



Araştırma Makalesi
Research Article

Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Yıl: 2022 Cilt-Sayı: 15(4) ss: 866–878

Academic Review of Economics and Administrative Sciences
Year: 2022 Vol-Issue: 15(4) pp: 866–878
<http://dergipark.org.tr/tr/pub/ohuiibf>

ISSN: 2564-6931
DOI: 10.25287/ohuiibf.1074978
Geliş Tarihi / Received: 17.02.2022
Kabul Tarihi / Accepted: 10.09.2022
Yayın Tarihi / Published: 24.10.2022

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN FİRMA FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: HAVACILIK SEKTÖRÜNE YÖNELİK BİR ÇALIŞMA

H. Yusuf GÜNGÖR¹

Öz

Havayolu firmaları hizmet sunduklarından sürekli olarak büyük miktarda çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar. Çalışma sermayesi firmaların faaliyetlerinin sağlıklı şekilde yürütülmesi ve firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilmesi açısından çok önemlidir. Firmanın faaliyetlerini sürdüreceği kaynaklara sahip olamaması veya yükümlülüklerini yerine getirememesi firmanın ciddi sorunlar yaşamasına sebep olacaktır. Finansal kararlar genel olarak orta ve uzun vadeli kararlara odaklanmış durumdadır. Çalışma sermayesi yönetiminin genelde basit olduğu düşünülse de firma açısından hayati öneme sahiptir. Özellikle hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi yönetimine yüksek düzeyde önem vermeleri gerekmektedir. Çalışmada çalışma sermayesi oranlarının firmaların finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisi ölçülmüştür. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Öncelikle modelin birim ve zaman etkilerinden hangisinin geçerli olduğu analiz edilmiş, bu analiz sonucuna göre sabit etki ve rassal etki modelleri oluşturulmuştur. Kullanılacak modelin belirlenmesi için Hausman testi sonucunda karar verilmiş ve model üzerinde temel varsayım testleri uygulanmıştır. Yapılan testler ile çalışmaya uygun modelin Driscoll-Kraay tahmincisi olduğu ortaya çıktığından bu tahminci kullanılmıştır. Analizler sonucunda net çalışma sermayesi oranı ile firma performansı arasında güçlü olumlu bir ilişki tespit edilmiş ayrıca firmaların 2008 küresel krizinden ve Covid-19 salgınından büyük oranda etkilendikleri sonucuna varılmıştır.

Anahtar kelimeler : Finansal Performans, Çalışma Sermayesi Yönetimi, Driscoll-Kraay Tahmincisi.

JEL Sınıflandırması : C58, G32, G33.

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Iğdır Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Havacılık Yönetimi Bölümü, yusufhay@gmail.com, ORCID: 0000-0001-6783-1552.

Atıf/Citation (APA 6):

Güngör, H. Y. (2022). Çalışma sermayesi yönetiminin firma finansal performansına etkisi: Havacılık sektörüne yönelik bir çalışma. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(4), 866–878. <http://doi.org/10.25287/ohuiibf.1074978>.

THE IMPACT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY ON THE AVIATION SECTOR

Abstract

Airline companies constantly need significant amount of working capital as they provide services. Working capital is very important for businesses to carry out their activities in a good way and for companies to fulfill their short-term obligations. The firm's inability to have the resources for keeping its activities or the business failure to fulfill its obligations will cause the firm to experience serious problems. Financial decisions are generally focused on medium and long-term decisions. Although working capital management is often considered as simple, it is vital to the firm. Especially companies operating in the service sector should pay attention to working capital management. In this study, the effect of the working capital ratios on the financial performance indicators was measured. Panel data analysis was used in the study. Primarily, the validity of the unit and time effects of the model has been analyzed, and fixed effect and random effect models have been created according to the results of that analysis. In order to determine the model to be used, it has been decided as a result of the Hausman test and basic assumption tests have been applied on the model. The Driscoll-Kraay estimator was tested and found more suitable and used in this study. As a result of the analysis, it was concluded that there is a strong positive relationship between the net working capital ratio and firm performance in addition the firms were severely affected by the 2008 global crisis and the Covid-19 epidemic.

Keywords : Financial Performance, Working Capital Management, Driscoll-Kraay Estimator.

JEL Classifications : C58, G32, G33.

GİRİŞ

Havacılık sektörü firmaları yatırım aşamasında büyük kaynaklara ihtiyaç duydukları gibi faaliyetlerini devam ettirmek için de çok ciddi şekilde kaynak ihtiyacı duyarlar. Uçakların bakımı, yakıt ve personel giderleri havaalanı vergileri gibi giderler havacılık sektöründe çalışma sermayesi ihtiyacını artırmaktadır. Çalışma sermayesinin iyi yönetilememesi firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememelerine ve finansal sıkıntı yaşamalarına sebep olabilmektedir.

Finans literatürü geleneksel olarak orta ve uzun vadeli finansal kararlara odaklanmıştır. Fakat son dönemde kısa vadeli finansal kararların da firma performansında önemli olabileceğini değerlendirmiştir (Sensini & Vazquez, 2021: 2). Kısa vadeli finansal kararlar dönen varlıklara ve kısa vadeli yabancı kaynaklara ilişkin kararları ifade etmektedir ve buna çalışma sermayesi yönetimi de denmektedir (Zbigniew, 2020: 1). Net çalışma sermayesi ise dönen varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynakların çıkarılması ile oluşan farktır (Sagner, 2014).

Bu bağlamda çalışma sermayesi yönetimi, firma performansı ve başarısı açısından çok önemli bir konudur. Havacılık sektörü faaliyetlerini sürdürmek için yoğun çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar ayrıca çalışmaya konu firmaların faaliyet gösterdiği Amerika Birleşik Devletleri gelişmiş bir finansal sisteme sahiptir. Çok çeşitli finansman kaynakları ve finansal teknikler kullanılmaktadır. Dolayısıyla bu firmalar üzerinde yapılacak bir çalışma, çalışma sermayesi yönetiminin firmalar açısından ne ölçüde önemli olduğu ve çalışma sermayesinin firma performansına ne düzeyde etki ettiği ölçülmüş olacaktır. Çalışma da çalışma sermayesi oranlarının firma performansını temsil eden oranlar üzerindeki etkisi panel veri analizi kullanılarak incelenecektir.

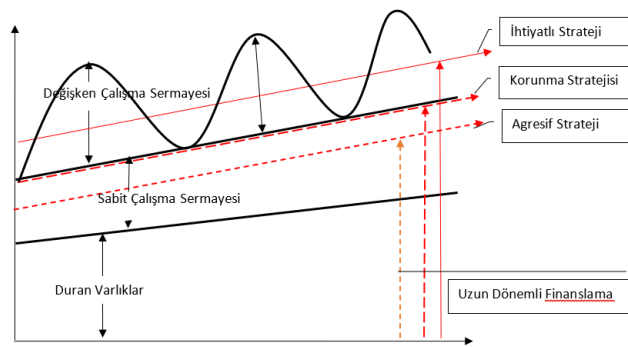
I. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ

Çalışma sermayesi karmaşık bir kavramdır. Gerçek hayatta bu kavramın uygulanması konusunda firma yöneticisi ve sahiplerinin zorlandıkları görülmüştür. Bu zorluğun sebebi kavramın görünürde çok basit olmasıdır. Dönen varlıklardan kısa vadeli yükümlülüklerin çıkarılmasıyla bulunan çalışma sermayesi tanımı çok basit görüldüğü için teoride kavramın çok derinlikli düşünülmemesi sonucunu doğurabilir. Gerçekte ise çalışma sermayesi yönetimi firma başarısı ve performansı için çok önemlidir. Finansal kararların doğru şekilde uygulanabilmesi için çalışma sermayesi üzerinde sektör ve firma özellikleri göz önüne alınarak etkin bir çalışma sermayesi yönetimi çalışması yapılmalıdır (Preve & Sarria-Alende, 2010: 14).

Çalışma sermayesi yönetiminin temel amacı satıcılar ve alacaklılara müşterilerden ve alıcılardan sürekli bir nakit akışının sağlanmasıdır (Pass & Pike, 1984: 1). Bu çalışma sermayesi yönetiminin ana amacının zaman içerisinde alacakları ve yükümlülüklerin eşleştirilmesi olduğu söylenebilir (Pass & Pike, 1987: 20). Çalışma sermayesinin etkin yönetimi firmanın mal ve hizmet üretiminde ihtiyaç duyduğu varlıkları temin ettiği kaynakları mal veya hizmet satışlarından elde ettiği fonlarla finanse etmesi ve bu konuda herhangi bir sorunun ortaya çıkmaması durumudur (Yücel & Kurt, 2002: 2). Burada kilit nokta nakit çıkışlarının maliyetsiz olarak vadesinin maksimize edilmesi ve nakit girişlerinin ise herhangi bir maliyete katlanmaksızın süresinin minimize edilmesidir.

Çalışma sermayesi yönetiminin firma içerisindeki diğer birimlerdeki kararlar üzerinde etkisi olduğu vurgulanmıştır. Çalışma sermayesi kararları mantıklı şekilde alınmalıdır. Firmanın çok fazla nakit bulundurması uzun vadeli varlık yatırımlarını sekteye uğratabilir (Ward, 2010).

Firmanın ihtiyaç duyduğu nakdi çeşitli elde etme yöntemleri vardır. Bunlar firmanın halka açılması sermaye artırımına gitmesi veya yabancı kaynak kullanılması şeklinde olabilir. Fakat firma açısından nakit akışlarının en düşük maliyetli yolu nakdin firma faaliyetlerinden elde edilmesidir. Bu firmanın vergi ve temettü ödemeleri için firmada yeterli nakit bulunmasını sağlayabilir. Diğer nakit kaynakları firmanın daha çok uzun vadeli yatırımları için kullanılabilir. Sürecin sağlıklı yürümesi için firmanın ekonomik olarak başarılı olmasını gerektirir. Doğal olarak en düşük maliyetle –kaliteden taviz vermeden- en yüksek kârın elde edilmesi bu giderlerin sürdürülebilir olarak ana faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerle finanse edilmesi teorisinin anahtarıdır (Van Horne, 2001: 228).



Şekil 1. Finansal Kararlar

Kaynak: (Firth, 1976: 9)

Finansal kararlar ile ilgili grafik incelendiğinde çalışma sermayesi ihtiyacının dalgalanma gösterdiği görülmektedir. Çalışma sermayesi ile ilgili finansal kararlarda kârlılık ve risk arasındaki tercihlere bağlı olarak ihtiyatlı, dengeli ve agresif olmak üzere üç stratejiden bahsedilebilir (Silva, 2011: 5). Agresif stratejide dönen varlıkların –başta hazır değerler olmak üzere- düşük düzeyde tutulması

durumudur. Agresif stratejiyi uygulayacak firmaların bazı kısa vadeli yabancı kaynak ödemelerini erteleyebilme gücüne sahip olabilmeleri gereklidir. Bu güce sahip olmayan firmaların finansal başarısızlığa uğrama ihtimalleri vardır. İhtiyatlı strateji uygulayan firmaların finansal başarısızlığa uğrama ihtimalleri düşük olmakla birlikte gereksiz hazır değer bulundurma sonucunda bazı varlıkların etkin kullanılamaması durumu ile karşılaşabilirler. Dolayısıyla firmaların finansal başarısızlığa karşı bir korunma stratejisi belirlemeleri ve tüm varlıkları etkin kullanabilecekleri bir strateji belirlemeleri gerekmektedir.

Çalışma sermayesi yönetimi ve kontrolü basit bir durum olarak görünse de firma açısından hayati öneme sahiptir. Finans yöneticisi çalışma sermayesi yönetimine özel dikkat ve özen göstermelidir. Çalışma sermayesi yönetimi firmanın faaliyetlerini kesintisiz sürdürebilmesini sağlayacağı gibi yükümlülüklerini karşılayamama riskini düşürür. Aynı zamanda kaynakların etkin kullanılmasını, firmanın kredibilitesini yükseltip üretim hacmini geliştirmesini sağlar (Akgüç, 2013: 201).

Firma yönetimlerinin finansal amaçları ve hedefleri vardır. Bu hedeflere ulaşılmış olmanın ölçüsü etkinlik olarak ifade edilir. Bu bağlamda etkinlik performans ölçme aracıdır. Etkinlik girdilerin çıktıya dönüşme sürecidir. Etkinlik amaçların gerçekleşme düzeyini sonuçlar üzerinden değerlendirerek belirlemektedir. Firmalar varlıklarını verimli kullanmalarına rağmen amaç ve hedeflere ulaşamayabilmektedir. Sonuç olarak etkinlik performans denetiminin önemli öğelerinden birisidir (Kubalı, 1999: 39).

Çalışma sermayesi yönetimi firma kârlılığı üzerinde yoğun etkisi olan bir olgudur. Hazır değerlere yapılan yatırımların uygun şekilde olması firmanın finansal sıkıntıya düşmesini engelleyeceği gibi firma kârlılığını da etkileyecektir. Burada çalışma sermayesinin önem kazanması genel olarak dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi durumudur. Günlük faaliyetler yürütülürken likidite ve kârlılık arasında optimal bir denge kurmak zorundadır. Firma değerinin maksimize edilmesi süreci kârlılık ve yüksek likidite arasında bir ikilem yaşanmasına sebep olur. Finansal başarısızlıklara uğrayan firmaların çoğunun dönen varlık ve kısa vadeli yabancı kaynakların planlama ve kontrolündeki olumsuzluklardan kaynaklanmaktadır (Öz & Güngör, 2007: 321–322).

Çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili en önemli konular alacak yönetimi, nakit yönetimi ve stok yönetimi şeklinde olmaktadır. Üretim ve ticaret firmalarında bu üç konu da önemli iken hizmet firmalarında alacak ve nakit yönetimi göreceli olarak daha önemli konulardır. Hizmet sunan firmalar olan havayolu firmalarının nakit ve alacak yönetimine önem vermeleri gerekmektedir. Bunun için çeşitli yöntemler vardır. Alacakların öncelikle mümkün olan en kısa vadelerle olmasının sağlanması bu sağlanamıyorsa alacakların düşük maliyetlerle nakde dönüştürülmesi çalışma sermayesi açısından önemlidir. Bununla birlikte firmada bulundurulacak nakit ve benzerlerinin de ülkenin, firmanın faaliyette olduğu sektörün ve firmanın çalışma koşullarına uygun düzeyde tutulması gerekmektedir. Nakdin firmada tutulma maliyeti ile nakit tedarik maliyeti arasında optimal bir miktar belirlenmelidir (Miller & Orr, 1966: 416).

II. LİTERATÜR TARAMASI

Çalışma sermayesi yönetimi firmaların başta hazır değerler olmak üzere varlıkların verimli kullanılması ve firma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi açısından çok önemlidir. Çalışmanın bu kısmında çalışma sermayesi ile firma kârlılığı ilişkisinin incelendiği çalışmalar değerlendirilecektir.

Can ve Zor (2004) çimento ve tekstil sektörlerinin çalışma sermayelerinin yapısını karşılaştırmalı olarak inceledikleri çalışmalarında tekstil firmaları daha yüksek kısa vadeli ticari alacaklar ve stoklar ile faaliyet gösterdikleri ve ticari borçlardan daha fazla finansal borç kullandıkları ve çimento firmalarının daha yüksek likiditeye sahip oldukları sonucuna, Öz ve Bener (2007) işletme sermayesi ile ilgili kararların firma kârlılığı üzerindeki etkisini imalat sektörü firmaları üzerinden inceledikleri çalışmalarında alacak, stok ve ticari borç devir hızları ile brüt satış kârlılığı arasında negatif korelasyon olduğu sonucuna, Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010) imalat sektöründe kriz dönemlerinde çalışma

sermayesi ihtiyacının belirleyicilerini inceledikleri çalışmalarında kriz dönemi ve sonrasında kaldıraç oranının ve duran varlık yatırımlarının artışının çalışma sermayesi gereksinimini azaltmakta, stok devir hızı ile Tobin Q oranı ve çalışma sermayesi ihtiyacı arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna, Coşkun ve Kök (2011) işletme sermayesi yönetimi politikalarının kârlılık üzerinde etkisini BİST’te faaliyet gösteren firmalar üzerinden inceledikleri çalışmalarında agresif çalışma sermayesi politikası izleyen firmaların kârlılıklarını artırdıkları sonucuna, Dursun ve Ayrıçay (2012) Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 120 ticaret ve üretim firmasının verilerini kullanarak çalışma sermayesi-kârlılık ilişkisini inceledikleri çalışmada işletme sermayesi değişkenleri ile brüt kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna, Toraman ve Sönmez (2015) çalışma sermayesinin kârlılıkla ilişkisini inceledikleri çalışmada çalışma sermayesi ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna, Kendirli ve Kaya (2016) havayolu firmalarda çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili yaptıkları çalışmada çalışma sermayesinin optimum yönetiminin firma performansı üzerinde etkili olduğu sonucuna, Helhel ve Karasakal (2017) konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında konaklama işletmelerinin yüksek kaldıraç oranı ile çalışmalarının firma kârlılığı üzerinde negatif etkisi olduğu ve firmaların işletme sermayesi politikaları ile firma kârlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı sonucuna, Altaf ve Shah (2017) çalışma sermayesi yönetimi, firma performansı ve finansal kısıtları Hindistan’da faaliyet gösteren finans sektörü dışı 437 firma üzerinden uyguladıkları çalışmalarında işletme sermayesi yönetimi ile firma performansı arasında ‘U’ biçimli bir ilişki olduğu – çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansının ilk başta negatif bir seyir izlediği ve belli bir süre sonra bunun pozitifte döndüğü- sonucuna, Kalpana ve Muthusamy (2018) Hindistan’da faaliyet gösteren bazı havayolu firmalarının çalışma sermayesi yönetimini inceledikleri çalışmada firmaların çalışma sermayesini yönetme konusunda başarılı oldukları sonucuna, Zarb (2018) Amerika Birleşik Devletleri havacılık firmalarına yönelik likidite, yükümlülükleri karşılayabilme ve finansal sağlığı sürdürülebilmenin firma kârlılığının oynaklığına etkisini ölçtüğü çalışmada sayılan değişkenlerin firma kârlılığının oynaklığını etkilediği sonucuna, Karagözoğlu, Aktaş ve Kayalidere (2019) işletme sermayesi ile etkinlik arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada cari oran aktif kârlılığı ve firma büyümesinin firmanın etkinliğini artırdığı sonucuna, Akyüz ve Atmaca (2019) çalışma sermayesi ile işletme kârlılığı arasındaki ilişkiyi imalat sektörü verilerinden faydalanarak üç ayrı model kurarak inceledikleri çalışmalarında stokta kalma süresinin iki modelde, alacakların tahsil süresinin ise bir modelde kârlılık üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna, Korkmaz ve Yaman (2019) turizm firmalarında çalışma sermayesinin firma kârlılığını dört model kullanarak inceledikleri çalışmalarında tüm modellerde çalışma sermayesi öğelerinin firma kârlılığı üzerinde etkili olduğu sonucuna, Van vd (2019) çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansını Vietnam firmalarının verileri ile inceledikleri çalışmalarında çalışma sermayesi ile kurumsal performans arasında ilişki bulunduğu fakat bu ilişkinin doğrusal olmadığı ve başka değişkenlere de bağlı olduğu sonucuna, Banoz-Caballero, Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2019) net çalışma sermayesi ve firma değeri ilişkisini otuz ülkede faaliyetlerini sürdüren verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada çalışma sermayesi yönetiminin ülkelerin gelişmişlik durumuna göre değişkenlik gösterdiği sonucuna, Jasmani (2019) likidite ve çalışma sermayesi devir hızının kârlılık ilişkisini incelediği çalışmasında cari oranın aktif kârlılığı üzerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna, Liu vd. (2019) Çin’de faaliyet gösteren firmalara yönelik olarak çalışma sermayesi ve firma performansı ilişkisini inceledikleri çalışmada nakit dönüşüm döngüsü ile kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşımlardır.

Kaya ve Konuk (2020) agresif çalışma sermayesi politikasının firma performansına etkisini ölçtükleri çalışmada agresif çalışma sermayesi politikasının firmanın finansal performansı üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna, Yıldız ve Deniz (2020) kârlılığa etki eden çalışma sermayesi faktörlerini inceledikleri çalışmada varlık devir hızı, stok devir hızı ve cari varlıkların tüm varlıklara oranı hem aktif hem de özkaynak kârlılığı üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna, Eskin ve Güvemli (2020) çalışma sermayesi yönetimini kârlılığa etkisini inceledikleri çalışmada nakit dönüş süresinin kârlılık üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna, Chalmers, Sensini ve Shan (2020) çalışma sermayesi yönetimi ile performans ilişkisini KOBİ üzerinden inceledikleri çalışmada net çalışma sermayesi ve alacaklar arasında güçlü negatif ilişki olduğu sonucuna, Nguyen, Pham ve Nguyen (2020) Vietnam’daki bazı firmalar üzerine yaptıkları çalışmada işletme sermayesi ile kârlılık arasında negatif bir korelasyon

olduğu sonucuna, Beyazgül ve Karadeniz (2020) Amerika Birleşik Devletleri ve Türkiye’deki bazı konaklama firmaları üzerine yaptıkları çalışmada Amerika Birleşik Devletleri’ndeki firmaların genel olarak agresif bir çalışma sermayesi yönetimi uyguladıkları, Türkiye’deki firmaların ise daha dengeli bir politika izledikleri ve çalışma sermayesi düzeyi ile kârlılık arasında her iki ülkede de pozitif bir ilişki olduğu sonucuna, Sensini (2020) İtalya’da faaliyet gösteren KOBİ’lerin çalışma sermayesi yönetimi ile performanslarını incelediği çalışmasında çalışma sermayesi döngüsü ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki olduğu sonucuna, Chen, Diaz, Sensini ve Vazquez (2020) Arjantin’de faaliyet gösteren KOBİ’lerin çalışma sermayesi yönetimi ile kalite yönetimi ilişkisini inceledikleri çalışmalarında kalite yönetimi sistemlerini kullanan firmaların çalışma sermayesinin etkin yönetiminde daha başarılı oldukları sonucuna, Boisjoly, Conine Jr., Mcdonald IV (2020) çalışma sermayesi yönetiminin firmanın finansal durumuna ve değerine etkisini ölçtükleri çalışmada çalışma sermayesini iyileştirmeye yönelik önlemlerin firmaların hem performanslarını hem de değerlerini artırdığı sonucuna, Isılcık ve Çil Koçyiğit (2021) çalışma sermayesi ile firma kârlılığı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada aktif kârlılığı ile net çalışma sermayesi ve stok devir hızı ile arasında doğrusal pozitif, nakit dönüşüm döngüsü ile negatif ilişki bulunduğu sonucuna, Anton ve Nucu (2021) çalışma sermayesi düzeyi ile kârlılık arasında ters ‘U’ şeklinde bir korelasyon olduğu sonucuna, Zimon ve Tarighi (2021) Covid-19’un çalışma sermayesi yönetimine etkisini inceledikleri çalışmada nakit döngüsü uzun olan firmaların performanslarının daha düşük olduğu sonucuna varmışlardır.

Literatür genel olarak değerlendirildiğinde cari giderlerin cari gelirlerle karşılanması firmalar açısından en optimal çözüm görünmektedir. Firmaların alacakların yüksek vadeli borçların düşük vadeli olması ya da bazı malların kıt olduğu durumlarda firmanın peşin mal satın alınmasına rağmen vadeli satış yapması firmanın bazı cari giderleri finansal borçlarla finanse etmesi firmanın faiz yükünden dolayı finansal performansını etkileyebilecektir. Agresif çalışma sermayesi politikası ülke, firma ve sektörün durumuna göre değerlendirilmelidir. Ülkede faiz oranları düşük ise firmalar çalışma sermayesinin acil ihtiyacını para piyasalarından karşılayabilirler. Faizlerin yüksek olduğu ülkelerde bu tip borçlanmalar firma açısından olumsuzluk doğurabilir.

III. YÖNTEM

III.I. Çalışmanın Amacı ve Sorusu

Çalışma, çalışma sermayesi yönetiminin çok önem arz ettiği havayolu firmalarının çalışma sermayesini temsil eden oranların firma performansı üzerindeki etkisinin incelenmesi amacını taşımaktadır. Literatür incelendiğinde çalışma sermayesinin firmalar tarafından çok önemsenmediği, finansman kararlarının genel olarak orta ve uzun vadeli odaklandığı görülmektedir. Bu çalışmada, çalışma sermayesinin firma performansı üzerinde ne düzeyde etkili olduğunu ortaya çıkarmaya çalışacaktır. Araştırma, çalışma sermayesi firmaların finansal performansı üzerinde etkisi var mıdır? Eğer var ise hangi düzeydedir sorunlarına cevap aramaktadır.

III.II. Veri Seti

Çalışma kapsamında Amerika merkezli olarak faaliyetlerini sürdüren çalışmanın kapsadığı dönem için verileri uygun olan ve Tablo 1’de verilen 10 firmaya ait veriler kullanılmıştır.

Tablo 1. Çalışmaya Konu Olan Firmalar

American Airlines	JetBlue
Alaska Airlines	Skywest Airlines
Allegiant Air	Spirit Air
Delta Air Lines	Southwest Air
Hawaiian Air	United Airlines

Çalışmada bağımlı değişkenler olarak çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğini gösteren literatürde yoğun kullanılan değişkenler kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler varlıkların etkin kullanılma durumunu izlemek amacıyla aktif kârlılığı, firmaların faaliyetlerinin etkinliğinin ölçülmesi amacıyla faaliyet kâr marjı ve firmanın piyasa değerinin ölçülmesi amacıyla da hisse başına kâr oranı kullanılmıştır.

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişkenler		
HBK	Hisse Başına Kâr	Net Kâr/Hisse senedi sayısı
ROA	Aktif Kârlılığı	Net kâr/Toplam aktifler
FKM	Faaliyet Kâr Marjı	Faaliyet kârı/Net satışlar*100
Bağımsız Değişkenler		
NÇS (log)	Net Çalışma sermayesi	Dönen varlıklar-KVYK (Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar) (logaritması alınmıştır.)
NDD	Nakit Dönüşüm Döngüsü	Etkinlik süresi (alacakların ortalama tahsil Süresi + stok tutma süresi)-Ticari borç ödeme süresi (360/ticari borç devir hızı)
A/T	Asit Test Oranı	(Dönen varlıklar-stoklar) /KVYK
NKT(log)	Nakit Oranı	Hazır değerler/KVYK (logaritması alınmıştır.)
FKO	Faiz Karşılama Oranı	Faaliyet kârı (Faiz ve vergiden önceki kâr)/faiz giderleri
Kukla	Kukla Değişken	2008 Krizinin etkisi (2008)
Kukla 2	Kukla Değişken 2	Covid-19 Salgının etkisi (2020)

Çalışma kapsamında 3 ayrı model kurulacaktır. İlk modelde hisse başına kâr, ikinci modelde aktif kârlılığı, üçüncü modelde ise faaliyet kâr marjı bağımlı değişken olmak üzere modeller kurulacaktır.

Öncelikle değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu olup olmadığının tespiti amacıyla VIF testi yapılmıştır. Bu test sonucu 1,14 olarak gerçekleşmiştir. Bu değer 5'ten küçük olduğundan birimler arasında çoklu bağlantı sorunu olmadığını göstermektedir (Çalmaşur & Aysin, 2019: 87).

Panel veri modellerinin uygun kurulabilmesi amacıyla olabilirlik oranı (LR-Likelihood Ratio) testi ve F testinin uygulanması gerekmektedir. Bu testle birim sabit etkiler modeline karşı klasik model test edilmektedir (Park, 2011: 12). Bu test yoluyla ($H_0: \mu_i=0$) birim etkilerin tamamının sıfıra eşit olduğu yönündeki hipotez sınanmalıdır. F-Testi istatistik sonucu 1,35'tir. Çıkan sonuç F dağılım tablosu ile (F (9,113) serbestlik derecesi ile) karşılaştırıldığı zaman H_0 birim etkilerin tamamının sıfıra eşit olduğu yönündeki varsayımı $\alpha=0.05$ 'te reddedilmiştir. (Prob > F = 0,0000). Bu durum verinin birim sabit etki içerdiği ve klasik modelin kullanılamayacağı belirlenmiştir. (Sak & Dalgar, 2020: 181).

Veriler birim sabit etki içerdiği için klasik modelin birim tesadüfi etkiler modeline karşı test edilmesi gerekir (Yerdelen-Tatoğlu, 2016: 176). Yapılan analizde birim etkilerin toplamının sıfır olduğu hipotez sınanmış ve modelde birim tesadüfi etkilerin bulunduğu ve klasik modelin kullanılamayacağı sonucuna varılmıştır.

Modelde birim tesadüfi etki ve birim sabit etki birlikte bulunduğu Hausman testinin uygulanması gerekmektedir. H_0 hipotezinin reddedilmediği durumlarda birim tesadüfi model, reddedildiği durumlarda ise birim sabit etkiler modeli uygun olacaktır. Hausman testi sonucunda analizin birim sabit etkiler modeli ile uygulanması kararlaştırılmıştır.

Buna göre modeller (1), (2), (3) numaralı denklemlerdeki şekilde kurulacaktır.

$$EPS_{it}=\alpha_i + \beta_1NAKİT_{it} + \beta_2A/T_{it} + \beta_1NAKİT_{it} + \beta_3NDD_{it} + \beta_4NÇS_{it} + \beta_5NÇS_{it} + \beta_6FKO_{it} + \beta_7DUMMY1_{it} + \beta_8DUMMY2_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it}=\alpha_i + \beta_1NAKİT_{it} + \beta_2A/T_{it} + \beta_1NAKİT_{it} + \beta_3NDD_{it} + \beta_4NÇS_{it} + \beta_5NÇS_{it} + \beta_6FKO_{it} + \beta_7DUMMY1_{it} + \beta_8DUMMY2_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$FKM_{it} = \alpha_i + \beta_1 NAKİT_{it} + \beta_2 A/T_{it} + \beta_3 NAKİT_{it} + \beta_4 NDD_{it} + \beta_5 NÇS_{it} + \beta_6 FKO_{it} + \beta_7 DUMMY1_{it} + \beta_8 DUMMY2_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Modelde yer alan i ifadesi analize tabi tutulan havayolu firmalarını t ifadesi ise analizin yapıldığı dönemi ifade etmektedir. α ifadesi sabit terimi ifade ederken β ise bağımsız değişkenlerin katsayısını ifade etmektedir. ε ifadesi ise firmalar ve dönemler açısından hata terimini ifade etmektedir.

Birim sabit etkiler modelinin kullanılacağına tespitinden sonra Grup İçi Tahmincinin uygulanması amacıyla homoskedasite, otokorelasyonsuzluk ve birimler arası korelasyonsuzluk varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığının kontrolü amacıyla gerekli testler yapılmalıdır. Bu testler sonucunda bu varsayımlardan herhangi birinin sağlanamaması durumunda dirençli tahmincilerden uygun olanlardan birinin kullanılması gerekecektir.

Homoskedasite varsayımının sağlanıp sağlanmadığının tespiti amacıyla Wald Testi uygulanmalıdır. Yapılan test sonucunda homoskedasite varsayımının sağlanmadığı yani heteroskedasite olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Heteroskedasite hataların bağımsız ve özdeş dağılması olarak ifade edilebilir.

Otokorelasyonsuzluk varsayımının test edilmesi amacıyla Baltagi-Wu Yerel En İyi Değişmez testi uygulanmıştır. Analiz sonucunda modelin otokorelasyon içerdiği sonucu ortaya çıkmıştır. Otokorelasyon farklı gözlemlerin hata terimleri arasında bir korelasyon olması durumudur.

Yatay kesit bağımsızlığının test edilmesi amacıyla t 'nin yani zaman boyutunun n 'den yani yatay kesit boyutundan büyük olduğu durumlarda kullanılan Breusch ve Pagan (1980: 249) tarafından geliştirilen Lagrange Multiplier testi kullanılmıştır. Test sonucunda verilerde yatay kesit bağımsızlığı varsayımının sağlanmadığı sonucu ortaya çıkmıştır. Yatay kesit bağımsızlığı paneli oluşturan birimlere her birine gelen şoklardan her firmanın aynı düzeyde etkilenmesi ve ayrıca herhangi bir firma için meydana gelen içsel bir şokun diğer firmaları etkilemediğine dayanan bir varsayımdır (Koçbulut & Altıntaş, 2016: 152).

IV. BULGULAR VE YORUM

Tablo 3. Değişkenlere Ait Betimleyici İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	En Düşük Değer	En Yüksek Değer
HBK	130	44,2534	7,7453	0,4100	62,5200
ROA	130	29,2364	8,2544	0,3000	54,4800
FKM	130	74,8204	14,5701	1,1200	107,1600
NAKİT	130	12,9991	1,6211	5,9216	18,2352
A/T Oranı	130	0,9887	0,5166	0,1000	2,8900
NDD	130	5,5149	0,0536	5,3605	5,6643
NÇS	130	12,4431	0,3182	10,5464	12,8655
FKO	130	10,7886	17,8236	0,0100	166,2500

Tablo 4. Hisse Başına Kârın Bağımlı Değişken Olduğu Model Sonuçları

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	R ²	β	Anlamlılık Düzeyi
A/T	HBK	0,5021	-0,8385248	0,2620
NAKİT			-0,38886123	0,2000
NDD			4,566566	0,7170
NÇS			9,766623	0,0020
FKO			0,0237023	0,3240
Kukla			-9,245276	0,0000
Kukla 2			-13,1444	0,0000

Bağımlı değişkenin Hisse başına kâr olduğu modelde net çalışma sermayesi ile hisse başına kâr arasında pozitif güçlü anlamlı bir ilişki vardır. Ayrıca 2008 krizini temsil eden 1. Kukla değişken ile

Covid -19 krizini temsil eden 2. Kukla değişkenin de hisse başı kâr üzerinde anlamlı güçlü negatif bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır. Krizler açısından bakıldığında Covid-19 salgınının Amerika Birleşik Devletleri'ndeki havayolu firmalarını 2008 yılında ABD'de ortaya çıkan küresel finansal krizden daha ciddi şekilde etkilediği sonucu ortaya çıkmıştır. Değişkenler hisse başına kârın yüzde 50,21'lik kısmını açıklamaktadır.

Tablo 5. Aktif Kârlılığının Bağımlı Değişken Olduğu Model Sonuçları

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	R ²	β	Anlamlılık Düzeyi
A/T	ROA	0,5537	0,4358638	0,5840
NAKİT			-0,6639114	0,3750
NDD			4,481295	0,5940
NÇS			9,024058	0,0000
FKO			0,0864056	0,0390
Kukla			-7,485468	0,0000
Kukla 2			-15,54176	0,0000

Bağımlı değişkenin aktif kârlılığı olduğu modelde net çalışma sermayesi ve kukla değişkenlerin aktif kârlılığı üzerinde anlamlı net çalışma sermayesinin pozitif, kukla değişkenlerin ise negatif etkisinin olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Seçilen değişkenlerin aktif kârlılığını açıklama düzeyi yüzde 55,37 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 6. Faaliyet Kâr Marjının Bağımlı Değişken Olduğu Model Sonuçları

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	R ²	β	Anlamlılık Düzeyi
A/T	FKM	0,5255	1,286363	0,5500
NAKİT			0,2647045	0,7590
NDD			-16,59262	0,3320
NÇS			6,334912	0,0500
FKO			0,1494865	0,0170
Kukla			2,655508	0,0720
Kukla 2			-35,03276	0,0000

Faaliyet kâr marjının bağımlı değişken olduğu modelde net çalışma sermayesi, faiz karşılama oranı ve 2008 krizini temsil eden kukla değişkenin anlamlı pozitif ve zayıf Covid-19 salgınına temsil eden kukla değişkenin ise anlamlı negatif güçlü bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. 2008 krizinin firmaların faaliyet kâr marjları üzerindeki etkisinin pozitif görünmesinin sebebi firmaların krizin etkisinden kriz sonrası dönemde daha fazla etkilenmiş olmaları ve 2012 yılından sonra IŞİD tehdidinin artması ABD'nin çeşitli bölgelerinde bombalı terör saldırılarının olması dolayısıyla 11 Eylül 2001² de meydana gelen saldırıların insanlar üzerinde oluşturduğu olumsuz etkinin nüksetmesi ve 2014 yılında Malezya Havayolları'nın yaşadığı iki³ talihsiz olay dolayısıyla bireylerin havayolu sektörünü kullanmalarının azalmasına neden olması sonucunda firmaların doluluk oranının ve dolayısıyla faaliyet kâr marjlarının düşmesine sebep olmuş olabilir.

² 11 Eylül 2001'de meydana gelen ve El Kaide terör örgütünün üstlendiği bazı uçakların kaçırılarak Dünya Ticaret Merkezi isimli kulelere ve Pentagon binasına kamikaze yapmaları olayı.

³ 8 Mart 2014'te Malezya Havayolları'na ait MH370 sefer sayılı uçuşun Tayland Körfezi'nde kaybolması ve 17 Temmuz 2014'te MH17 sefer sayılı uçuşun Ukrayna'nın Donetsk Oblastı üzerinde Rus ayrılıkçıların kontrol ettiği bölgeden ateşlenen füze ile vurulup düşmesi olayları.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmanın amacı çalışma sermayesi elemanlarının firmanın aktif kârlılığı, piyasa değeri ve faaliyet kârlılığı üzerindeki etkilediğine dair ampirik bulgular ortaya çıkarmaktır. Bulgular Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren havayolu firmalarının verilerinden faydalanılarak panel veri analizi yoluyla elde edilmiştir.

Çalışma sermayesi yönetimi havayolu firmaları açısından çok önemlidir. Havayolu firmaları genel olarak hizmet sunan firmalardır. Büyük miktarda ilk yatırım kaynağına ihtiyaç duydukları gibi faaliyetlerini sürdürmek amacıyla da büyük miktarda dönen varlığa ihtiyaç duymaktadır. Bu kaynakların yetersiz olduğu durumlarda firmalar yükümlülüklerini yerine getiremeyecek ve finansal başarısızlığa uğrama riskiyle karşı karşıya kalacaklardır. Bu durum çalışma sermayesi yönetimini önemini ortaya koymaktadır.

Çalışma bulguları çalışma sermayesinin firma açısından çok önem taşıdığını göstermektedir. Nakit oranı, asit/test oranı nakit dönüşüm döngüsü faiz karşılama oranının genel olarak kârlılık oranları ile ilişkisinin olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır. Net çalışma sermayesi tüm modeller için bağımlı değişkenler üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir. Bununla birlikte faiz karşılama oranı faaliyet kâr marjı üzerinde anlamlı pozitif bir etkiye sahiptir. Havayolu firmalarının 2008 krizinden ve Covid-19 salgınından ciddi şekilde olumsuz etkilendikleri sonucu ortaya çıkmıştır. Ayrıca firmaların dünyada havacılık sektörüne yönelik olumsuz olaylardan ABD içerisinde meydana gelen terör olaylarından da yoğun şekilde etkilendikleri düşünülmektedir. Bu sonuçlar literatürdeki bazı çalışmalar ile paralellik göstermekte bazı çalışmalar ile ayrılmaktadır. Bu özellikle hizmet firmalarının konjonktürden çok etkilenmeleri dolayısıyla her ülkede farklı çalışma koşullarına sahip olmaları dolayısıyla.

Çalışma sonuçları itibarıyla Dursun ve Ayrıçay (2012), Coşkun ve Kök (2011), Liu vd. Nguyen vd. Zimon ve Tariği (2021)'nin yaptıkları çalışmalar ile ayrılmakta, Kendirli ve Kaya (2016), Korkmaz ve Yaman (2019), Jasmani (2019), Yıldız ve Deniz (2020), Beyazgül ve Karadeniz (2020), Isılcık ve Çil Koçyiğit (2021)'in çalışmaları ile örtüşmektedir.

Dönen varlık yatırımları aslında işletme finansının çok önemli bir kısmı olmasına rağmen genel olarak ihmal edilmektedir. Özellikle hizmet firmalarının çalışma sermayesi yönetimine önem vermeleri gerekmektedir.

Küresel terörizmin yükseldiği, küresel salgınların yaşandığı ve daha da artacağı düşünülüyor bu koşullarda hizmet firmalarının güçlü bir çalışma sermayesi yönetimi gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Etkin bir çalışma sermayesi yönetiminin olmaması firmaların finansal yükümlülüklerini gerçekleştirememelerine ve finansal olarak başarısız olmalarına sebep olabilecektir.

Çalışma sermayesi yönetimi basit görünse de çok karmaşıktır. Çalışma sermayesi yönetiminin en önemli kurallarından birisi nakit çıkışlarını herhangi bir maliyete katlanmadan olabildiğince geciktirmek ve nakit girişlerini de yine herhangi bir maliyete katlanmadan en hızlı şekilde sağlamaktır. Kriz dönemlerinde ve yüksek enflasyon dönemlerinde insanlar ellerindeki varlıkları vadeli şekilde elden çıkarmaya çok istekli olmadıklarından nakit çıkışlarının süresi kısalmaktadır. Dolayısıyla firmanın bu dönemlerde faaliyetlerini aksatmadan sürdürmesi için yeterli nakit bulundurması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (2013). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım.
- Akyüz, H. S., & Atmaca, M. (2019). Çalışma sermayesine ilişkin finansal oranların işletme karlılığına etkisi: BİST İmalat Sektöründe Bir Uygulama. *ÇOMÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), 217–233.
- Altaf, N., & Shah, F. (2017). Working capital management, firm performance and financial constraints. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 9(3), 206–219.
- Anton, S. G., & Nucu, A. E. (2021). The impact of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from the Polish listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(9), 1–14.
- Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P., & Martinez-Solano, P. (2019). Net operating working capital and firm value: A cross-country analysis. *BRQ Business Research Quarterly* (125), 1–17.
- Beyazgül, M., & Karadeniz, E. (2020). Konaklama işletmelerinde çalışma sermayesinin kârlılığa etkisinin analizi: Türkiye -Amerika Birleşik Devletleri karşılaştırması. *Journal of Tourism and Gastronomy Studies*, 8(3), 2029–2049.
- Boisjoly, R., Conine Jr., T., & McDonald IV, M. B. (2020). Working capital management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research* (108), 1–8.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239–253.
- Büyükşalvarcı, A., & Abdioğlu, H. (2010). Kriz öncesi ve kriz dönemlerinde işletmelerde çalışma sermayesi gereksiniminin belirleyicileri: İMKB imalat sanayi şirketleri üzerine ampirik bir uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2), 47–71.
- Can, İ., & Zor, İ. (2004). İMKB'de işlem gören çimento ve tekstil firmalarının çalışma sermayesi yapılarının karşılaştırmalı analizi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 35–50.
- Chalmers, D. K., Sensini, L., & Shan, A. (2020). Working capital management (wcm) and performance of smes: Evidence from India. *International Journal of Business and Social Science*, 11(7), 57–63.
- Chen, Y., Diaz, E., Sensini, L., & Vazquez, M. (2020). Working capital management and quality management systems: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 11(4), 1861–1868.
- Coşkun, E., & Kök, D. (2011). Çalışma sermayesi politikalarının karlılık üzerine etkisi: Dinamik panel uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 11(Özel Sayı), 75–85.
- Çalmaşur, G., & Emre Aysin, M. (2019). Konut fiyatlarına etki eden faktörlerin hedonik modelle belirlenmesi: TRA1 alt bölgesi üzerine bir uygulama. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* (22), 77–92.
- Dursun, A., & Ayriçay, Y. (2012). Çalışma sermayesi-kârlılık ilişkisinin İMKB örneğinde 1996-2005 dönemi analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3-4), 199–214.
- Eskin, İ., & Güvenli, B. (2020). Çalışma sermayesi yönetiminin karlılığına etkisi: Borsa İstanbul 50 endeksi örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (85), 65–76.
- Firth, M. (1976). *Management of working capital*. Londra: The Macmillan Press Inc.
- Helhel, Y., & Karasakal, S. (2017). Konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetiminin karlılık performansına etkisi: Borsa İstanbul'da (BİST) bir uygulama. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(3), 27–39.
- Islık, S., & Çil Koçyiğit, S. (2021). Çalışma sermayesi ve karlılık ilişkisi: Kamu hastane işletmelerine yönelik bir uygulama. *Uluslararası Sağlık Yönetimi ve Stratejileri Araştırma Dergisi*, 7(1), 156–166.
- Jasmani. (2019). The effect of liquidity and working capital turnover on profitability at pt. Sumber Cipta Multiniaga, South Jakarta. *Pinisi Discretion Review*, 3(1), 29–38.
- Kalpana, G., & Muthusamy, A. (2018). An emprical analysis of working capital management of selected airline companies in India. *International Journal of Management Studies*, 2(5), 65–70.
- Karagözoğlu, G., Aktaş, R., & Kayalıdere, K. (2019). Çalışma sermayesi ile faaliyet performansı göstergesi olan etkinlik arasındaki ilişkinin tespiti. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 83, 231–248.
- Kaya, E., & Konuk, F. (2020). Agresif çalışma sermayesi politikası firma performansını nasıl etkiler? BIST gıda firmaları örneğinde heterojen panel veri analizi. *Journal of Tourism and Gastronomy Studies*, 8(1), 404–416.

- Kendirli, S., & Kaya, A. (2016). The evaluation of working capital in airline companies which proceed in BİST. *Journal of Economic Development, Environment and People*, 5(1), 40–51.
- Koçbulut, Ö., & Altıntaş, H. (2016). İkiz açıklar ve Feldstein-Horioka hipotezi: OECD ülkeleri üzerine yatay kesit bağımlılığı altında yapısal kırılmalı panel eşbütünleşme analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* (48), 145–174.
- Korkmaz, T., & Yaman, S. (2019). Impact of working capital management on firm's profitability: An application on BIST tourism companies. *Journal of Tourism Theory and Research*, 5(2), 1–16.
- Kubalı, D. (1999). Performans denetimi. *Amme İdaresi Dergisi*, 31–62.
- Liu, T. R., Yang, H., Xiao, Y., & Hu, Y. (2019). Working capital management and firm performance in China. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 546–562.
- Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413–435.
- Nguyen, A. H., Pham, H. T., & Nguyen, H. T. (2020). Impact of working capital management on firm's profitability: Impact of working capital management on firm's profitability: empirical evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 115–125.
- Öz, Y., & Güngör, B. (2007). Çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığı üzerine etkisi: İmalat sektörüne yönelik panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 319–332.
- Park, H. M. (2011). Practical guidelines to panel data modeling: A step by step analysis using Stata. *Uluslararası Japonya Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Enstitüsü Çalışma Kağıdı*. Uluslararası Japonya Üniversitesi.
- Pass, C. L., & Pike, R. H. (1984). An overview of working capital management and corporate financing. *Managerial Finance*, 10(3), 1–11.
- Pass, C., & Pike, R. (1987). Management of working capital: A neglected subject. *Management Decision*, 18–24.
- Preve, L. A., & Sarria-Alende, V. (2010). *Working capital management*. New York: Oxford University Press.
- Sagner, J. (2014). *Working capital management*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Sak, A. F., & Dalgar, H. (2020). Kurumsal sürdürülebilirliğin firmaların finansal performansına etkisi: BIST kurumsal sürdürülebilirlik endeksindeki firmalar üzerine bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 173–186.
- Sensini, L. (2020). Working capital management and performance: Evidence from Italian SME's. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 11(2), 1749–1755.
- Sensini, L., & Vazquez, M. (2021). Effects of working capital management on sme profitability: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Business and Management*, 16(4), 85–95.
- Silva, S. M. (2011). *Effects of working capital management on the profitability of Portuguese manufacturing firms*. (Doktora Tezi) Braga: Minho Üniversitesi.
- Toraman, C., & Sönmez, A. R. (2015). Çalışma sermayesi ve karlılık arasındaki ilişki: Perakende ticaret sektörü üzerine bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(1), 15–24.
- Van Horne, J. C. (2001). *Financial management and policy*. Kendallville: Prentice Hall.
- Van, H. T., Hung, D. N., Van, V. T., & Xuan, N. T. (2019). Managing optimal working capital and corporate performance: Evidence from Vietnam. *Asian Economic and Financial Review*, 9(9), 977–993.
- Ward, A. M. (2010). *Finance: Theory and practice*. Dublin: Institute of Chartered Accountants in Ireland.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2016). Panel veri ekonometrisi STATA uygulamalı. İstanbul: Beta.
- Yıldız, B., & Deniz, T. İ. (2020). BIST yıldız endeksinde işlem gören firmaların karlılıklarına etki eden çalışma sermayesi faktörleri. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 5(1), 91–110.
- Yücel, T., & Kurt, G. (2002). Nakit dönüş süresi, nakit yönetimi ve kârlılık: İMKB şirketleri üzerinde ampirik bir çalışma. *İMKB Dergisi*, 1–16.
- Zarb, B. J. (2018). Liquidity, solvency and financial health: Do they have and impact on U.S. airline companies' profit volatility?. *International Journal of Business, Accounting and Finance*, 12(1), 42–52.
- Zbigniew, G. (2020). Impact of working capital management on business profitability: Evidence from the Polish dairy industry. *Agricultural Economics*, 278–285.
- Zimon, G., & Tarighi, H. (2021). Effects of the COVID-19 Global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland. *Journal Risk Financial Management*, 14, 1–17.

Etik Beyanı : Bu çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde etik kurallara uyulduğunu yazarlar beyan eder. Aksi bir durumun tespiti halinde ÖHÜİİBF Dergisinin hiçbir sorumluluğu olmayıp, tüm sorumluluk çalışmanın yazar(lar)ına aittir.

Bu çalışmada kullanılan veriler, herkesin kullanımına açık şekilde paylaşıldığından ve etik kurul izni gerektiren araştırmalar içerisinde bulunmadığından etik kurul izni alınmamıştır.

Teşekkür : Yayın sürecinde katkısı olan hakemlere ve editör kuruluna teşekkür ederiz.

Ethics Statement : The authors declare that ethical rules are followed in all preparation processes of this study. In case of detection of a contrary situation, ÖHÜİİBF Journal does not have any responsibility and all responsibility belongs to the author (s) of the study.

Since the data used in this study is shared publicly and does not include research requiring ethics committee approval, ethics committee approval has not been obtained.

Acknowledgement : We thank the referees and editorial board who contributed to the publishing process.
