



## Çalışma Sermayesinin Kârlılık Üzerindeki Etkisi: Turizm Sektöründen Kanıtlar

The Impact of Working Capital on Profitability: Evidence from the Tourism Industry

Servet Say <sup>a\*</sup> Fırat Kınalı <sup>b</sup> Mustafa Ay <sup>c</sup>

<sup>a</sup> Doç. Dr., Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, Konya/Türkiye, servetsay@selcuk.edu.tr, ORCID: 0000-0003-4216-6650

<sup>b</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, Konya/Türkiye, firatkinali@selcuk.edu.tr, ORCID: 0000-0002-4908-4351

<sup>c</sup> Prof. Dr., Selçuk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Konya/Türkiye, may@selcuk.edu.tr, ORCID: 0000-0002-4489-8946

### MAKALE BİLGİSİ

### ÖZ

#### Makale Türü

Araştırma Makalesi

#### Anahtar Kelimeler

Çalışma Sermayesi  
Aktif Kârlılık  
Turizm Sektörü

**Geliş Tarihi :** 11 Kasım 2025

**Kabul Tarihi:** 05 Nisan 2026

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini incelemektir. Araştırma kapsamında, 2015–2024 döneminde Borsa İstanbul’da işlem gören 12 turizm şirketine ait finansal veriler panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranı (ROA), bağımsız değişken olarak çalışma sermayesinin satışlara oranı (CAL) ve kontrol değişkenleri olarak nakit oranı (NOR), borçlanma oranı (BOR) ve toplam aktiflerin logaritması (LNA) kullanılmıştır. Çalışmada otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarını gidermek amacıyla Newey-West standart hatalar tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, çalışma sermayesinin satışlara oranının kârlılık üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Buna karşın, nakit oranı değişkeni pozitif ve anlamlı bir etki göstermiştir. Borçlanma oranı ve firma büyüklüğü değişkenlerinin kârlılık üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Bu sonuçlar, turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin optimal bir çalışma sermayesi politikası benimsemelerinin finansal performans açısından kritik öneme sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

### ARTICLE INFO

### ABSTRACT

#### Article Type

Research Article

#### Keywords

Working Capital  
Profitability  
Tourism Sector

**Received:** Nov, 11, 2025

**Accepted:** Apr, 05, 2026

The purpose of this study is to examine the effect of working capital management on profitability in the Turkish tourism sector. The study analyzes financial data from 12 tourism companies listed on Borsa Istanbul for the 2015–2024 period using panel data analysis. The dependent variable is the return on assets (ROA), while the independent variable is the ratio of working capital to sales (CAL). Control variables include the cash ratio (NOR), leverage ratio (BOR), and logarithm of total assets (LNA). To address autocorrelation and heteroskedasticity problems, the Newey-West standard errors estimator was applied. The empirical findings indicate that the ratio of working capital to sales has a negative and significant effect on profitability, whereas the cash ratio has a positive and significant impact. The leverage ratio and firm size variables were found to be statistically insignificant. Overall, the results suggest that maintaining an optimal level of working capital is crucial for improving financial performance in tourism companies.

### Extended Abstract

**Aim:** The tourism sector is highly dependent on innovation due to the intangible nature of services, seasonal fluctuations, and diverse customer expectations (Aslan et al., 2025: 97). The tourism sector is one of the most challenging sectors for working capital management due to demand uncertainty and high cash turnover requirements. Therefore, decisions made in cash, inventory, and receivables management directly impact profitability for tourism businesses. Especially in sub-sectors such as hotel management, travel agencies and food and beverage businesses, incorrect working capital policies can lead to liquidity problems, increased financing

\* Sorumlu Yazar / Corresponding Author

**Atıf/Cite as:** Say, S., Kınalı, F. ve Ay, M. (2026). Çalışma Sermayesinin Kârlılık Üzerindeki Etkisi: Turizm Sektöründen Kanıtlar. *Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi*, 10(1), 399-414. <https://doi.org/10.29216/ueip.1821724>



Bu makale, [Creative Commons Atıf \(CC BY\)](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) lisansının hüküm ve koşulları altında dağıtılan açık erişimli bir makaledir. / This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the [Creative Commons Attribution \(CC BY\)](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) license.

costs and, consequently, reduced profitability. While numerous studies exist in the literature examining the relationship between working capital and profitability across various sectors, studies specific to the tourism sector are limited. This highlights the need for empirical research that considers sectoral characteristics. This study aims to fill the gap in this area by examining the impact of working capital on profitability in a sample of tourism businesses operating in Türkiye.

In this context the purpose of the study is to examine the effect of working capital (CAL) on the return on assets ratio (ROA), which is expressed as the division of net profit to total assets, in tourism companies.

**Methods:** The study sample consists of 12 companies traded on the Borsa Istanbul (BIST) and operating in the tourism sector during the 2015–2024 period. Data were obtained from the companies' annual financial statements published on the Public Disclosure Platform (KAP) and the Finnet database. Initially, model selection tests and assumption tests were conducted in the study. Furthermore, due to the presence of autocorrelation and heteroskedasticity problems in the analysis, the Newey-West (1987) standard errors estimator was used. However, before using the Levin-Lin-Chu (2002) unit root test was used to test the stationarity of the variables. In the presence of autocorrelation, inter-unit correlation, or heteroskedasticity problems in panel regression models, the variance of the error terms is not equal to the identity matrix. While this does not compromise the consistency of the model's estimates, it does reduce its effectiveness. Therefore, if at least one of these problems is present in the model, the parameter estimates should be kept constant, while the standard errors should be adjusted appropriately. In other words, robust standard errors must be obtained. In the presence of these problems, estimations should be performed using appropriate methods (Tatoğlu, 2013: 242). An overall evaluation of this study indicates that due to the presence of autocorrelation and heteroskedasticity problems, standard error corrections must be made for the pooled least squares model. Therefore, the Newey-West standard errors estimator was used in this study.

**Findings:** The coefficient for the working capital-to-sales ratio (CAL) is negative and statistically significant ( $\beta=-0.005$ ;  $p=0.007$ ). This result suggests that an increase in working capital relative to sales reduces return on assets. In other words, when businesses allocate more resources than necessary to working capital to support their operations, this leads to increased idle funds and increased costs, negatively impacting profitability. Given the tourism sector's high cash demand and cyclical fluctuations, this finding is consistent with sectoral dynamics. The cash ratio (NOR) variable was found to be positive and significant ( $\beta=0.973$ ;  $p=0.007$ ). This result indicates that businesses with strong liquidity can more easily meet their short-term obligations and continue their operations without operational interruptions. A high cash level provides a significant advantage in terms of profitability, especially in sectors with high volatility risks, such as tourism. The debt ratio (BOR) and the logarithm of total assets (LNA), which represents firm size, were not statistically significant ( $p>0.05$ ). This suggests that the level of debt and scale do not have a decisive impact on profitability for tourism businesses. Due to the structural characteristics of the sector, debt serves more of a risk management function, and firm size alone is not sufficient to increase profitability.

**Conclusion:** The findings of the analysis indicate that the working capital-to-sales (CAL) variable has a negative and significant impact on return on assets (ROA). This suggests that increasing working capital levels reduces profitability, and therefore, holding excessive working capital negatively impacts financial efficiency. In other words, while a high working capital level increases liquidity, it also reduces profitability by increasing idle resources and costs. This research differs from similar studies in the literature by specifically addressing the relationship between working capital management and profitability in the tourism sector. Much of the existing literature has focused on sectors such as manufacturing, energy, retail, or technology; however, the financial

dynamics of service sectors, particularly the tourism sector, have not been adequately examined. In this context, the study provides original empirical evidence on a sectoral basis by focusing on tourism businesses operating in Türkiye.

In conclusion, the findings of this study contribute to both the academic literature and offer practical recommendations for tourism business managers. Optimal management of working capital components by financial managers will enhance the competitiveness and sustainability of businesses by ensuring the efficient use of resources. In future research, analyzing different tourism subsectors (e.g., hotel management, travel agencies, food and beverage businesses) separately and incorporating macroeconomic variables (e.g., exchange rates, inflation, tourism revenues) into the model will contribute to a more comprehensive assessment of the sector's financial dynamics.

## 1. Giriş

Küresel rekabetin yoğunlaştığı günümüz ekonomik ortamında işletmelerin sürdürülebilir büyüme ve kârlılık hedeflerine ulaşabilmeleri, finansal kaynaklarını etkin bir şekilde yönetmelerine bağlıdır. Bu bağlamda, işletmelerin kısa vadeli varlık ve yükümlülüklerinin dengelenmesi anlamına gelen çalışma sermayesi yönetimi, finansal performansın belirleyici unsurlarından biri olarak öne çıkmaktadır. Etkin bir çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin likiditesini korurken aynı zamanda kârlılığını da artırabilmekte; dolayısıyla hem finansal istikrar hem de rekabet gücü açısından kritik bir rol üstlenmektedir.

Çalışma sermayesi yönetimi, işletmelerin kısa vadeli varlıklarına ilişkin yatırım kararları ile bu yatırımların finansmanına odaklanmaktadır. Uzun vadeli finansal kararlar arasında yer alan sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısı kadar, çalışma sermayesinin etkin bir biçimde yönetilmesi de işletmenin finansal başarısı ve sürdürülebilirliği açısından kritik bir rol oynamaktadır (Sharma & Kumar, 2011: 159). Bu doğrultuda, işletme yöneticileri çalışma sermayesini artırarak borç ödeme kapasitelerini güçlendirmeyi ve olası finansal belirsizliklere karşı işletmelerini güvence altına almayı hedeflemektedir. Bununla birlikte, işletmelerin hem âtil kaynak bulundurma verimsizliğinden kaçınmaları hem de finansal kaynak yetersizliği nedeniyle faaliyetlerinde aksama yaşamamaları için çalışma sermayesinin optimal düzeyde tutulması gerekmektedir (Güdelci, 2016: 185).

Turizm sektörü, hizmetin soyut doğası, sezonluk dalgalanmalar ve müşteri beklentilerindeki çeşitlilik nedeniyle inovasyona yüksek düzeyde bağımlıdır (Aslan vd., 2025: 97). Turizm sektörü, talep belirsizlikleri ve yüksek nakit döngüsü gereksinimi nedeniyle çalışma sermayesi yönetiminin en zorlayıcı olduğu alanlardan biridir. Bu nedenle, turizm işletmeleri açısından nakit, stok ve alacak yönetiminde alınacak kararlar doğrudan kârlılık düzeyini etkilemektedir. Özellikle otelcilik, seyahat acenteleri ve yiyecek-içecek işletmeleri gibi alt sektörlerde, yanlış çalışma sermayesi politikaları likidite sorunlarına, finansman maliyetlerinin artmasına ve sonuç olarak kârlılığın azalmasına yol açabilmektedir.

Literatürde farklı sektörlerde çalışma sermayesi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda araştırma bulunmasına karşın, turizm sektörüne özgü çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir. Bu durum, sektörel özelliklerin dikkate alındığı ampirik araştırmalara olan ihtiyacı ortaya koymaktadır. Bu çalışma, Türkiye'de faaliyet gösteren turizm işletmeleri örneğinde çalışma sermayesinin kârlılık üzerindeki etkisini inceleyerek bu alandaki boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır.

Bu kapsamda araştırmada, panel veri analiz yöntemleri kullanılarak turizm sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal tablolarından elde edilen veriler üzerinden çalışma sermayesinin kârlılık üzerindeki etkisi test edilmiştir. Çalışmanın bulgularının hem akademik literatüre katkı sağlaması hem de turizm işletmelerinin finansal yönetim stratejilerine yön vermesi beklenmektedir.

## 2. Literatür Taraması

Çalışma sermayesi konusunda yapılmış yerli ve yabancı literatürde yer alan çalışmalardan bazıları aşağıda özetlenmeye çalışılmıştır.

Dalci vd. (2019) yılında yaptıkları çalışmada firma büyüklüğünün işletme sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişki üzerindeki düzenleyici etkisini araştırmışlardır. Çalışmada Almanya'da faaliyet gösteren 285 firmanın 2006–2013 dönemine ait verileri kullanılmıştır. Analiz panel veri (OLS, sabit ve rassal etkiler, GMM) yöntemleri ile yapılmıştır. Bağımlı değişken olarak aktif kârlılık; bağımsız değişken olarak nakit dönüşüm süresi belirlenmiştir. Ayrıca düzenleyici değişken olarak toplam varlıkların logaritması ve kontrol değişkenleri olarak satış büyümesi, kaldıraç oranı, GSYH büyümesi ve enflasyon oranı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda nakit dönüşüm süresi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu, ancak firma büyüklüğünün söz konusu bu ilişkiyi anlamlı şekilde etkilediği belirtilmiştir. Küçük firmalarda nakit dönüşüm süresi uzadıkça kârlılık azaldığı, büyük firmalarda nakit dönüşüm süresi uzadıkça kârlılığın arttığı vurgulanmıştır.

Anton ve Afloarei Nucu (2021) çalışmasında, Polonya'daki 719 halka açık firmanın 2007–2016 dönemi verileriyle işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisi incelenmiştir. Panel veri analizi kapsamında OLS, sabit etkiler ve PCSE modelleri kullanılmıştır. Bulgular, işletme sermayesi ile firma kârlılığı arasında ters-U şeklinde bir ilişki olduğunu göstermiştir. Yani işletme sermayesi belirli bir seviyeye kadar kârlılığı artırırken, bu seviyenin üzerinde kârlılığı azaltmaktadır. Sonuç olarak, optimal işletme sermayesi düzeyinin finansal performansı artırdığı vurgulanmıştır.

Erbul ve Özdemir (2021), çalışma sermayesinin şirketlerin kârlılığı ve değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma, 2007–2016 yılları arasında Borsa İstanbul yıldız endeksinde işlem gören 44 işletmeden oluşmaktadır. Araştırma için dinamik panel veri analizi tercih edilmiştir. Aktif kârlılık, özsermaye kârlılığı, ekonomik rantabilite, Tobin's Q ve piyasa değeri/defter değeri oranı bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır; çalışma sermayesi yatırım oranı, finansman oranı, satış hacmi, finansal kaldıraç oranı ve cari oran bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışma sermayesi finansman politikalarının kârlılığı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu, ancak yatırım politikalarının kârlılığı ve firma değerini olumlu bir şekilde etkilediği görülmüştür. Tobin'in Q ve PD/DD oranları, çalışma sermayesi yatırım oranı ile olumlu bir ilişki gösterirken, finansman oranı ile olumsuz bir ilişki göstermiştir.

Kaya vd. (2022) tarafından yürütülen çalışmada, işletme sermayesi etkinlik düzeylerinin kârlılık üzerindeki etkisini araştırılmıştır. Panel veri analizi, 2009–2018 döneminde 127 imalat şirketinin üçer aylık verilerini incelemek için yöntem olarak tercih edilmiştir. Aktif kârlılık bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler olarak performans endeksi, kullanım endeksi, etkinlik endeksi ve nakit dönüşüm süresi belirlenmiştir. Performans, kullanım ve etkinlik endekslerinin şirket kârlılığı üzerinde uzun vadede olumlu ve anlamlı bir etkisi olduğu vurgulanmıştır. Bununla birlikte, nakit dönüşüm süresinin kârlılık üzerinde önemli bir etki oluşturmadığı belirtilmiştir.

Güngör (2022) havayolu şirketlerinde çalışma sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisi bu araştırmanın konusunu oluşturmuştur. Çalışmada 2008–2020 yılları arasında ABD'de bulunan 10 havayolu firmasına ait veriler kullanılmış ve panel veri analizine tabi tutulmuştur. Aktif kârlılık, hisse başına kâr ve faaliyet kâr marjı bağımlı değişkenler olarak kullanılırken, net çalışma sermayesi, nakit dönüşüm döngüsü, asit-test oranı, nakit oranı ve faiz karşılama oranı bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Firma performansı ile net çalışma sermayesi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Çalışma sermayesi yönetiminin işletmelerin finansal başarısı için çok önemli olduğu vurgulanmıştır.

Serinoğlu ve Güçlü (2023) yılında yapmış oldukları çalışmanın temel amacı, işletme sermayesi yönetimi ile firma kârlılığı arasındaki ilişkiyi incelemektir. BİST ana metal sanayi sektöründe işlem

gören ve faaliyetlerine devam eden 19 firmanın 1994–2021 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Söz konusu verilere panel veri regresyon analiz yöntemi uygulanmış ve iki model oluşturulmuştur. Birinci modelde bağımlı değişken olarak aktif kârlılık belirlenirken, ikinci modelde özkaynak kârlılığı bağımlı değişken olmuştur. Çalışmada ki bağımsız değişkenler ise alacak tahsil süresi, stok tutma süresi, cari oran, nakit oranı, stok bağımlılık oranı, çalışma sermayesi yatırım politikaları ve işletme sermayesi devir hızı gibi finansal rasyolardan oluşmaktadır. Cari oranın aktif kârlılığı pozitif yönde, stok tutma süresi ve stok bağımlılık oranını ise negatif yönde etkilediği ifade edilmiştir. İşletme sermayesi ile kârlılık arasında güçlü bir ilişkinin bulunmadığı, ancak belirli unsurların düşük seviyede ilişkili olduğu belirtilmiştir.

Kıymaz vd. (2024) yılında yaptıkları çalışmada 2010'dan 2020'ye kadar altı gelişmiş ve beş gelişmekte olan ülkede faaliyet gösteren 3.336 işletmenin verilerini kullanarak işletme sermayesi yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Panel veri analizi yöntemi kullanılmış ve bağımlı değişken olarak aktif kârlılık, bağımsız değişkenler olarak nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi ve stok devir süresi belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda her iki ülke grubunda da nakit dönüşüm süresinin işletme performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu ifade edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde stok devir süresinin işletme performansı üzerinde olumlu etki gösterirken, gelişmekte olan ülkelerde çalışmada kullanılan tüm değişkenlerin performans üzerinde olumsuz etkisi görülmüştür.

Saidu vd. (2025) yılında Nijerya borsasında işlem gören firmaların işletme sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2014–2023 yılları arasındaki on şirketin yıllık raporlarından toplanan verileri analiz etmek için regresyon yöntemi tercih edilmiştir. Çalışmada aktif kârlılık bağımlı değişken, bağımsız değişkenler olarak alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi, stok devir süresi ve nakit dönüşüm süresi ve kontrol değişkeni olarak da borç oranı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda alacak tahsil süresinin kârlılığı artırdığı, stok devir süresinin kârlılığı azalttığı tespit edilmiştir. Ayrıca firmalarda ortaya çıkan yüksek borç oranının performansı düşürdüğü belirtilmiştir.

Kutlu vd. (2025) bu çalışma Borsa İstanbul'da işlem gören imalat ve teknoloji firmalarının çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2011/1Ç – 2023/3Ç dönemleri içerisinde, 118 imalat ve 13 teknoloji firmasının verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Bağımlı değişken olarak aktif kârlılık; bağımsız değişkenler olarak finansal kaldıraç, satışların ve varlıkların logaritması, çalışma sermayesi finansman stratejisi, alacak ve stok devir hızları, çalışma sermayesi yatırım oranı ve finansal risk etkileşimli değişkeni kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, imalat işletmelerinde çalışma sermayesi finansman politikasının kârlılık üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi bulunmuştur. Buna karşın teknoloji işletmelerinde çalışma sermayesi finansman stratejisinin kârlılık üzerindeki etkisi anlamlı değildir; ancak alacak devir hızı kârlılığı pozitif, çalışma sermayesi yatırım oranı ve etkileşimli değişken ise negatif yönde etkilemektedir.

Susena vd. (2025) çalışmalarının amacı, işletme sermayesi yönetiminin finansal performans ve likidite üzerindeki etkisini araştırmaktır. 2016–2019 yılları arasında Endonezya'da faaliyet gösteren 41 imalat firmasının verileri bu araştırma için kullanılmış ve örneklem, amaçlı örnekleme yöntemiyle seçildi ve moderasyon regresyon analizi (MRA) için panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak likidite oranı, bağımsız değişken olarak çalışma sermayesi yönetimi, moderatör değişken olarak aktif kârlılık belirlenmiştir. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak da firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç oranı ele alınmıştır. Çalışmada ilk olarak işletme sermayesi yönetiminin likidite üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığını tespit edilmiştir. İkinci olarak çalışma sermayesi döngüsünün artması likiditeyi azaltmakta, kârlılığın ise bu etkiyi düzeltmede yetersiz kaldığı belirlenmiştir.

Gulo vd. (2025) yılında yaptıkları çalışmada Borsa Endonezya'da (IDX) işlem gören altyapı sektöründeki işletmelerde çalışma sermayesi ve likiditenin kârlılık üzerindeki etkisini

incelemişlerdir. Çalışmada, 2020–2023 dönemine ait 45 firmanın finansal verileri nicel araştırma yöntemi ile analiz edilmiş ve çoklu doğrusal regresyon modeli uygulanmıştır. Bağımlı değişken aktif kârlılık, bağımsız değişkenler ise çalışma sermayesi ve likidite oranı olarak ele alınmıştır. Çalışma sermayesi ve likitidenin kârlılık üzerinde güçlü ve pozitif bir etki oluşturduğu tespit edilmiştir. Firmalarda iyi bir çalışma sermayesi ve likidite yönetiminin finansal performansların artmasında önemli bir rol oynadığı belirtilmiştir.

Huynh vd. (2025) Vietnam Borsası'nda faaliyetlerine devam eden firmaların işletme sermayesi yönetiminin finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada 2012–2022 döneminde 441 firmanın veri setine Pooled OLS, sabit etkiler, rassal etkiler ve genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemleri uygulanmıştır. Bağımlı değişkenler aktif kârlılık ve özsermaye kârlılığı olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise nakit dönüşüm süresi (CCC), alacak tahsil süresi (DSO), stok tutma süresi (DIO), borç ödeme süresi (DPO) ve faaliyet nakit çevrim süresi (OCC) olarak belirlenmiştir. Bulgular, DSO, DIO, CCC ve OCC'nin finansal performans üzerinde negatif ve anlamlı etkiye sahip olduğunu, DPO'nun ise beklenmedik biçimde kârlılığı azalttığını göstermektedir.

Aksoy Hazır (2025) yaptığı çalışmada, küresel ekonomik politika belirsizliğinin işletme sermayesi yönetimi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın örneklemini 2007–2022 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 187 imalat firmasından oluşmaktadır. Yöntem olarak dinamik panel veri yöntemi (iki aşamalı GMM tahmin modeli) kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak nakit dönüşüm süresi; bağımsız değişken olarak küresel ekonomik politika belirsizliği endeksi ve kontrol değişkenleri olarak ise aktif kârlılık, finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, satış büyüme oranı ve faaliyet nakit akımı değişkenleri kullanılmıştır. Küresel ekonomik politika belirsizliğinin nakit dönüşüm süresini ve alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresini anlamlı bir şekilde pozitif yönde etkilediği ifade edilmiştir.

Kutbay (2025), yaptığı çalışmasında temel amacı, Borsa İstanbul Turizm Endeksi konaklama sektörü firmalarının finansal kaldıraç ve likidite oranlarının varlık kârlılığı (ROA) ve öz sermaye kârlılığı (ROE) üzerindeki etkilerini karşılaştırmalı olarak incelemektir. Araştırma, 2012-2023 yılları arasında kesintisiz finansal verilere ulaşılabilen sekiz konaklama firmasına ait yıllık veriler kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden elde edilmiştir. Çalışma kapsamında, tanımlayıcı istatistikler, korelasyon analizi, durağanlık testleri, regresyon modeli belirleme testleri ve dirençli tahminci ile regresyon analizleri yapılmıştır. Çalışmanın bulguları firmaların kısa vadeli borçlanma oranlarının sermaye kârlılığını uzun vadeli borçlanma oranlarından daha fazla etkilediğini ve artırdığını göstermektedir. Ayrıca, likidite oranlarının firmaların dış sermaye artırmadan mevcut borç yükümlülüklerini ödeme kapasitesini gösterdiği ve her ne kadar likidite oranlarının öz sermaye kârlılığı üzerinde pozitif ancak anlamlı olmayan bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

### **3. Ekonometrik Analiz**

Bu bölümde çalışmanın amacı, modeli, veri seti, örneklemini ve bulguları yer almaktadır.

#### **3.1. Çalışmanın Amacı ve Modeli**

Çalışmanın temel amacı, turizm şirketlerinde çalışma sermayesinin (CAL) net karın toplam aktiflere bölümü şeklinde ifade edilen aktif kârlılığı oranı (ROA) üzerindeki etkisini incelemektir. Ayrıca, işletmenin nakit oranı (NOR) ve borçlanma oranı (BOR) ve toplam aktiflerin logaritması şeklinde hesaplanan LNA değişkenlerinin bu ilişki üzerindeki etkileri kontrol edilmektedir. Araştırmanın temel modeli şu şekilde oluşturulmuştur:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CAL_{it} + \beta_2 NOR_{it} + \beta_3 BOR_{it} + \beta_4 LNA_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Burada:

$ROA_{it}$ : i işletmesinin t dönemindeki aktif kârlılığı

$CAL_{it}$ : çalışma sermayesinin satışlara oranı

$NOR_{it}$ : hazır değerler ile menkul kıymetler toplamının kısa vadeli borçlara oranı

$BOR_{it}$ : toplam borçların toplam aktiflere oranı

$LNA_{it}$ : toplam aktiflerin logaritması

$\varepsilon_{it}$ : hata terimi

### 3.2. Veri Seti ve Örneklem

Çalışmanın örneklemini, 2015–2024 döneminde Borsa İstanbul (BIST)'te işlem gören ve turizm sektöründe yer alan 12 adet şirket oluşturmaktadır. Veriler, şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinde yayımlanan yıllık finansal tablolarından ve Finnet veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada ilk olarak model seçimine ilişkin testler ile varsayım testleri yapılmıştır. Ayrıca analizde otokorelasyon ve değişen varyans (heteroskedastisite) problemlerinin varlığı nedeniyle Newey-West (1987) standart hatalar tahmincisi kullanılmıştır. Ancak kullanılmadan önce Levin-Lin-Chu (2002) birim kök testi ile değişkenlerin durağanlıkları sınanmıştır.

Panel veri setlerinde kullanılacak birim kök testlerinin seçiminde yatay kesit bağımlılığının varlığı belirleyici bir unsurdur. Birinci nesil testler yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olduğu varsayımına dayanmakta ve ortak şokların tüm birimleri eşit şekilde etkilemediği bir yapıyı esas almaktadır. Buna karşın ikinci nesil birim kök testleri paneldeki birimlerin ortak şoklardan etkilenebileceğini ve kesitler arası bağımlılığın mevcut olduğunu kabul etmektedir. Bu çalışmada önce yatay kesit bağımlılığı Pesaran CD testi ile sınanmış ve panelde kesit bağımlılığı olmadığı belirlenmiştir ( $p > 0.05$ ). Bu nedenle kesit bağımsızlığı varsayımına dayanan birinci nesil testlerin yönetsel olarak uygun olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda Levin-Lin-Chu (2002) testi tercih edilmiştir. LLC testi, paneldeki serilerin ortak otokorelasyon yapısını ve homojen kök varsayımını dikkate alması nedeniyle, homojen yapıya sahip panel veri örneklemini için literatürde yaygın şekilde önerilen bir yöntemdir (Baltağ, 2008; Tatoğlu, 2013). Bu nedenle çalışmada birim kök analizi LLC testi ile gerçekleştirilmiş ve değişkenlerin durağanlığı panelin yapısına uygun şekilde tespit edilmiştir.

### 3.3. Bulgular

Aşağıda yer alan Tablo 1'de çalışmada kullanılan değişkenler ve bu değişkenlerin hesaplanma yöntemleri bulunmaktadır.

**Tablo 1.** Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişken	Açıklama	Hesaplama
ROA	Aktif Kârlılık Oranı	Net Kâr / Toplam Aktifler
CAL	Çalışma Sermayesinin Satışlara Oranı	(Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Borçlar) / Satışlar
NOR	Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Borçlar
BOR	Borçlanma Oranı (Toplam Borç / Toplam Aktifler)	Toplam Borç / Toplam Aktifler
LNA	Toplam Aktiflerin Logaritması	ln(TA) şeklinde alınır

Çalışmanın bağımlı değişkeni olan Aktif Kârlılık Oranı (ROA), işletmelerin varlıklarını ne ölçüde kârlılığa dönüştürebildiğini gösteren önemli bir performans göstergesidir ve Net Kârın Toplam Aktiflere oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Bağımsız değişkenlerden Çalışma

Sermayesinin Satışlara Oranı (CAL), işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesini ve faaliyet etkinliğini yansıtarak dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar farkının satışlara oranı şeklinde elde edilmektedir. Likidite göstergesi olarak kullanılan Nakit Oranı (NOR), işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü doğrudan nakit ve nakde eşdeğer varlıklar üzerinden değerlendirmekte olup, hazır değerler ve menkul kıymetlerin kısa vadeli yükümlülüklerle oranı ile hesaplanmaktadır. Borçlanma Oranı (BOR) finansal risk düzeyinin bir göstergesi olarak toplam borçların toplam aktiflere oranını ifade etmektedir. Son olarak, şirketlerin büyüklüğünü temsilen modele dâhil edilen Toplam Aktiflerin Logaritması (LNA) değişkeni, toplam varlıkların doğal logaritması alınarak elde edilmekte ve ölçek farklılıklarının giderilmesi amacıyla kullanılmaktadır. Bu değişkenler, finansal performansın belirleyicilerini analiz etmek amacıyla literatürde yaygın şekilde tercih edilen ölçütlerden oluşmaktadır.

Tablo 2’de çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

**Tablo 2.** Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min.	Maks.
ROA	120	5.11	18.45	-135.98	44.69
CAL	120	313.61	1740.82	-1738.13	18061.29
NOR	120	2.11	4.12	0	17.38
BOR	120	60.46	1210.14	0	6311.79
LNA	120	8.43	0.87	6.69	10.69

Aktif kârlılık oranı (ROA) değişkeninin ortalama değeri %5.11 olup, standart sapmasının 18.45 olması işletmeler arasında kârlılık düzeyleri bakımından önemli farklılıkların bulunduğunu göstermektedir. ROA’nın minimum değerinin -135.98 gibi oldukça düşük bir seviyede gerçekleşmiş olması, bazı işletmelerin analiz döneminde ciddi zararlar karşılaştığını ortaya koymaktadır. Çalışma sermayesinin satışlara oranı (CAL) ortalama 313.61 düzeyinde gerçekleşmiş olup, 1740.82’lik yüksek standart sapma değeri, firmalar arasında çalışma sermayesi yönetimi politikalarının belirgin şekilde farklılaştığını göstermektedir. Minimum değerinin negatif olması ise bazı işletmelerde çalışma sermayesi yetersizliğine işaret etmektedir.

Tablo 2’de yer alan bilgilere göre likiditeyi temsil eden nakit oranı (NOR) ortalama 2.11 olup, 4.12’lik standart sapma ile firmalar arasında kısa vadeli yükümlülükleri karşılama gücü bakımından farklılık bulunduğunu göstermektedir. Borçlanma oranı (BOR) değişkeninin ortalaması 60.46 olup, maksimum değerinin 6311.79 gibi oldukça yüksek bir seviyede olması, bazı işletmelerin aşırı borçlanma stratejisi uyguladıklarına işaret etmektedir. Son olarak, firma büyüklüğünü temsil eden toplam aktiflerin logaritması (LNA) değişkeninin ortalama değeri 8.43 olarak hesaplanmış; 6.69 ile 10.69 arasındaki değer aralığı, veri setindeki firmaların ölçek bakımından küçük, orta ve büyük işletmeleri kapsayacak şekilde heterojen bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Genel olarak tanımlayıcı istatistikler, firmalar arasında kârlılık, likidite, borçlanma ve büyüklük açısından dikkate değer farklılıklar bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Tanımlayıcı istatistiklerde bazı değişkenlere ait standart sapma değerlerinin yüksek olması, veri setinde uç değerler bulunduğuna işaret etmektedir. Bu durumu değerlendirmek amacıyla değişkenlerin dağılımı ayrıntılı şekilde incelenmiştir. Ham veri analizleri, uç değerlerin belirli yıllarda birkaç firmada görülen olağandışı finansal hareketlerden kaynaklandığını ortaya koymuştur. Aykırı gözlemler, turizm sektörünün doğası gereği dönemsel dalgalanmalar, negatif çalışma sermayesi yapısı veya aşırı borçlanma gibi durumlarla ilişkilidir. Çalışmanın veri gizliliği ilkesi gereğince firma isimleri raporlanmamıştır. Bununla birlikte, uç değerlerin sınırlı sayıda firmaya ait olduğu, sektör genelindeki eğilimleri temsil etmediği ve panel veri modeli için önemli bir tehdit oluşturmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca model Newey-West (1987) dirençli standart hatalarla tahmin edildiğinden, uç değerlerin varyans üzerindeki etkisi minimize edilmiştir.

Tablo 3’de değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri incelenmiştir.

**Tablo 3.** Korelasyon Tablosu

	ROA	CAL	NOR	BOR	LNA
ROA	1				
CAL	0.008*	1			
NOR	0.223*	0.492**	1		
BOR	-0.028***	0.007***	-0.008	1	
LNA	-0.020***	0.034***	-0.136***	0.030	1

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\*sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Aktif kârlılık oranı (ROA) ile çalışma sermayesinin satışlara oranı (CAL) arasında pozitif ancak oldukça zayıf bir ilişki ( $r=0.008$ ) bulunmuştur. ROA ile nakit oranı (NOR) arasındaki ilişki ise pozitif ve diğer değişkenlere kıyasla daha yüksek düzeydedir ( $r=0.223$ ); bu durum işletmelerin likidite seviyelerinin artmasının kârlılığı desteklediği yönünde yorumlanabilir. ROA ile borçlanma oranı (BOR) arasındaki ilişkinin negatif ( $r=-0.028$ ) olması, borç düzeyindeki artışın kârlılığı olumsuz yönde etkileyebileceğini düşündürse de ilişkinin oldukça zayıf olduğu görülmektedir. Firma büyüklüğü (LNA) ile ROA arasındaki ilişki de negatif ve zayıftır ( $r=-0.020$ ), bu da incelenen örneklerde firma büyüklüğünün kârlılık üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Tablo 3’te yer alan bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonlara bakıldığında, CAS ile NOR arasında orta düzeyde pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir ( $r=0.492$ ), bu bulgu yüksek çalışma sermayesine sahip işletmelerin aynı zamanda daha güçlü likidite pozisyonuna sahip olma eğiliminde olabileceğini ortaya koymaktadır. Diğer değişkenlerin birbirleriyle olan ilişkilerinin oldukça düşük düzeyde olması, çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) sorunu bulunmadığını ve regresyon analizine uygun bir yapı sergilediğini göstermektedir. Bu sonuçlar genel olarak, modelde yer alan değişkenlerin birbirinden bağımsız bilgi sağladığını ve analiz açısından anlamlı olduğunu desteklemektedir.

Literatürde LLC testinin özellikle orta ve büyük ölçekli panellerde yaygın olarak kullanıldığı belirtilmekle birlikte birçok ampirik çalışmada (Narayan & Smyth, 2008; Baltagi vd., 2008; Apergis & Payne, 2010; Herzer & Grimm, 2012) LLC testinin daha küçük panel boyutlarında da geçerli sonuçlar ürettiği gösterilmiştir. Ayrıca panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı tespit edilmediğinden, kesit bağımsızlığı varsayımı ile uyumlu birinci nesil testlerin kullanılması yöntemsel açıdan uygun kabul edilmektedir. Bu gerekçeler doğrultusunda değişkenlerin durağanlığını incelemek amacıyla LLC testi tercih edilmiştir. Tablo 4’te, panel veri setinde yer alan değişkenlerin durağanlık düzeylerini incelemek amacıyla uygulanan Levin–Lin–Chu (LLC) birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 4.** Birim Kök Testi Sonuçları (Levin–Lin–Chu)

	I. Fark	ROA	CAL	NOR	BOR	LNA
Sabitli	t-istatistiği	-9.46	-0.70	-6.44	-5.04	-1.06
	pdeğeri	0.00***	0.02**	0.00***	0.00***	0.04**
Sabitli & Trendli	t-istatistiği	-8.53	-3.50	-10.59	5.87	-2.01
	pdeğeri	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Birinci farkları alınarak gerçekleştirilen test sonuçlarına göre, tüm değişkenlerin hem sabitli hem de sabit ve trend içeren modellerde durağan hâle geldikleri görülmektedir. Sabitli modelde elde edilen t-istatistikleri incelendiğinde, tüm değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ( $p<0,05$ ) ve dolayısıyla birim kök içermedikleri anlaşılmaktadır. Benzer şekilde, sabit ve trendli model

sonuçlarında da tüm değişkenlere ait p-değerlerinin 0,05 anlamlılık düzeyinin altında gerçekleşmesi, değişkenlerin birinci farkları itibarıyla durağanlık kazandığını doğrulamaktadır.

Elde edilen bulgular genel olarak, ROA, CAL, NOR, BOR ve LNA değişkenlerinin seviye değerlerinde durağan olmadığını, ancak birinci farkları alındığında durağanlaştıklarını göstermektedir. Bu sonuç, panel veri analizinde sahte regresyon riskini ortadan kaldırmak ve anlamlı ekonometrik sonuçlar elde edebilmek amacıyla durağan seriler ile ilerlenmesi gerektiğine işaret etmektedir. Ayrıca, sabitli ve trendli modellerden elde edilen tutarlı sonuçlar, test bulgularının sağlamlığını desteklemektedir.

Tablo 5'te panel veri analizinde kullanılacak uygun modelin belirlenmesine yönelik gerçekleştirilen test sonuçları sunulmaktadır.

**Tablo 5.** Model Seçimine İlişkin Testlere Ait Sonuçlar

Testler	Test İstatistiği	p-değeri	Seçim
<b>F Testi</b>	F(4,104)=0.71	0.5837	Havuzlanmış OLS
<b>Breusch-Pagan LM Testi</b>	$\chi^2(1)=1.01$	0.1572	Havuzlanmış OLS
<b>Hausman Testi</b>	$\chi^2(4)=17.69$	0.0014	Sabit Etkiler

İlk olarak uygulanan F testi, havuzlanmış OLS modeli ile sabit etkiler modeli arasındaki karşılaştırmayı değerlendirmekte olup, elde edilen sonuç ( $F(4, 104)=0.71$ ;  $p=0.5837$ ) doğrultusunda sabit etkiler modelinin gerekli olmadığı görülmüştür. Bir diğer model seçimi testi olan Breusch-Pagan LM (1980) testi ise havuzlanmış OLS ile rassal etkiler modeli arasında tercih yapılmasını amaçlamakta ve hesaplanan değer ( $\chi^2(1)=1.01$ ;  $p=0.1572$ ) rassal etkiler modelinin kullanılmasına gerek olmadığını göstermiştir. Bu iki test birlikte değerlendirildiğinde, ilk aşamada havuzlanmış OLS modelinin uygun olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Bununla birlikte, sabit ve rassal etkiler modelleri arasında karar verilmesini sağlayan Hausman (1978) testi sonuçları ( $\chi^2(4)=17.69$ ;  $p=0.0014$ ) sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini ortaya koymuştur. Ancak sabit ya da rassal etkiler modellerine geçiş için ön koşul, bu modellerin başlangıçta gerekli olduğunun F testi ve LM testi ile doğrulanmasıdır. Bu iki koşul sağlanmadığından, Hausman testinin tek başına anlamlı çıkması model tercihinde belirleyici kabul edilemez. Bu nedenle çalışma, metodolojik açıdan en uygun yaklaşım olan havuzlanmış OLS modeli ile yeniden yapılandırılmıştır. Varsayım ihlalleri dikkate alınarak, model Newey-West (1987) standart hatalı havuzlanmış en küçük kareler tahmincisi ile tahmin edilmiştir.

Tablo 6'da panel veri analizinde modelin geçerliliğini değerlendirmek amacıyla gerçekleştirilen varsayım testlerinin sonuçları verilmiştir.

**Tablo 6.** Varsayım Testlerine İlişkin Sonuçlar

Testler	Test İstatistiği	p-değeri	Sonuç
Wooldridge Otokorelasyon Testi	F(1,11)=16.34	0.0001	Otokorelasyon Var
Modified Wald Testi (FE)	$\chi^2(12)=71,479.71$	0.0000	Heteroskedastisite Var
Pesaran CD Testi	$z = -1.482$	0.1383	Yatay Kesit Bağımlılığı Yok

Wooldridge (2002) otokorelasyon testi sonucunda elde edilen değer ( $F(1,11)=16.34$ ;  $p=0.0001$ ), modelde birinci dereceden otokorelasyon bulunduğunu göstermektedir. Bu durum, hata terimlerinin zaman içinde birbirine bağımlı olduğunu ve klasik panel veri varsayımlarının ihlal edildiğini ortaya koymaktadır. Diğer yandan, havuzlanmış OLS modeli için uygulanan Modified Wald testi sonuçları ( $\chi^2(12)=71,479.71$ ;  $p=0.0000$ ), panelde birimler arasında değişen varyans sorunu bulunduğunu göstermektedir. Dolayısıyla hata terimlerinin sabit varyans varsayımı geçerli

olmadığından, heteroskedastisiteye karşı dayanıklı tahmin yöntemlerinin kullanılması gerekmektedir.

Pesaran CD (2015) Yatay Kesit Bağımlılığı testi sonuçlarına göre ( $z=-1.482$ ;  $p=0.1383$ ), modelde yatay kesit bağımlılığı bulunmamaktadır. Bu sonuç, panelde yer alan birimler arasında hata terimlerinin birbirinden bağımsız olduğunu göstermekte olup, birimler arası etkileşimin model sonuçlarını bozma riskinin düşük olduğunu işaret etmektedir.

Panel regresyon modellerinde otokorelasyon, birimler arası korelasyon veya değişen varyans (heteroskedastisite) sorunlarının varlığı durumunda, hata terimlerinin varyansı birim matrisle eşitlik göstermemektedir. Bu durum, modelin tahminlerinin tutarlılığını bozmasa da etkinliğini azaltmaktadır. Dolayısıyla, modelde bu sorunlardan en az birinin bulunması hâlinde, parametre tahminleri sabit tutulmalı; buna karşın standart hatalar uygun biçimde düzeltilmelidir. Başka bir ifadeyle, dirençli (robust) standart hataların elde edilmesi gerekmektedir. Söz konusu problemlerin varlığında, tahminler uygun yöntemler kullanılarak gerçekleştirilmelidir (Tatoğlu, 2013: 242). Bu çalışma genel olarak değerlendirildiğinde, otokorelasyon ve heteroskedastisite problemlerinin varlığı nedeniyle, havuzlanmış en küçük kareler modeli için standart hata düzeltmelerinin yapılması gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada Newey-West standart hatalar tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 7'de modele ilişkin Newey-West standart hatalar tahmincisi kullanılarak tahmin edilen sonuçlar bulunmaktadır.

**Tablo 7.** Newey-West Standard Hatalar Tahminci Sonuçları

	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	p değeri
<b>CAL</b>	-0.005	0.001	-2.77	0.002***
<b>NOR</b>	0.973	0.352	2.76	0.002***
<b>BOR</b>	-0.021	0.015	-1.34	0.193
<b>LNA</b>	1.230	2.233	0.55	0.595
<b>Sabit terim</b>	-7.098	19.059	-0.37	0.718
R <sup>2</sup> =0,026				
F değeri=5.55				
Gözlem Sayısı=120				

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 7'ye göre Newey-West dayanıklı standart hatalarla elde edilen tahmin sonuçları, çalışma sermayesi yönetiminin turizm sektöründeki kârlılık üzerinde belirleyici bir role sahip olduğunu göstermektedir. Çalışma sermayesinin satışlara oranı (CAL) katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır ( $\beta=-0.005$ ;  $p=0.007$ ). Bu sonuç, çalışma sermayesinin satışlara kıyasla artmasının aktif kârlılığı azalttığını ortaya koymaktadır. Başka bir ifadeyle, işletmelerin faaliyetlerini desteklemek için gereğinden fazla çalışma sermayesine kaynak ayırmaları, atıl fonların artmasına ve maliyetlerin yükselmesine yol açarak kârlılığı olumsuz etkilemektedir. Turizm sektörünün yüksek nakit ihtiyacı ve dönemsel dalgalanmalar içeren yapısı dikkate alındığında, bu bulgu sektörel dinamiklerle uyumludur. Nakit oranı (NOR) değişkeni pozitif ve anlamlı bulunmuştur ( $\beta = 0.973$ ;  $p = 0.007$ ). Bu sonuç, likiditesi güçlü olan işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini daha kolay karşılayabildiğini ve operasyonel kesintiye uğramadan faaliyetlerini sürdürebildiğini göstermektedir. Yüksek nakit düzeyi, özellikle turizm gibi dalgalanma riski yüksek sektörlerde kârlılık açısından önemli bir avantaj sağlamaktadır. Borçlanma oranı (BOR) ve firma büyüklüğünü temsil eden toplam aktiflerin logaritması (LNA) değişkenleri ise istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır ( $p>0.05$ ). Bu durum, turizm işletmeleri açısından borçlanma düzeyinin ve ölçek büyüklüğünün kârlılık üzerinde belirleyici bir etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Sektörün yapısal özellikleri nedeniyle, borçlanmanın daha çok risk yönetimi fonksiyonu taşıdığı, firma büyüklüğünün ise kârlılığı artırmak için tek başına yeterli bir unsur olmadığı anlaşılmaktadır.

Modelin açıklama gücünün düşük olması ( $R^2 = 0.026$ ), literatürde firma kârlılığının çok sayıda finansal, operasyonel ve makroekonomik değişkenden etkilendiği yönündeki bulgularla uyumludur. Bununla birlikte, F-istatistiğinin anlamlı çıkması modelin genel olarak istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ve değişkenlerin kârlılık üzerindeki toplu etkisinin önemli olduğunu göstermektedir. Panel veri literatüründe özellikle firma düzeyinde kârlılık üzerinde etkili çok sayıda finansal ve finansal olmayan faktörün bulunması nedeniyle düşük  $R^2$  değerlerinin yaygın olduğu ifade edilmektedir (Goddard vd., 2005; McGahan & Porter, 1997; Chen, 2010; Assaf & Magnini, 2012). Özellikle turizm sektörü gibi döngüsellik, jeopolitik risklerin, kur oynaklığının ve talep şoklarının yüksek olduğu sektörlerde firma kârlılığının yüksek volatilité göstermesi olağandır. Bu durumda seçilen birkaç finansal oranın kârlılık değişimini yüksek oranda açıklaması beklenmemektedir. Dolayısıyla modelin düşük  $R^2$  değeri, turizm sektörünün yapısal özellikleri ve kârlılığı etkileyen faktörlerin çeşitliliği göz önünde bulundurulduğunda metodolojik ve sektörel açıdan olağan olarak değerlendirilmektedir.

#### 4. Sonuç

Bu çalışmada, Türkiye’de turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisi 2015–2024 dönemi verileri kullanılarak incelenmiştir. Küresel ölçekte artan rekabet ve finansal istikrarsızlık ortamında, işletmelerin sürdürülebilir kârlılık ve büyüme hedeflerine ulaşabilmeleri, kısa vadeli finansal kaynakların etkin biçimde yönetilmesine bağlıdır. Turizm sektörü, gerek hizmetin doğası gereği yüksek nakit ihtiyacına gerekse sezonluk dalgalanmalara bağlı olarak belirsizliklerin yoğun yaşandığı bir alandır. Bu nedenle, çalışma sermayesi yönetimi turizm işletmeleri için finansal performansın en kritik bileşenlerinden biri olarak öne çıkmaktadır.

Araştırmada 2015–2024 döneminde Borsa İstanbul’da işlem gören 12 turizm şirketine ait veriler panel veri analizine tabi tutulmuş, model seçimi testleri sonucunda hazırlanmış OLS modelinin uygun olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyon ve heteroskedastisite problemlerinin tespit edilmesi üzerine Newey-West (1987) standart hatalar tahmincisi kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, çalışma sermayesinin satışlara oranı (CAL) değişkeninin aktif kârlılık (ROA) üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu durum, çalışma sermayesi düzeyinin artmasının kârlılığı azalttığı, dolayısıyla işletmelerin aşırı çalışma sermayesi bulundurmasının finansal verimliliği olumsuz etkilediğini ortaya koymaktadır. Başka bir ifadeyle, yüksek çalışma sermayesi düzeyi likiditeyi artırsa da âtil kaynakların artmasına ve maliyetlerin yükselmesine neden olarak kârlılığı düşürmektedir.

Diğer taraftan, nakit oranı (NOR) değişkeni ile kârlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bulgu, yüksek likiditeye sahip işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini daha kolay yerine getirdiklerini ve operasyonel sürekliliği koruyarak kârlılıklarını artırdıklarını göstermektedir. Borçlanma oranı (BOR) ile firma büyüklüğünü temsil eden toplam aktiflerin logaritması (LNA) değişkenlerinin ise kârlılık üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı saptanmıştır. Bu sonuç, turizm sektöründe borçlanma politikasının kârlılıktan ziyade risk yönetimi aracı olarak değerlendirildiğini ve firma ölçeğinin kârlılığı belirlemede tek başına belirleyici bir unsur olmadığını göstermektedir.

Çalışmadan elde edilen genel bulgular, turizm sektöründeki işletmelerin optimal düzeyde çalışma sermayesi politikaları geliştirmelerinin gerekliliğine işaret etmektedir. Özellikle aşırı sermaye bağlama ya da yetersiz likidite tutma durumlarının her ikisi de kârlılığı olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla, işletmelerin nakit, stok ve alacak yönetiminde dengeyi gözetmeleri, finansal esnekliklerini artırırken kârlılık düzeylerini de korumaları açısından kritik öneme sahiptir.

Elde edilen sonuçlar, yerli ve yabancı literatürdeki bazı çalışmaların (Sharma & Kumar, 2011; Kıymaz vd., 2024) bulgularıyla paralellik göstermekte ve çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık

üzerinde sektör bazında farklı etkiler yaratabileceğini ortaya koymaktadır. Sharma & Kumar (2011), Hindistan'daki imalat sektörü firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada, çalışma sermayesinin kârlılıkla pozitif bir ilişki içinde olduğunu bulmuşlardır. Bu çalışmada, çalışma sermayesinin artışının, özellikle işletmelerin likidite düzeyleriyle güçlü bir şekilde bağlantılı olduğu vurgulanmaktadır. Benzer şekilde, bizim çalışmamızda da nakit oranı (NOR) ile aktif kârlılık oranı (ROA) arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir ( $t=2.76$ ,  $p<0.01$ ). Kıymaz vd. (2024) ise Türkiye'deki imalat ve teknoloji sektörlerinde yaptıkları çalışmada, çalışma sermayesi finansmanı ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Özellikle bazı alt sektörlerde likiditeyi artıran stratejilerin, işletme kârlılığını doğrudan iyileştirdiği bulunmuştur. Bizim çalışmamızda da nakit oranı (NOR) ile aktif kârlılık oranı (ROA) arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiş olup, bu bulgu Kıymaz vd. (2024) ile paralellik göstermektedir. Turizm işletmeleri özelinde, nakit yönetimi politikalarının etkinliği, operasyonel döngülerin uzunluğu ve sezonsallığın yoğunluğu kârlılık üzerinde belirleyici olmaktadır.

Bu araştırma, çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi turizm sektörü özelinde ele alması bakımından literatürdeki benzer çalışmalardan (Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Gill vd., 2010; Öner, 2016) ayrılmaktadır. Mevcut literatürün büyük bölümü imalat, enerji, perakende veya teknoloji gibi sektörler üzerinde yoğunlaşmış buna karşın hizmet sektörlerinin, özellikle de turizm sektörünün finansal dinamikleri yeterince incelenmemiştir. Bu bağlamda, çalışma Türkiye'de faaliyet gösteren turizm işletmelerine odaklanarak sektörel bazda özgün bir ampirik kanıt sunmaktadır.

Ayrıca, modelin kurulumu yalnızca çalışma sermayesinin satışlara oranı (CAL) ile kârlılık ilişkisini incelemekle kalmamış; likidite (NOR), borçlanma (BOR) ve firma büyüklüğü (LNA) gibi kontrol değişkenlerini de dikkate alarak çok boyutlu bir analiz yaklaşımı benimsemiştir. Bu kapsam, çalışma sermayesi yönetimini yalnızca finansal oranlar düzeyinde değil, işletme ölçeği ve finansal risk faktörleriyle etkileşim içinde değerlendirme imkânı sunmaktadır.

Sonuç olarak, bu çalışmanın bulguları hem akademik literatüre katkı sağlamakta hem de turizm işletmeleri yöneticileri için pratik öneriler sunmaktadır. Finansal yöneticilerin çalışma sermayesi bileşenlerini optimal düzeyde yönetmeleri, kaynakların etkin kullanımını sağlayarak işletmelerin rekabet gücünü ve sürdürülebilirliğini artıracaktır. Gelecek araştırmalarda, farklı turizm alt sektörlerinin (örneğin otelcilik, seyahat acenteleri, yiyecek-içecek işletmeleri) ayrı ayrı analiz edilmesi ve makroekonomik değişkenlerin (örneğin döviz kuru, enflasyon, turizm gelirleri) modele dâhil edilmesi, sektörün finansal dinamiklerinin daha kapsamlı biçimde değerlendirilmesine katkı sağlayacaktır.

**Destek ve Teşekkür Beyanı:** Bu çalışmanın hiçbir bölümünde herhangi bir destekten yararlanılmamıştır.

**Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı:** Her bir yazarın çalışmaya katkısı eşit orandadır.

**Çalışma Beyanı:** Gerçekleştirilen bu çalışmada herhangi bir kurum veya kişi ile çıkar çatışması bulunmamaktadır.

**Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı:** Bu araştırmanın her aşamasında "Yükseköğretim Kurumları Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi"nde belirtilen tüm kurallara uyulmuştur. Yönergenin "Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiğine Aykırı Eylemler" başlığı altında belirtilen eylemlerden hiçbiri gerçekleştirilmemiştir. Bu çalışmanın yazım sürecinde etik kurallarına uygun alıntı yapılmış ve kaynakça oluşturulmuştur. Çalışma intihal denetimine tabi tutulmuştur.

**Etik Kurul İzni:** Çalışma için etik kurul iznine ihtiyaç bulunmamaktadır.

## Kaynakça

- Aksoy Hazır, Ç. (2025). İşletme Sermayesi Yönetimi ve Küresel Ekonomik Politika Belirsizliği: Türkiye'den Kanıtlar. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), 106–118. <https://doi.org/10.29106/fesa.1615173>
- Anton, S. G., & Afloarei 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(1), 9. <https://doi.org/10.3390/jrfm14010009>

- Apergis, N., & Payne, J. E. (2010). Renewable energy consumption and economic growth: evidence from a panel of OECD countries. *Energy Policy*, 38(1), 656-660. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2009.09.002>
- Aslan, A., Boylu, S. U., & Karakaş, A. Otel Yöneticilerinin İnovasyon Algıları: İstanbul Örneği. *Journal of Global Tourism and Technology Research*, 6(2), 95-105. <https://doi.org/10.54493/jgttr.1762902>
- Assaf, A. G., & Magnini, V. (2012). Accounting for customer satisfaction in measuring hotel efficiency: Evidence from the US hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 31(3), 642-647. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2011.08.008>
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data* (4th ed.). Wiley.
- Baltagi, B. H., Egger, P., & Pfaffermayr, M. (2008). Estimating regional trade agreement effects on FDI in an interdependent world. *Journal of Econometrics*, 145(1-2), 194-208. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2008.05.017>
- 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. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Chen, M. H. (2010). The economy, tourism growth and corporate performance in the Taiwanese hotel industry. *Tourism Management*, 31(5), 665-675. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2009.07.011>
- Dalci, I., Tanova, C., Ozyapici, H., & Bein, M. A. (2019). The Moderating Impact of Firm Size on the Relationship Between Working Capital Management and Profitability. *Prague Economic Papers*, 28(3), 296-312. <https://doi.org/10.18267/j.pep.681>
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Erbul, M., & Özdemir, F. S. (2021). Çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul Yıldız Endeksinde bir uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 335-348. <https://doi.org/10.25287/ohuiibf.820727>
- Finnet (2025). Financial Information News Network, <https://www.finnet.com.tr/FinnetStore/Tr/Urun/FinnetMaliAnaliz>.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and economics journal*, 10(1), 1-9.
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282. <https://doi.org/10.1080/09603100500387139>
- Gulo, M. K. P., Marshanda, M., Rahman, F. N., Lestari, I., & Azzahra, A. S. (2025). The effect of Working Capital and Liquidity on the Profitability of Companies in the Infrastructure Sector That Are Listed on the BEI in the Period 2020–2023. *International Journal of Economic Research and Financial Accounting*, 3(2), 626–636. <https://doi.org/10.55227/ijerfa.v3i2.303>
- Güdelci, E. N. (2016). İşletme Düzeyinde Çalışma Sermayesi ve Kârlılık İlişkisi-BİST’de Faaliyet Gösteren Gübre İşletmeleri Üzerine Bir Çalışma. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 6(2/1), 183-192.

- 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. <https://doi.org/10.25287/ohuiibf.1074978>
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Herzer, D., & Grimm, M. (2012). Does foreign aid increase private investment? Evidence from panel cointegration. *Applied Economics*, 44(20), 2537-2550. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.566183>
- Huynh, T. X. T., Nguyen, T. T. H., & Nguyen, C. V. (2025). The Impact of Working Capital Management on the Financial Performance of Listed Enterprises: An Empirical Evidence From Vietnam. *Cogent Business & Management*, 12(1), 2473033. <https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2473033>
- KAP (2025). Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>.
- Kaya, E., Konuk, F., Kaya, Ö. (2022). Halka Açık Şirketlerin İndeks Yöntemi ile Çalışma Sermayesi Etkinlik Düzeylerinin Tespit Edilmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14 (1), 717-733. <https://doi.org/10.20491/isarder.2022.1406>
- Kiyamaz, H., Haque, S., & Choudhury, A. A. (2024). Working Capital Management and Firm Performance: A Comparative Analysis of Developed and Emerging Economies. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 634-642. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.03.004>
- Kutbay, A. (2025). BİST konaklama sektöründe yer alan firmaların kârlılığını etkileyen faktörlerin belirlenmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 26(2), 237-251. <https://doi.org/10.31671/doujournal.1596785>
- Kutlu, N., & Kandil Göker, İ. E. (2025). İşletmelerin Çalışma Sermayesi Finanslama Stratejileri ile Karlılık Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 32(2), 307-326. <https://doi.org/10.18657/yonveek.1541575>
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of financial management and analysis*, 19(1), 1-12.
- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties. *Journal Of Econometrics*, 108(1), 1-24. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(01\)00098-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(01)00098-7)
- McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How much does industry matter, really?. *Strategic Management Journal*, 18(S1), 15-30. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199707\)18:1+%3C15::AID-SMJ916%3E3.0.CO;2-1](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199707)18:1+%3C15::AID-SMJ916%3E3.0.CO;2-1)
- Narayan, P. K., & Smyth, R. (2008). Energy consumption and real GDP in G7 countries: new evidence from panel cointegration with structural breaks. *Energy Economics*, 30(5), 2331-2341. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2007.10.006>
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, 55, 703-708.
- Öner, M. (2016). The impact of working capital management on firm profitability: empirical evidence from Borsa İstanbul. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(3), 63-79.
- Pesaran, M. H. (2015). Testing Weak Cross-Sectional Dependence in Large Panels. *Econometric Reviews*, 34(6-10), 1089-1117. <https://doi.org/10.1080/07474938.2014.956623>

- Saidu, I. H., Usman, A. Y., & Ahmed, A. U. (2025). Working Capital Management and Financial Performance of Listed Industrial Goods Firms in Nigeria. *International Journal of Accounting, Management, and Economic Review*, 1(2), 12–20. <https://doi.org/10.57233/ijamer.v1i2.02>
- Serinoğlu, S., & Güçlü, F. (2023). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığına Etkisi: BIST Ana Metal Sanayi Sektörü Örneği. *Uluslararası Finansal Ekonomi ve Bankacılık Uygulamaları Dergisi*, 4(2), 15–33. <https://doi.org/10.57085/ufebud.1307979>
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2011). Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India. *Global Business Review*, 12(1), 159-173.
- Susena, K. C., Hidayah, N. R., & Tarigan, H. P. (2024). Analysis of Working Capital Management on Liquidity and Financial Performance of Manufacturing Companies. *Open Access Library Journal*, 11(11), e111799. <https://doi.org/10.4236/oalib.1111799>
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *İleri Panel Veri Analizi*. 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Wooldridge, J.M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press.