeli borçların tek

tek kalemler halinde yönetimi ile bu ikisini birbirine ve diğer bilanço hesaplarına bağlayan karşılıklı ilişkilerin yönetimi bulunmaktadır (Hatipoğlu, 1995).

İşletme sermayesinin elde edilip iyi bir şekilde yönetilmesi işletme açısından yaşamsal önem taşıdığı gibi, finans yöneticisinin özel dikkatini gerektirmekte ve iş hacminin büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Bununla beraber, işletme sermayesi, işletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskini azaltması, kredi değerliliğini artırması, olağanüstü durumlarda finansal yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetlerin kârlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açılarından büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 2011).

İşletmenin faaliyete başlayabilmesi için sermaye gerekir. Yeterli sermaye olmadan hiç bir işletme kurulamaz ve genişleyemez. Ayrıca işletmenin başarısı ve daha uzun süre varlığını sürdürebilmesi, kendi finans fonksiyonunu ne kadar iyi yönettiğine bağlıdır. Dolayısıyla, çalışma ortamındaki artan rekabeti karşılamak, büyümeyi sürdürmek için işletmelerin kendi stratejilerini ayarlaması ve iyi finans politikaları benimsemeleri gerekir (Mian ve Smith, 1992).

İşletmeler, işletme sermayesi finansmanında; finansman kaynağı olarak işletmenin iç kaynaklardan yararlanılabileceği gibi dış kaynaklara da başvurabilir. İşletmelerin iç finansman kaynakları arasında dağıtılmamış kârlar, amortismanlar, vergi karşılıkları ve temettü karşılıkları yer alır. İşletmenin başvuracağı dış finansal kaynakların başında pay senedi ihracı, tahvil ve uzun vadeli krediler gelir (Parmar, 2001). İşletmenin finansal performansında istenilen düzeylere ulaşabilme için, işletme sermayesi politikasının sahip olduğu önem küçümsenemez. Dolayısıyla, İşletme sermayesi yönetimi ve kârlılık birbiriyle ilişkilidir. Çünkü işletme sermayesi yönetimi, hem kârlılığın ve riskin hem de işletme değerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Smith, 1980).

Teorik açılarından bir işletmenin, işletme sermayesi finansmanına ilişkin üç farklı yaklaşım benimsemesi mümkündür. Bu üç yaklaşım: Saldırgan(agresif) işletme sermayesi finanslama stratejisi; muhafazakâr işletme sermayesi finanslama stratejisi ve dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi olarak sıralanabilir. Bu üç farklı strateji, kârlılığı; riski ve nihayetinde işletme değerini farklı şekilde etkiler. Agresif finanslama stratejisinin uygulanması durumunda; sermaye yapısı içerisinde kısa vadeli borçlar; uzun vadeli borçlara kıyasla daha büyük bir oranda bulunur. Kısa vadeli borçların yüksek düzeye ulaşması durumunda, borçların vadesi geldiğinde geri ödenebilmesi için daha fazla likit kaynağa ihtiyaç duyulur. Ancak cari ödemeler daha düşük faiz oranı içerir. Bu nedenle daha fazla tasarrufun oluşmasına ve nihayetinde de kârlılığın artmasına neden olabilir. Buna karşılık, muhafazakâr işletme sermayesi finanslama stratejisinde sermaye yapısı içerisinde uzun vadeli borçlar, kısa vadeli borçlara kıyasla daha büyük bir oranda yer alır. Ancak aynı zamanda, kısa vadeli borçların maliyetinden farklı olarak uzun vadeli kaynakların daha yüksek maliyetli olacağı düşünülüşünde, her ne kadar geri ödemede daha az risk taşıyorsa da, bu strateji daha fazla maliyetli ve daha az kârlıdır. Öte yandan, dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi tarafsız (nötr) bir etkiye sahiptir. Çünkü bu strateji işletmenin yüzleştiği riski ve finansman

maliyetlerini azaltma bakımından, işletmenin ihtiyacı olan finansman kaynaklarının karşılanması için başvurulan kısa ve uzun süreli borçların arasında denge kurma ilkesine dayanır (Van Horne ve Wachowicz, 2004 ). Dolayısıyla, daha agresif olan bir işletme sermayesi finanslama stratejisi, riski ve kârlılığı artırırken, muhafazakâr işletme sermayesi finanslama stratejisinde risk ve kârlılık daha azdır. Ancak, dengeli işletme sermayesi finanslama stratejisi, orta düzeyde risk ve orta düzeyde kârlılık sağlar (Gardner vd. 1986).

Uluslararası düzeyde, yapılan ampirik çalışmalar, farklı değişkenler kullanarak işletme sermayesi yönetimi ve kârlılık arasında önemli bir ilişkinin varlığıyla ilgili kimi kanıtlar sunmaktadırlar. Dolayısıyla, daha önce yapılan bu araştırmaların sunmuş olduğu bulguların incelenmesi önem taşımaktadır.

### **1. Literatür İncelemesi ve Araştırmanın Hipotezleri**

Bu başlık altında, işletme sermayesi finanslama stratejileri ile ilgili diğer araştırmacılar tarafından yapılan analizler ve sonuçlarına yer verilmiştir. İşletme sermayesi yönetiminin sahip olduğu önem finans literatüründe yeni bir konu olmadığından yerelde ve uluslararası düzeyde oldukça ilgi görmüştür. Dolayısıyla, farklı ülkelerde işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini belirlemeye ilişkin bir dizi çalışmalar ve analizler yapılmıştır.

Genel olarak, birçok araştırmacı işletme sermayesi yönetiminin bir parçası olarak finansal oranları incelemiştir. İşletme sermayesi finanslama stratejileri alanıyla ilgili en eski çalışmalardan birisi, Jose, Lancaster ve Steven (1996)'ın yaptığı çalışmadır. 1974-1993 arasında uzanan ve yaklaşık yirmi yıllık bir döneme ait geniş bir örnekleme dayanan bu çalışmada, farklı sektörlerden oluşan 2.718 Amerikan işletmesi analiz edilmiştir. Çalışma Nakit Dönüşüm Döngüsü'nü (NDD) işletme sermayesi yönetimine ait bir ölçüm olarak kullanırken Amerikan işletmelerin saldırgan işletme sermayesi politikası ile kârlılığı arasındaki ilişkiyi incelemek için ele alınmıştır. Burada, işletme sermayesi yönetiminin saldırganlığı; nispeten daha kısa nakit dönüşüm döngüsünce temsil edilmektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre nakit dönüşüm döngüsü ile kârlılık arasında güçlü bir ters ilişki mevcuttur. Bu bağlamda, saldırgan işletme sermayesi politikası ne kadar çok uygulanırsa kârlılığın da o oranda daha da yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Başka bir ifadeyle, nispeten daha kısa bir nakit dönüşüm döngüsü çevrimini takip eden saldırgan işletme sermayesi politikalarının kârlılığı arttırdığı söylenebilir. Araştırmacılar, ayrıca işletme büyüklüğünün bu ilişkiyle bir bağlantısının olmadığını belirlemişlerdir.

Shin ve Soenen (1998), ortaklar için değer yaratma noktasında verimli bir işletme sermayesi yönetiminin sahip olduğu önemi belirtmiştir. Yazarlar, korelasyon ve regresyon analizine başvurarak, işletme kârlılığı ile işletme sermayesi yönetiminin verimliliğini ölçmede kullanılan nakit döngüsü bileşenlerini incelemek için 1975-1994 arası dönemi kapsayan, 58.985 işletmeyi içeren bir örneklemeden istifade etmişlerdir. Çalışmalarında da ifade edildiği üzere, işletme sermayesinin yönetimde izlenen politika; kârlılık ve likidite üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Dolayısıyla

işletmelerin işletme sermayesi politikalarının verimliliği ile işletmenin özsermaye kârlılığı arasında yüksek düzeyde bir olumsuz korelasyon mevcuttur.

Ganesan (2007), işletme sermayesi yönetimi politikasının kârlılık üzerindeki etkisini inceleyen araştırmacılardan birisidir. Yazar ABD'deki telekomünikasyon sektörüne mensup olan 349 işletmeden oluşan bir örneklem üzerinde inceleme yapmıştır. İnceleme 2001-2007 arası dönemi kapsamaktadır. İşletme sermayesi yönetimi politikasının etkisini incelemek amacıyla korelasyon, regresyon ve ANOVA analizine başvurmuştur. Ancak sonuçların da gösterdiği kadarıyla kârlılık ve işletme sermayesi yönetimi politikası arasında düşük düzeyde olumsuz bir ilişki vardır.

Weinraub ve Visscher (1998), saldırgan finanslama politikasının derecesini ölçmek için toplam cari borcun toplam varlığa oranını kullanarak, muhafazakâr ve saldırgan işletme sermayesi yönetimi politikalarının etkisini incelemek amacıyla on farklı sanayi grubundan oluşturulan 216 ABD işletmesinden oluşan bir örnekleme başvurmuştur. Araştırmacılar, 1984-1993 arası dönemi çeyrek periyotlar şeklinde ele alarak, işletmelerin finansal tablolarını analiz etmişlerdir. Ayrıca sanayiler arasında varlık yönetimi politikaları konusunda önemli farklılıklar olup olmadığını belirlemek için ANOVA ve Tukey'nin HDS testlerini uygulamışlardır. Yazarların ulaştığı sonuca göre, örneklem alınan sanayiler, işletme sermayesi yönetimi politikaları açısından birbirinden oldukça farklı ve ayrıkı yaklaşımlara sahiptir. Ancak işletme sermayesi yönetimi politikalarının niteliği çalışma dönemi boyunca çarpıcı bir istikrar sergilemiştir. Çalışma aynı zamanda borç politikaları ile işletme varlıkları arasında yüksek ve önemli düzeylere var olan negatif bir korelasyon olduğunu göstermektedir. Yazarlara göre muhafazakâr işletme sermayesi politikaları nispeten saldırgan olan işletme sermayesi politikasının etkisini dengelemektedir.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006), 2001-2004 arası dönemde, Atina Borsası'ndaki 131 işletmenin kârlılığı ile etkin işletme sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Nakit dönüşüm döngüsü ile kârlılık üzerinden ölçülen brüt işletme kârı arasında istatistikî bir ilişki olup olmadığını test etmek amacıyla regresyon analizi uygulanmıştır. Önceki çalışmalara benzer bir biçimde, araştırmacılar işletme kârlılığı ile nakit dönüşüm döngüsü arasında olumsuz bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Deloof (2003), nakit dönüşüm döngüsü, aynı zamanda ticari alacaklar ile stokların dönüşümü üzerinden hesaplanan işletme sermayesi yönetimi ile bir kârlılık ölçüsü olarak brüt işletme geliri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla 1992-1999 arası dönemde 1.009 adet büyük ölçekli Belçikalı finansal olmayan işletmeleri analiz etmiştir. Analizin sonuçlarına göre, işletme sermayesi yönetimi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Çalışmaya göre işletmeler, nakit dönüşüm döngüsünü hızlandırıp ticari alacakları ile stoklarındaki gün sayılarını azaltarak kârlarını artırabilmektedirler.

Afza ve Nasir (2007), 1998-2005 döneminde Pakistan'da Karaçi Borsası'nda kayıtlı 17 sanayi sektöründe faaliyet gösteren, 268 finansal olmayan işletmeyi incelemiştir. Bu çalışmada araştırmacılar, Pakistanlı işletmelerin saldırgan/muhafazakâr işletme sermayesi pratikleri, kârlılık ve riskleri arasındaki ilişkiyi belirlemek için kesitsel regresyon modellerini kullanmışlardır. Saldırganlık

derecesini ölçmek için cari borçların toplam varlıklara oranına ve cari varlıkların toplam varlıklara oranına başvurmuşlardır. Diğer yandan işletmelerin kârlılığı ise, özsermaye kârlılık oranı ve aktif kârlılığı üzerinden hesaplanmıştır. Çalışmanın sonuçlarının da gösterdiği üzere, işletmelerin kârlılık değerleri ile işletme sermayesi yatırımı derecesi ve finansman politikaları arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla araştırmacılar, işletmelerin saldırgan bir işletme sermayesi politikası takip ettiklerinde negatif getiriler elde ettiklerini savunmaktadır. Ancak, finansal yöneticiler muhafazakâr bir işletme sermayesi politikası yaklaşımını takip ederek değer yaratabilmektedir. Afza ve Nasir'in (2008) aynı sektörlerle ilgili olarak ortaya koyduğu diğer bir çalışma, bu araştırmanın bulgularını teyit etmektedir, ancak bu sefer 1998-2003 dönemi için 263 işletmenin finansal verilerine bakılmıştır.

Hindistan'da Vishnani ve Shah tarafından (2006); 1994-2005 dönemi boyunca, elektronik sektöründe faaliyet bulunan 23 işletmeden oluşan bir örnekleme kullanarak, işletme sermayesi politikalarının ve pratiklerinin kârlılık üzerindeki etkisini inceleyen ampirik bir çalışma yapmışlardır. İşletme sermayesi politikası ile kârlılık arasındaki ilişkiyi tespit etmek için korelasyon katsayısı, kârlılık oranı ile kimi işletme sermayesi politikası göstergesi oranları arasında uygulanan regresyon analizine başvurmuşlardır. Ancak bu sefer, yukarıda tartışılan önceki çalışmalardan farklı olarak, araştırmacılar Hindistan'daki toplam tüketime yönelik elektronik sektörü için kârlılık ile işletme sermayesi politikası arasında önemli bir ilişkinin bulunmadığını belirlediler. Ancak, araştırmacılar likidite ile kârlılık arasında düşük düzeyde pozitif bir korelasyon olduğunu göstermişlerdir.

Malezya işletmelerine ilişkin bir çalışma Binti Mohamad ve Mohd Saad tarafından (2010) yapılmıştır. Bu çalışmada, pazar değeri ve kârlılık bakımından; işletme sermayesi yönetimi ve bu yönetimin işletmelerin performanslarına etkisini analiz ettiler. Araştırmaları, Malezya Borsası'nda kayıtlı, tesadüfi olarak seçilmiş 172 işletmeye ait panel verilere dayanmaktadır. Analizde ele alınan veriler Bloomberg Veritabanı'ndan alınmıştır. Çalışma ise 2003-2007 arasını kapsayan beş yıllık bir dönem kapsamaktadır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini incelemek amacıyla farklı işletme sermayesi yönetimi göstergeleri, yani nakit dönüşüm döngüsü, borç oranı, aktif varlıkların toplam varlıklara oranı, cari borçların toplam varlıklara oranı ve cari oran kullanılmıştır. Ayrıca, özsermaye kârlılık oranı ile aktif kârlılık oranı birer performans göstergesi olarak seçilmiştir. Çalışmada, korelasyon ve çoklu regresyon analizine başvurulmuştur. Sonuçların da ortaya koyduğu üzere, işletme performansı ile işletme sermayesi bileşenleri arasında önemli düzeyde negatif bir korelasyon bulunmuştur.

Al-shubiri (2010); 2004-2007 arası dönem için Ürdün'deki sanayi işletmelerini analiz etmiştir. Dört yıllık bir dönem için Amman Borsası'nda kayıtlı 59 işletmeyi içeren bir örneklem saldırgan/muhafazakâr işletme sermaye yatırımı ile finansman politikalarının kârlılık üzerindeki etkisini incelemek amacıyla araştırılmıştır. Çalışmada veriler kesitsel regresyon modelleri üzerinden analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçların ortaya koyduğu üzere, işletme sermayesi politikasının

saldırđanlıđı ile kârlılık arasında negatif bir ilişki vardır. Araştırmanın bulgularına göre işletmeler saldırđan bir işletme sermayesi politikası uyguladıklarında negatif getiriler elde etmektedir.

İşletme sermayesi yönetimi Afrika lkelerinde de yaygın biçimde tartişılmıştır. Owolabi ve Alayemi (2012) alışmalarında, işletme sermayesi finanslama stratejisinin saldırđan mı yoksa muhafazakâr bir politika mı olması gerektiğini değerlendirmişlerdir. Araştırmacılar, alışmalarında, Nestle Nigeria PLC'yi incelemişlerdir. İşletme Nijerya Borsası'na kayıtlıdır. Araştırmacılar 2005-2009 arası dönemi kapsayan beş yıllık dönem için faaliyet raporu ve finansal tablolarından alınan ikincil verilere başvurmuştur. Çalışmada cari oran, alacak devir hızı ve zsermaye kârlılık oranı gibi farklı değerlişkenler kullanarak, korelasyon katsayısı ve regresyon üzerinden analiz edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, cari oran ile alacak devir hızı; işletme kârlılığı ile negatif bir ilişki içerisinde-dir. Araştırmacılara göre, kârlılığı artırmak için işletme sermayesinin yönetiminde saldırđan olunmalıdır. Kenya açısından, son yıllarda işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerine etkisini araştıran araştırmacılar arasına W. M. Nyabuti ve O. B. Alala da (2014) eklenmiştir. İşletme sermayesi yönetimi politikasının Nairobi Borsası'na kayıtlı işletmelerin finansal performansına etkisini belirlemek amacıyla araştırmacılar 2008-2012 arası beş yıllık dönem için borsada kayıtlı 10 işletmeden oluşan bir örneklem oluşturdular. Aktif varlıkları bağımsız değerlişken olarak ele almış, bağımsız değerlişkenlerin ölçülmesinde ise saldırđan finanslama politikası ile saldırđan yatırım politikasına başvurulmuştur. Çalışmada istifade edilen veriler Borsa ve yayımlanmış yıllık raporlardan elde edilmiş panel verileri içermektedir. Buna ek olarak, çalışmada korelasyon ve regresyon analizi uygulanmış ve borsada kayıtlı işletmelerin finansal performansı ile işletme sermayesi yönetimi politikası arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Magadi ve Mwangi (2014)'de saldırđan finansman politikasının Kenyalı işletmelerin kârlılığı üzerindeki etkisini incelediler. Çalışmanın ana kütlesini, Nairobi Borsası'na kayıtlı; 38 işletme oluşturmaktadır. Çalışmada veri seti olarak, hem birincil hem de ikincil verilerden yararlanılmıştır. Birincil verilerin toplanması için belirli kişilerle anketler yapılmış, ikincil veriler ise söz konusu işletmelere ait finansal tablolarından elde edilmiştir. Saldırđan işletme sermayesi finanslama politikasının işletmenin kârlılığı üzerindeki etkisini test etmek için SPSS yazılımı üzerinden basit regresyon analizi uygulanmıştır. Ancak nceki çalışmalardan farklı olarak araştırmadan elde edilen bulgular, saldırđan işletme sermayesi finanslama politikasının işletmenin kârlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bu nedenle araştırmacılarının da önerdiği biçimiyle, işletmeler daha fazla saldırđan finans politikası uyguladıkça kârlılığını da o kadar çok artıracaktır.

Türkiye dışındaki ortamlarda, işletme sermayesi stratejilerine ilişkin birçok ampirik çalışma yrtlmştir. Ancak yerelde bu alanda çok az çalışma yapılmıştır. Coşkun ve Kök (2011), işletme sermayesi politikasının işletme kârlılığı üzerindeki etkisini incelediler. Araştırmacılar, 1991-2005 dönemi için Borsa İstanbul(BİST)'da kayıtlı 74 imalat işletmesinden elde edilen panel verileri analiz etmişlerdir. İşletme sermayesi politikası ile kârlılık arasındaki ilişkiyi belirlemek için nakit dönüşüm döngüsü, stokların dönüşümü, ticari alacakların dönüşümü ve borç ödeme süresini işletme sermayesi

politikası ölçüleri olarak; aktif kârlılığı ise kârlılık ölçüsü olarak ele aldılar. Korelasyon ve regresyon analizi üzerinden yapılan çalışmanın sonuçlarına göre, nakit dönüşüm döngüsü, alacak devir hızı ve stok dönüşüm hızı seçili işletmelerin kârlılıklarıyla negatif bir ilişkiye sahipken, borç ödeme süresi ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki belirleniler.

Son olarak, Altan ve Şekeroğlu (2013) işletme sermayesi finanslama stratejilerinin Borsa İstanbul'da kayıtlı Türk işletmelerinin kârlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma 2003-2012 arası dönem için dokumacılık sektöründeki 16 işletmeden oluşan bir örneklem üzerine yapılmıştır. Analiz için kullanılan ikincil veriler; işletmelerin finansal tablolarından alınmıştır. Bunun dışında, SPSS yazılımı kullanılarak korelasyon ve basit regresyon analizine başvurulmuştur. İşletme sermayesi finanslama stratejileri ölçüsü son on yılın cari oranı üzerinden temsil edilmiştir, kârlılık ise, aktif kârlılığı olarak ele alınmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, işletme sermayesi finansman stratejileri ile kârlılık arasında önemli bir ilişki söz konusudur. Ayrıca, işletmeler saldırgan işletme sermayesi finanslama stratejisini ne kadar çok kullanmışsa kârlılıkları da o oranda artmıştır.

Yukarı bahsedilen tüm çalışmalar, somut bir zemin sunmakta ve işletme sermayesi finanslama stratejileri ve bileşenleri ile ilgili temel bilgileri temin etmektedir. Literatür incelemesinden anlaşılan, işletme sermayesi finanslama stratejileri ve kârlılığın birbiriyle belirli bir ilişkiye sahip olduğudur. Başka bir ifadeyle, araştırmanın literatürü, bu konuyla ilgili ve farklı yönlerden farklı ülkelerden ve çevrelerden yapılmış olan araştırmaların sonucu ve çıkarımlarını sunarak, ister saldırgan olsun isterse muhafazakâr olsun, işletmenin benimsediği stratejilerin kârlılık üzerinde etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Dolayısıyla, bu araştırmanın yöntemi, farklı ülkelerde yapılan söz konusu araştırmaların gösterdiği sonuçlarına dayanarak geliştirilmiştir. Ama bu noktada, literatürdeki çalışmaların yapıldığı ekonomilerin Türk ekonomisinden farklı olduklarını tespit ederek, araştırma değişkenleri arasındaki ilişki yabancı ekonomilerde olduğu gibi, Türk ekonomisinde de benzer bir ilişkinin olup olmadığını incelenmiştir.

Bu çalışmada aşağıdaki sorulara cevap aranacaktır:

- Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi açısından izledikleri finanslama stratejileri, işletme kârlılığı üzerinde etkili midir?
- Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finansmanında, agresif bir finanslama stratejisi izlemeleri durumunda, bu işletme kârlılığını negatif bir şekilde etkiliyor mu?
- Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif ve muhafazakar finanslama stratejilerin işletme kârlılığı üzerindeki etkileri aynı mıdır?

Bu bağlamda bu araştırmanın hipotezleri aşağıdaki gibi ifade edilmiştir:

**Hipotez 1.**

**H0:** Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerinde etkisi yoktur.

**Hipotez 2.**

**H0:** Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif finanslama stratejisinin kârlılık üzerine negatif etkisi yoktur.

**Hipotez 3.**

**H0:** Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif ve muhafazakar finanslama stratejilerin işletme kârlılığı üzerindeki etkileri aynıdır.

## 2. Analiz Yöntemi

### 2.1 Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme karlılığı üzerine etkisi olup olmadığını incelemektir. Daha başka bir ifadeyle, işletme sermayesinin finanse edilmesinde tercih edilen yabancı kaynakların vade yapısına göre işletmelerin izledikleri çeşitli finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerindeki etkilerini belirlemeye çalışılmıştır. Bu amaca ulaşmak için çalışmada, BIST’de işlem gören, kağıt ve kağıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2005-2014 yılları arasındaki dönemde izledikleri finanslama stratejileri incelenmiştir. Araştırmanın sağlıklı bir biçimde yürütölmesini sağlamak ve saptanan amaçlara ulaşabilmek için çeşitli sınırlamalar yapılmıştır. Dolayısıyla, kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren ve pay senetleri BIST’de işlem gören işletmeler araştırma kapsamına alınacaktır. Çalışmanın veri tabanı, BIST resmi internet sitesinden ve Kamuyu Aydınlatma Platformu ([www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr))’nden elde edilmiş.

Bu çalışmanın ana kütlesi, Aralık 2014 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul’a kote olmuş; kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten, basım-yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerden oluşmaktadır. Ana kütle sektördeki tüm işletmelerden oluştuğundan, tüm ana kütleli incelenmiştir. Ancak, çalışma süreci boyunca verileri eksik olan veya tutarsızlık arz eden işletmeler kapsam dışında bırakıldığında kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten, basım-yayın sektöründen 11 tane işletmenin verileri analiz edilmiştir.

### 2.2 Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Bu çalışmada, bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı (TKVB/TV) kullanılmıştır. İşletme sermayesi finansmanı stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkisini analiz etmek için; sık sık kârlılık ölçüsü olarak kullanılan Aktif kârlılığı, bu çalışmada da bağımlı değişkeni olarak tanımlanmıştır. Aktif kârlılık, bir işletmenin kârlarını maksimize etmesi için mevcut kaynaklarından nasıl verimli bir biçimde kullandığını gösteren bir kârlılık ölçüsüdür. Dolayısıyla,



yüksek aktif kârlılık oranı(AK) işletme kârlılıktaki artışı gösterir (Gitman, 2002). Bu kâr; vergiler düşüldükten sonra elde kalan kârın toplam varlıklara bölünmesi suretiyle hesaplanır.

Ayrıca işletmenin toplam varlıklarına ait doğal logaritma üzerinden hesaplanan işletme büyüklüğü ve bir önceki yılın satışlarına dayanarak yıllık satış hacmindeki değişim ile ölçülen işletmedeki satış büyüme kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu değişkenler kontrol değişkenleri olarak seçilmiştir. Çünkü bunlar bağımsız değişkenin etkisine ek olarak işletme kârlılığını da etkileyebilen diğer kontrol değişkenleridir.

**Tablo 1: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Özeti**

| Değişken Türü        | Değişkenin İsmi                                  | Ölçme Yöntemi   |
|----------------------|--|---|
| Bağımsız Değişken    | Kısa Vadeli Borçların<br>Toplam Varlıklara Oranı | $\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$  |
| Bağımlı Değişkenler  | Aktif Kârlılık (AK)                              | $\frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlık}}$   |
| Kontrol Değişkenleri | İşletme Büyüklüğü                                | Ln (Toplam Varlıklar)   |
|                      | Satışlardaki Artış                               | $\frac{\text{Cari Yılın Satışları} - \text{Önceki Yılın Satışları}}{\text{Önceki Yılın Satışları}}$ |

Kurulan modellerde bağımsız değişken olarak yer alan işletme sermayesi finanslama stratejisi bağımlı değişken olan aktif kârlılığı etkisi incelenmiştir. Ayrıca, kurulan modelde kontrol değişkenleri olarak işletme büyüklüğü ve satış büyüme dâhil edilmiştir. Buna göre çalışmada kullanılacak model aşağıdaki gibi geliştirilmiştir:

$$ROA = \alpha + \beta_1(KVYK/TA) + \beta_2(İBÜY) + \beta_3(SBÜY) + \epsilon_i$$

KVYK /TA: Kısa vadeli yabancı kaynaklar /Toplam Aktifler

İBÜY : İşletme büyüklüğü; varlıkların doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır.

SBÜY : Satışların büyüme oranı; yıllık satış hacmindeki değişiminin bir önceki yıl satışlarının bölünmesiyle hesaplanmıştır

ROA: Aktif karlılık Oranı,

$\alpha$  :Sabit:

$\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  ve  $\beta_4$ : Değişkenlerin katsayıları

$\epsilon_i$  : Modelin hata terimi ifade eder.

### 2.3 Analiz ve Sonuçlar

Tablo 2, bağımlı, bağımsız ve kontrol değişken olmak üzere, 2005-2014 arası dönemde Borsa İstanbul'da kayıtlı olan 11 işletmeye ait verilerin tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Genel

olarak Tablo 2’de, çalışmayla ilgili tüm değişkenlerin gözlem sayısı, ortalama değeri, standart sapmanın yanı sıra minimum ve maksimum değerleri gösterilmektedir.

**Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistik**

| Değişken              | N   | Minimum | Maksimum | Ortalama | Std. Sapma |
|-----------------------|-----|---------|----------|----------|------------|
| Finanslama Stratejisi | 110 | 0.0754  | 0.8363   | 0.297534 | 0.1770466  |
| İşletme Büyüklüğü     | 110 | 17.41   | 21.44    | 18.8929  | 0.95859    |
| Satışlardaki Büyüme   | 110 | -0.4541 | 0.4863   | 0.082823 | 0.1429834  |
| Aktif Kârlılığı       | 110 | -0.2658 | 0.1997   | 0.015683 | 0.0839581  |
| Toplam                | 110 |         |          |          |            |

Bu çalışmada, bir işletme tarafından benimsenen finanslama stratejisinin, agresiflik veya muhafazakarlık derecesini belirlemek için bağımsız bir değişken olarak toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı (KVYK/TA) kullanılmıştır. Dolayısıyla, rneklemdeki işletmelerin analiz döneminde izlediği finanslama stratejilerinin ortalaması 0.2975’tir. İşletmelerin finanslama stratejilerin minimum ve maksimum değerleri 0.0754 ve 0.8363 arsında değişmektedir. Finanslama stratejisinin minimum ve maksimum değerleri arasında oldukça büyük bir fark olduğu grlmektedir. Ancak finanslama stratejisinin standart sapması 0.17705 olsa da, minimum ve maksimum değerlere nazaran göreceli olarak büyük bulunmamıştır. Bunu, sektördeki işletmelerin uyguladığı finanslama stratejilerinin aynı olmamasına rağmen aralarında çok büyük fark olmadığı şeklinde yorumlamak mümkündür.

İşletme büyüklüğünün kârlılık üzerindeki etkisini ölçmek için toplam varlıkların doğal logaritması kullanılmıştır. rneklemdeki işletmelerin büyüklük ortalaması 18.89 olurken standart sapması 0.95859 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla işletme büyüklüğü açısından, analiz kapsamındaki işletmeler benzer büyüklüktedir. Bir nceki yılın satışlarına dayanarak yıllık satış hacmindeki değişim ile ölçülen işletme satışlarındaki büyüme, ortalama olarak düşük satış hacmi göstermektedir. Buna göre çalışma süresi buyunca, kağıt ve kağıt ürünleri; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin satışlarındaki büyüme %8.3 olarak gerçekleşmiştir.

Araştırmada bağımlı değişkeni olan aktif kârlılığı açısından, çalışma dönemi içerisinde bazı işletmeler %26.6’lık bir zarar yaşarken diğer işletmeler %20 olarak bir aktif krlılığıyla çalışmıştır. Ortalama olarak, araştırma kapsamındaki işletmeler, varlık üzerinden %1,6’lık bir kazanç sağlamaktadırlar. Aktif krlılığının standart sapması ise %8,4’dır.

Bu çalışmada, işletme sermayesi finanslama strateji ile işletme kârlılığı arasındaki ilişkiyi belirlemek için Pearson korelesyon katsayısı kullanılmıştır. Korelasyon katsayısı iki veya daha fazla değişkenler arasındaki ilişki ifade etmektedir. Tablo 3 regresyon modeline dahil edecek değişkenlerin korelasyon matrisini göstermektedir.

**Tablo 3: Korelasyon Matrisi**

| Değişken              | Finanslama Stratejisi | İşletme Büyüklüğü | Satışlardaki Büyüme | Aktif Kârlılığı |
|-----------------------|-----------------------|-------------------|---------------------|-----------------|
| Finanslama Stratejisi | 1                     |                   |                     |                 |
| İşletme Büyüklüğü     | -0.336**<br>(0.000)   | 1                 |                     |                 |
| Satışlardaki Büyüme   | 0.080<br>(0.404)      | -0.071<br>(0.461) | 1                   |                 |
| Aktif Kârlılığı       | -0.519**<br>(0.000)   | 0.003<br>(0.978)  | 0.152<br>(0.113)    | 1               |

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Tablo 3'teki sonuçlara bakıldığında, bağımlı değişkeni olan aktif kârlılığı ile finanslama stratejisi arasındaki ilişki ters yönlü %51,9 oranda bir ilişki olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, P-değeri 0.000'dır ve  $\alpha=1\%$  anlamlılık seviyesine ulaşmıştır. Bu finanslama stratejisinin karlılık üzerindeki etkisinin anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Buna göre, Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı arttıkça finanslama stratejisinin agresifliği artar ve bunun sonucunda işletme karlılığı azalır. İşletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme ile aktif kârlılığı arasında ise pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Aralarındaki korelasyon katsayılarının değerleri 0.003; 0.019 olarak çıkmıştır.

Tablo 4'de regresyon modeline ilişkin özet bilgiler yer almaktadır:

**Tablo 4: Regresyon Analizin Model Özeti Tablosu**

| Model | R    | R <sup>2</sup> | Düzenlenmiş R <sup>2</sup> | Tahminin Std. Sapması | Durbin-Watson |
|-------|------|----------------|----------------------------|-----------------------|---------------|
| 1     | .607 | .368           | .350                       | .0635442              | 1.216         |

Belirleyiciler: (Sabit), Finanslama Stratejisi, İşletme Büyüklüğü, Satışlardaki Büyüme  
Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Modelin açıklama gücü olarak ifade edilen R<sup>2</sup> değeri 0.368 olarak çıkmıştır. Bu değer, toplam aktif karlılığındaki değişkenliğin %36.8'inin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı şeklinde ifade edilebilir. Bu yüksek bir açıklama oranı değildir. Yine de, toplam aktif kârlılığında bağımsız değişkenlerin açıklayamadığı %63.2'lik bir değişkenlik daha vardır. Bağımsız değişkenler tarafından açıklanamayan bu varyans, aktif kârlılığını etkileyen ve modele dahil edilemeyen başka bağımsız değişkenler olabileceği anlamına gelir.

**Tablo 5: Çoklu Regresyon Analizine İlişkin Katsayılar Tablosu**

| Model                 | Standartlaştırılmamış Katsayıları |           | Standartlaştırılmış Katsayılar | t      | Anlamlılık |
|-----------------------|-----------------------------------|-----------|--------------------------------|--------|------------|
|                       | B                                 | Std. Hata | Beta                           |        |            |
| (Sabit)               | .402                              | .132      |                                | 3.048  | .003       |
| Finanslama Stratejisi | -.277                             | .037      | -.623                          | -7.585 | .000       |
| İşletme Büyüklüğü     | .016                              | .007      | .200                           | 2.434  | .017       |
| Satışlardaki Büyüme   | .107                              | .043      | .193                           | 2.493  | .014       |

a. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Sabit terimin altındaki satırlarda, regresyon modeline dahil edilen bağımsız değişkenlerin beta katsayıları ile beraber anlamlılık düzeyleri görölmektedir. Buna göre, finanslama stratejisi, işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyümenin aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmektedir (sig.< 0,05). Modeldeki diğer değişkenlerin etkisi sabit tutulması durumunda, finanslama stratejindeki bir birimlik değişme işletmenin aktif karlılığında %-62.3 bir değişmeye neden olmaktadır. Dolayısıyla, ikisi arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, finanslama stratejisinin kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektöründeki işletmelerin kârlılığı üzerinde etkisi vardır. Buna karşılık, çalışmanın kontrol değişkenleri olan işletme büyüklüğü ve satışlardaki büyüme, aktif kârlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Modeldeki diğer değişkenlerin etkisi sabit tutulduğunda, işletme büyüklüğündeki bir birimlik artış aktif kârlılığında %20’lik bir artışa neden olmaktadır. Buna benzer bir şekilde, satışlardaki büyüme oranındaki bir birimlik artış aktif kârlılığında %19.3 birimlik bir artışa yol açmaktadır.

Analiz sonucunda elde edilen katsayılar kullanılarak Modelin regresyon denklemini aşağıdaki gibi oluşturmak mümkündür:

$$ROA = \alpha + \beta_1(KVYK/TA) + \beta_2(İBÜY) + \beta_3(SBÜY) + \epsilon_i$$

$$ROA = 0.402 + \beta_1(-0.623) + \beta_2(0.200) + \beta_3(0.193) + \epsilon_i$$

Aşağıda %5’lik anlamlılık düzeyi kullanarak oluşturulan hipotezler ve sonuçları görölmektedir. İlk hipotezde, kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe, finanslama stratejisinin işletme karlılığı üzerine etkisi olup olmadığı test edilecektir. Buna göre, sıfır hipotez aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

- H0: Kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılığı üzerinde etkisi yoktur.

**Tablo 6: Hipotez 1’in Test Sonuçları**

| Model     | Toplam Kareler | df  | Ortalama Kare | F      | Anlamlılık |
|-----------|----------------|-----|---------------|--------|------------|
| Regresyon | 0.249          | 3   | 0.083         | 20.564 | 0.000      |
| Kalan     | 0.428          | 106 | 0.004         |        |            |
| Toplam    | 0.677          | 109 |               |        |            |

a. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Tabloda göröldüğü gibi; hesaplanmış (Sig.) değeri, anlamlılık düzeyinden daha küçüktür (P-değer 0,000<0,05); buna göre, finanslama stratejisi işletme kârlılığı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade edilmiş olan H1 hipotezi kabul edilmiştir. H0 hipotezi ise reddedilmiştir. Bu sonuca dayanarak, kağıt

ve kağıt ürünleri üreten basım ve yayın sektöründe, işletme sermayesi finanslama stratejisi işletme kârlılığı üzerinde anlamlı etkisi vardır.

İkinci hipotezde ise, agresif finanslama stratejisinin işletme kârlılığı üzerinde negatif etkisi olup olmadığı test edilecektir. Buna göre, sıfır hipotez aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

- H0: Kağıt ve kağıt ürünleri üreten, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif finanslama stratejisinin kârlılık üzerine negatif etkisi yoktur.

**Tablo 7: Hipotez 2'nin Test Sonuçları**

| Model       | Toplam Kareler | df | Ortalama Kare | F     | Anlamlılık |
|-------------|----------------|----|---------------|-------|------------|
| 1 Regresyon | 0.074          | 3  | 0.025         | 4.156 | 0.011      |
| Kalan       | 0.274          | 46 | 0.006         |       |            |
| Toplam      | 0.349          | 49 |               |       |            |

Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Test sonuçları gösterdiği gibi, P-değeri anlamlılık düzeyinden daha küçüktür. Dolayısıyla, P-değerler;  $0.011 < 0.05$ . Buna göre, H0 reddedilmiştir. Sıfır hipotezine alternatif olarak kullanılan H1 hipotezi ise kabul edilmiştir. Bu bağlamda, agresif finanslama stratejisinin kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründeki işletmelerin kârlılığı üzerinde negatif etkisi vardır.

Son olarak üçüncü hipotezde, kâğıt ve kâğıt ürünleri üreten basım ve yayın sektöründe, agresif ve muhafazkar finanslama stratejilerin işletme kârlılığı üzerindeki etkileri farklı olup olmadığını belirlemeyi çalışılmıştır. Buna göre, sıfır hipotez aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

- H0: Kağıt ve kâğıt ürünleri üreten, basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletme sermayesi finanslama stratejilerinden agresif ve muhafazkar finanslama stratejilerin işletme kârlılığı üzerine etkileri aynıdır.

**Tablo 8: Hipotez 3'ün Test Sonuçları**

| Model | df  | t     | Sig. | F     |
|-------|-----|-------|------|-------|
| 1     | 108 | 4,574 | .000 | 1,342 |

a. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Tablo 8'de, T değeri 4,574 ve anlamlılık değeri 0.000 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çalışma döneminde, muhafazkar finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin aktif kârlılıkları, agresif finanslama stratejisini benimseyen işletmelerin aktif kârlılıklarından daha yüksektir. Dolayısıyla, bu fark istatistiki olarak da anlamlıdır (P-değeri = 0.000).

Buna göre, agresif ve muhafazkar finanslama stratejileri işletme kârlılığı üzerindeki etkileri farklıdır şeklinde ifade edilmiş olan H1 hipotezi kabul edilmiştir. H0 hipotezi ise reddedilmiştir. Bu sonuca

dayanarak, kağıt ve kağıt renleri üreten basım ve yayın sektöründe, agresif ve muhafazkar işletme sermayesi finanslama stratejisi işletme kârlılığı üzerinde farklı düzeyde etkilemektedirler.

### 3. Sonuç

İşletmenin başarısı ve daha uzun süre hayata kalabilmesi kendi finans fonksiyonunu ne kadar iyi yönetmesine bağlıdır. Dolayısıyla, küreselleşme ve çalışma ortamındaki artan rekabet nedeniyle işletmelerin kendi stratejilerini ayarlaması ve iyi finans politikaları benimsemesi gerekir. Bu çalışmada, kağıt ve kağıt ürünleri üreten basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren Türk işletmelerin izlediklerin finanslama stratejilerin kârlılık üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Dolayısıyla, alışma kapsamı 2005-2014 arasındaki dönem Borsa İstanbul'da kote olmuş faaliyetlerinin kesintisiz bir şekilde gösteren 11 işletme sınırlanmaktadır. Bağımsız değişken olarak toplam kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı (KVYK/TV), bağımlı değişken ise aktif kârlılığı kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre, finanslama stratejinin saldırganlığı ile aktif kârlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, işletme kârlılığı agresif finanslama stratejisi ile azalır. Bu sonuç işletme sermayesi yönetimin geleneksel teorisine aykırı olmasına rağmen, aynı sonuç Weinraub ve Visscher(1998); Afza ve Nasir (2007); Binti Mohamad ve Mohd Saad (2010) ve Nyabuti ve Alala (2014) alışmalarında da belirlenmiştir. Bunun sebebi kısa vadeli finansal kaynakların maliyetinin ucuz olmasına rağmen büyük tutardaki yatırımların finansında uygun olmadığı ve işletme kârlılığını önemli bir şekilde artıramayacağı şeklinde ifade edilebilir. Araştırma sonuçlarına göre kağıt ve kağıt ürünleri üreten; basım ve yayın sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin işletme sermayesi finansmanında muhafazakar finanslama stratejisini benimsemesi uygun olduğu sylenebilir.

### Kaynaka

Afza T.; MS Nazir (2007). Is it Better to be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital? *Journal of Quality and Technology Management*, 3 (2), 11-21.

Afza T.; MS Nazir (2008). Working Capital Approaches and Firm's Returns in Pakistan, *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 1(1), 25-36.

Akg, . (2011). *Finansal Yönetimi*, 9. Baskı, Avcıol Basım Yayın, Ankara.

Al-shubiri, F.N.: Analysis of the relationship between working capital policy and operating risk: an empirical study on Jordanian industrial companies, *Investment Management and Financial Innovations*, 2010; 7( 2), 167-176.

Altan, M.; şekeroğlu, G.(2013). alışma Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Firma Karlılığı zerine Etkileri: İMKB'de Kayıtlı Firmalar zerinde Bir Araştırma, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 30, 223-228.

Binti Mohamad; Mohd Saad: (2010). Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia, *International Journal of Business and Management*, 5(11); 140-147.

Brigham, F. E.(1989). *Fundamentals of Financial Management*, 5th ed.,The Dryden Press, USA.

Coşkun, E.; Kök, D.(2011). Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması, *Ege Akademik Bakış*, Cilt: 11, Özel Sayı,75-85.

Deloof, M.(2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3) & (4), 573-587.

Ganesan, V.(2007). An analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment Industry, *Rivier Academic Journal*, 3( 2), 1 - 10.

Gardner, M.J., Mills, D.L., and Pope, R.A.(1986). Working Capital Policy and Operating risk,: an Empirical analysis, *the financial Review*, 21(3), 31-31.

Gitman, L. J.(2002). *Principle of Managerial Finance*, 10th Edition, Addison-Wesley.

Hatipoğlu, Z.(1995). *Ayrıntılı İşletme Finansı*, Lebib Yalkım Yayınları, İstanbul.

Jose ML, C Lancaster and JL Stevens.(1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycle. *Journal of Economics and Finance*, 20(1), 33-46.

Lazaridis I and 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.

Magadi S.; W.Mwangi, M.(2014). Effect of aggressive financing policy on profitability of listed Companies at Nairobi Securities Exchange, Kenya, *international Journal of Science and Research*, 3(4), 444-448.

Mian, S. L., Smith, C. W.(1992). Accounts receivable management policy: theory and evidence. *Journal of Finance*, 47(1), 169-200.

Nyabuti, W. M.; Alala O. B.(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.

Owolabi, S. A. ; Alayemi, S. A.(2012). The Study of Working Capital Management as a Financial Strategy, *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 2 (4), 1-8.

Parmar S. J.(2001). "Financial Efficiency – Modern Methods, Tools & Techniques" Raj Book Enterprises, Jaipur.

Shin, H.H.; Soenen , L.(1998). Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability, *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.

Smith, K.(1980). Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management, in *Readings on the Management of Working capital*, West publishing company, New York, St. Paul.

Van-Horne, J.C. and Wachowicz, J.M.(2004). *Fundamentals of Financial Management*, 12th edition, Prentice Hall publishers, New York.

Vishnani, S.; Shah, B.K.(2006). Liquidity vs. Profitability – A Detailed Study in Perspective of Indian Consumer Electronics Industry, *Pranjana*, 9(2), 25-30.

Weinraub, H. J., Visscher; S.(1998). Industry Practice Relating to Aggressive Working Capital Policies, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2), 11-18.