



BULLETIN OF ECONOMIC THEORY AND ANALYSIS

Journal homepage: <http://www.betajournals.org>

İşletmelerde Kârlılığı Etkileyen Faktörler: BİST Kurumsal Yönetim Endeksindeki Firmalara İlişkin Bir Uygulama

Tuncay Turan Turaboğlu & Ersin Timur

To cite this article: Turaboğlu, T., T. & Timur, E. (2018). İşletmelerde Kârlılığı Etkileyen Faktörler: BİST Kurumsal Yönetim Endeksindeki Firmalara İlişkin Bir Uygulama. *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 3(2), 135-157.

Received: 25 Sep 2018

Accepted: 06 Oct 2018

Published online: 10 Oct 2018



©All right reserved



Bulletin of Economic Theory and Analysis

Volume III, Issue 2, pp. 135-157, 2018

<http://www.betajournals.org>

İşletmelerde Kârlılığı Etkileyen Faktörler: BİST Kurumsal Yönetim Endeksindeki Firmalara İlişkin Bir Uygulama

Tuncay Turan TURABOĞLU^a

Ersin TİMUR^b

^a Dr. Öğr. Üyesi, Mersin Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, Mersin, TÜRKİYE

^b Mersin Üniversitesi, S.B.E., İşletme ABD Doktora Programı, Mersin, TÜRKİYE

ÖZ

Bu çalışmanın amacı, işletmelerde kârlılığı etkileyen faktörleri belirlemektir. Bu amaçla BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan işletmelerin 2010-2015 yılları arasındaki finansal verileri kullanılarak bir analiz gerçekleştirilmiştir. Analizde bağımlı değişkenler olarak aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı; bağımsız değişkenler olarak ise aktif devir hızı, cari oran, likidite oranı, nakit oran, alacak devir hızı, stok devir hızı, kaldıraç oranı, büyüklük, büyüme, aktif yapısı ve borç dışı vergi kalkanı kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler kullanılarak, değişken ekleme ve eleme (stepwise) çoklu regresyon analizi yöntemi üzerinden tahminlenen modellerle incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda; aktif kârlılığı ile likidite oranı, aktif devir hızı ve nakit oranı, öz sermaye kârlılığı ile de cari oran arasında istatistiki açıdan anlamlı ilişkilerin olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler
Kârlılık, Öz sermaye Kârlılığı (ROE), Aktif Kârlılığı (ROA), BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Stepwise Çoklu Regresyon Analiz

JEL Kodu
D24, G30, G32

CONTACT Tuncay Turan TURABOĞLU ✉ turaboglu@mersin.edu.tr ☎ Dr. Öğr. Üyesi, Mersin Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, Mersin, TÜRKİYE

Factors Affecting Profitability in Companies: An Application on BIST Corporate Governance Index

ABSTRACT

The main objective of this study is to analyze the basic determinants that affect firm profitability. For this purpose, the financial data of the companies traded on Borsa İstanbul (BIST) markets and traced in the “Corporate Governance Index-XKURY” for the period of 2010-2015 have been used. Return on Assets and Return on Equity used as dependent variables while asset turnover rate, current ratio, liquidity ratio, cash ratio, turnover of receivables, inventory turnover, leverage ratio, size, growth, asset structure and tax shield used as the independent variables. The study made use of the stepwise multivariate regression models to evaluate the relationships between firm profitability and the other variables. The results indicate statistically significant and positive relationships between profitability and other independent variables namely, liquidity ratio, asset turnover rate, cash ratio and current ratio.

Keywords

Firm Profitability, Return of Equity (ROE), Return of Assets (ROA), BIST Corporate Governance Index (XKURY), Stepwise Multiple Regression Analysis

JEL Classification

D24, G30, G32

1. Giriş

İşletme kârlılığını etkileyen faktörlerin neler olduğu, öteden beri finans yazınındaki önemli konular arasında yer almaktadır. Kuşkusuz, işletmeler kurulurken bazı amaçlarla kurulurlar. Bu amaçlar, işletmeden işletmeye farklılık göstermekle birlikte genel olarak kâr maksimizasyonuna odaklanmaktadır. Kâr maksimizasyonu, firma varlığını devam ettirebilmenin yegane yolu olarak görülen ve işletmenin en çok kârı elde etmesine dayanan kısa vadeli bakışın hakim olduğu bir nitelik arz eder. Günümüzde ise işletmelerin amacı, kâr maksimizasyonu temelinde tüm işletme paydaşlarının taleplerini uzun vadeli ve sürdürülebilir bir biçimde en çoklamayı hedefleyen firma değer maksimizasyonudur. Bu haliyle firma değer maksimizasyonu, tamamen yeni bir kavram olmayıp zaman içinde sürdürülebilirlik, sosyal sorumluluk, firma imajı ve paydaş taleplerinin mümkün olduğunca karşılanması gibi zorunlulukların kâr maksimizasyonu amacına eklenmesiyle ulaşılan durumu ifade etmektedir. Bu yeni durumda dahi, işletmelerin yoğun rekabet ortamında varlıklarını devam ettirebilmeleri, bir diğer deyişle varlık sorunu ile karşı karşıya kalmamaları için kârlılık ve kârlılığın sürdürülebilirliği büyük önem taşımaktadır.

Kârlılık, işletmelerin kazanç yaratma potansiyeli olarak tanımlanabilir. Günümüz iş dünyasındaki aşırı rekabet, işletmeleri rakipleriyle kıyasıya mücadele etmeye ve söz konusu rekabetten üstün çıkabilmek için finansal bünyelerini güçlendirerek yeni yatırımlarla büyümeye

yöneltmektedir. Sağlıklı yatırım kararlarının alınması ve yapılacak yatırımlardan yüksek düzeyde kâr elde edilmesi, finansal açıdan işletmeleri rahatlatmaktadır. İşletmeler, sahip oldukları veya sahip olmayı planladıkları varlıkları zaman içinde elde ettiği kazançlarla zenginleştirdiği öz kaynaklar ve yabancı kaynakların bileşiminden oluşan kaynaklarla finanse etmek durumundadır. Varlıklar ister öz kaynaklarla, ister borçla finanse edilsin, kâr payı, faiz ve anapara taksiti ödemesi gibi mutlaka bir maliyeti olacaktır. Söz konusu maliyetlerde dahil yükümlülüklerin yerine getirilememesi, işletmelerin finansal başarısızlığa uğraması ve hatta iflas-tasfiyesiyle sonuçlanabilir. Yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi ise yapılan yatırımlardan elde edilen kârın maliyetleri karşılmasına bağlıdır. Buna göre; işletme kârlılığını uzun vadede devam ettirebilecek önlemlerin alınması işletme açısından hayati bir öneme sahiptir.

Tüm bu nedenlerle, uygun kaynakların uygun varlıklara yatırılması olarak özetlenebilecek finansal yönetim, işletme yöneticilerinin özenle üzerinde durmaları gereken bir kavram olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal yönetimden beklentiler bellidir: finansal analiz ve kontrol, finansal planlama, varlık (aktif) yönetimi, kaynak (pasif) yönetimi. Bu beklentiler, firma değer maksimizasyonu amacına ulaşılması için finansal yönetimin veya finansal yönetimi icra edenlerin görevleri olarak da tanımlanabilir. Özellikle finansal analiz ve kontrol burada temel bir role sahiptir. Finansal analiz ve kontrol, işletmelerin mevcut durumlarının geçmiş dönem sonuçları, benzer işletme sonuçları ve sektöre ilişkin standartlarla karşılaştırılarak ortaya konulması ve geçen dönemden bu dönem için belirlenen hedeflere ne derecede ulaşıldığının yani performansın belirlenmesine odaklanır. Performansın en önemli ölçütlerinden biri de kârlılıktır.

Kârlılık, finansal analiz ve kontrol görevinin yerine getirilmesinde kullanılan temel araçlardan biri olan oran analizi çerçevesinde kârlılık oranları başlığı altındaki oranlar yardımıyla hesaplanabilir. Söz konusu oranlar; yatırıma göre kârlılığı gösteren oranlar, satışlara göre kârlılığı gösteren oranlar, ortaklara yeterince kâr sağlanıp sağlanmadığını gösteren oranlar ve finansal yükümlülüklerin karşılanması için yeterince kâr elde edilip edilemediğini gösteren oranlar olmak üzere sıralanabilir.

Kârlılığa ilişkin veriler işletmelere ait bilanço, gelir tablosu gibi finansal tablolardan elde edilir. Söz konusu finansal veriler ortak, yönetici ve yatırımcılar ile diğer paydaşlarca kullanılarak, başta kârlılık olmak üzere çeşitli analizler yapılmaktadır. Bu analizler yardımıyla; işletme varlıklarının etkin bir biçimde kullanılıp kullanılmadığı, mevcut kaynak yapısının kârlılık

üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu ve işletme yöneticilerinin performans düzeyleri ortaya konulabilmektedir. Bir diğer deyişle paydaşlar; işletmenin finansal performansını değerlendirmek, işletmeye aktarılan kaynakların getirisini ölçmek ve beklentilerinin ne ölçüde karşılanacağına ilişkin tahminlerde bulunmak amacıyla kârlılık analizlerinden yararlanırlar. Bu açıdan kârlılık, paydaşların işletmeye ilişkin olarak alacakları kararlarda önemli bir referans noktasıdır.

İşletmelerde kârlılığı etkileyen pek çok faktör bulunmakta olup; varlık ve kaynak yapısı ile buna bağlı tutar ve oranlar, satışlar, büyüklük, büyüme hızı, maliyetler ve vergi uygulamaları bunlardan bir kısmını ifade etmektedir. Bu çalışmanın amacı da kârlılığı etkileyen faktörleri seçilen örneklem çerçevesinde belirlemektir. Bu amaç çerçevesinde, bu çalışmada öncelikle literatürde konu ile ilgili olarak yapılan araştırmalar incelenmekte, hemen sonrasında ise uygulanmasına karar verilen yöntem ve kullanılacak verileri içeren araştırmanın veri seti ve yöntemine ilişkin bölüm yer almaktadır. Dördüncü bölümde, gerçekleştirilen analizin aşamalarını ve ulaşılan bulguları içeren analiz ve bulgular aktarılmakta olup sonuç ve değerlendirme bölümü çalışmanın son bölümünü oluşturmaktadır.

2. Literatür Taraması

İşletmelerde kârlılığı etkileyen faktörlere ilişkin olarak yürütülen çalışmalar oldukça geniş bir literatür oluşturmaktadır. Literatürde yer alan çalışmaların çokluğu ve benzerlikleri dikkate alınarak yakın dönemli çalışmaların incelenmesi yeterli görülmüş, bu tercihin uygulamaya temel oluşturacak bilgi birikimini etkilemeyeceği değerlendirilmiştir. Söz konusu tercih doğrultusunda, 2007 yılından bu yana yapılan çalışmalar literatür taramasına dahil edilmiştir.

Külter & Demirgüneş (2007), perakendeci işletmelerde kârlılığın belirleyicilerini araştırdıkları çalışmalarını, BİST'e koteli perakendeci işletmelerin 1997-2006 yılları arasındaki finansal verilerini bütünleşik regresyon yöntemi ile analiz ederek gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarında bağımlı değişken olarak aktif kârlılığı, bağımsız değişkenler olarak da alacak devir hızı, stok devir hızı, kaldıraç oranı, net işletme sermayesi ve varlıkların doğal logaritması ile pazar payını kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda; kârlılığın işletme büyüklüğüne ve borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azaldığı, işletme (çalışma) sermayesi yatırımları ile pazar payının artmasına paralel olarak kârlılığın da arttığını gözlemlemişlerdir.

Öz & Güngör (2007), tarafından panel veri analizi kullanılarak yürütülen çalışmada, işletme kârlılığı ile borç devir hızı, alacak devir hızı, stok devir hızı ve net ticaret süresinin negatif, maddi duran varlıklar ve büyümenin ise pozitif yönde ilişkili olduğu saptanmıştır.

Raheman & Nasr (2007), regresyon ve korelasyon analizini kullandıkları çalışmalarında kârlılık ile çalışma sermayesi büyüklüğü arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını belirlemişlerdir.

Albayrak & Akbulut (2008), kârlılığı önemli ölçüde etkileyen finansal faktörleri araştırdıkları çalışmalarında, BİST sanayi ve hizmet sektöründe yer alan 55 işletmenin 2004-2006 dönemine ait verilerini panel veri yöntemiyle analiz etmişlerdir. İşletmelerin öz sermaye kârlılığını etkileyen en önemli faktörlerin; sermaye yapısı, stok devir hızı, işletme büyüklüğü ve piyasa değeri olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Erokyar (2008), yüksek lisans tezinde 60 işletmenin 2006 yılına ait verilerini kullanarak lojistik regresyon analizi yardımıyla kârlılığın hangi faktörlerce açıklanabileceğini araştırmıştır. Araştırma sonucunda, satışlardaki artışın işletmelerin kârlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Kârlılığı etkileyen diğer değişkenler ise verimlilik ve kaldıraç oranıdır.

Kıracı (2009) ise stok devir hızı ile dönem net kârı/net satışlar oranı ve aktif kârlılığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaştığı çalışmasını BİST imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal verilerini kullanarak yürütmüştür. Stok yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, söz konusu işletmelerin 2002-2006 dönemine ait verilerini kullanarak regresyon analizi yapmıştır.

Doğru (2011), aktif kârlılığı ile faiz dışı giderler toplamı/toplam varlıklar arasında negatif yönlü bir ilişki bulduğu çalışmasını çoklu regresyon analizini kullanarak yürütmüştür.

Karadeniz & İskenderoğlu (2011), BİST'te pay senetleri işlem gören 8 turizm işletmesinin verilerini kullanarak aktif kârlılığını etkileyen faktörleri araştırmışlardır. İşletmelerin 2002-2009 yıllarına ait çeyrek dönemlik verilerini bütünleşik regresyon yöntemi ile analiz ettikleri çalışmalarında, stok devir hızı ve alacak devir hızının aktif kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yine aktif kârlılığı üzerinde kaldıraç oranının negatif, pazar payı, varlık devir hızı ve net işletme sermayesi devir hızının pozitif etkiye sahip olduğunu gözlemlemişlerdir.

Akbulut (2011), BİST imalat sektöründe yer alan 127 işletmenin 2000-2008 dönemindeki finansal verilerini regresyon analizi ile inceleyerek kârlılık ve işletme sermayesi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırma sonucu ulaşılan bulgular, kârlılık ile işletme sermayesi arasında negatif bir ilişkinin olduğu yönündedir.

Wintoki, Babajide, Linck & Netter (2012), finansal performansı etkileyen faktörleri saptamak amacıyla 6.000 işletmenin verilerini kullandıkları çalışmalarında, kaldıraç oranı ile aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığını belirlemişlerdir.

Saldanlı (2012) ise likidite ile kârlılık arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. BİST 100 imalat endeksinde yer alan sanayi işletmelerin 2001-2011 dönemine ait finansal göstergeleri çoklu regresyon analizi ile sınamış ve araştırma sonucunda likidite ve çalışma sermayesinin kârlılık üzerinde olumsuz bir etki bıraktığını gözlemlemiştir.

Chen (2012), İskandinav ülkelerinden yirmişer işletmenin 2008-2010 dönemine ait finansal verilerinden faydalanarak işletme performansını etkileyen faktörleri araştırmış, işletme yaşı ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptayamamıştır.

Çakır & Küçük Kaplan (2012), tarafından panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışmanın sonucunda aktif kârlılığının cari oran ve kaldıraç oranı ile negatif, stok devir hızı, asit test oranı ve aktif devir hızı ile pozitif yönde ilişkili olduğu görülmüştür.

Yine panel veri analizi kullanılarak Akoto, Awunyo-Vitor & Angmor (2013) tarafından yürütülen çalışmanın sonucunda, kârlılık ile cari oran, nakit dönüş süresi, döner varlık devir hızı ve işletme büyüklüğü arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

İşletme kârlılığını etkileyen faktörleri ortaya çıkarmaya yönelik çalışmalara örnek olarak verilebilecek Arosa, Iturralde & Maseda (2013) da araştırmalarını, 307 küçük ve orta ölçekli İspanyol işletmesi üzerinden yürütmüşlerdir. Çalışmalarının sonucu, işletme yaşı ile işletme kârlılığı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu yönündedir.

Arshad & Gondal (2013), çalışmalarının regresyon analizini kullanarak yürütmüş olup çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasında negatif yönde bir ilişkinin olduğu bulgulamışlardır.

Demirhan & Anwar (2014), 2008 krizinde işletmelerin finansal performansını hangi faktörlerin etkilediğini belirlemeye çalışmışlardır. Bu amaçla, BİST imalat sanayi sektöründe bulunan 140 işletmenin verilerini çoklu regresyon analizi yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Araştırmalarının sonucunda; yüksek likiditeye sahip işletmelerin finansal kriz döneminde daha iyi performans sergilediklerini ve yüksek düzeyli kaldıraç ile finansal performans arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu saptamışlardır.

Samırkaş, Evcı & Ergün (2014), Ocak 2003-Haziran 2012 dönemi için bankaların kârlılığını etkileyen faktörleri çoklu regresyon analizi yöntemini kullanarak incelemiş, aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı ile toplam öz kaynak/toplam varlık ve faiz dışı gelir/toplam varlık arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ecer & Günay (2014), turizm işletmelerinin finansal performanslarını, araştırmalarına dahil ettikleri işletmelerin 2008-2012 dönemlerine ait verilerini gri ilişkisel analiz yöntemini kullanarak incelemişlerdir. İşletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesinde 17 finansal oran kullanmakla birlikte, en önemli değişkenin kaldıraç değişkeni olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Pay senetleri Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören gayrimenkul işletmelerini örneklem yoluyla çalışmalarına dahil eden Deitiana & Habibuw (2015), söz konusu işletmelerin 2007-2012 dönemindeki verilerini panel veri analizi yöntemiyle işleyerek finansal performansın belirleyicilerini ortaya çıkarmayı hedeflemişlerdir. Çalışmalarının sonucu, finansal performansı etkileyen değişkenlerin kaldıraç düzeyi ve işletme yaşı olduğudur.

Yıldız & Akkoç (2016), literatürdeki diğer çalışmalardan farklı olarak sinirsel bulanık çıkarım sistemi (ANFIS)'ni kullandıkları çalışmalarında, kârlılık ile çalışma sermayesi arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

Karadeniz, Kaplan & Günay (2016), yürüttükleri çalışmada, sermaye yapısı kararlarının halka açık turizm işletmelerinde kârlılığa olan etkisini araştırmışlardır. İşletmelerin 2009-2015 dönemlerini kapsayan verilerini panel veri analizi ile inceledikleri çalışmalarının sonucu, aktif kârlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğuna işaret etmektedir.

Kocaman, Altemur, Aldemir & Karaca (2016), ekonomik kârlılığı etkileyen faktörleri saptamak amacıyla İSO (İstanbul Sanayi Odası) ve BİST'e kayıtlı 15 işletmenin 1997-2013 dönemine ait finansal verilerini panel veri analizi ile sınıamışlardır. Ekonomik kârlılık ile net kâr

marjı, alacak devir hızı, kaldıraç oranı ve duran varlıklar/toplam varlıklar oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu çalışmada, cari oran, net işletme sermayesi/ net satışlar oranı ve net işletme sermayesi devir hızı ile anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

Kendirli & Çankaya (2016)'da işletme sermayesi ile kârlılık arasındaki ilişkiyi, BİST turizm endeksinde bulunan işletmelerin 2010-2014 dönemine ait verilerini çoklu regresyon yöntemi ile analiz ederek ortaya çıkarmaya çalışmışlardır. Analizlerinin sonucu, işletme sermayesi ile kârlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin bulunduğu ve aktif kârlılığını en çok etkileyen değişkenin varlık büyüklüğü olduğudur.

Atmaca (2016), BİST Kimya, Plastik ve Kauçuk sektöründe yer alan 24 işletmenin, 2009-2015 dönemini kapsayan finansal verilerini korelasyon analizi ve panel veri yöntemleri yardımıyla analiz ederek işletme sermayesi bileşenlerinin kârlılık üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmasının bağımlı değişkenleri aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı olup cari oran, nakit dönüşüm süresi, ticari borç ödeme süresi, stokta kalma süresi ve ticari alacakları tahsil süresinden oluşan bağımsız değişkenlerin söz konusu bağımlı değişkenler üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Güdelci (2016), gübre sektöründe faaliyet gösteren BİST'e koteli üç işletmenin 2006-2015 dönemi verilerini kullandığı çalışmada, işletme sermayesinin kârlılık üzerindeki etkisini çoklu regresyon yöntemini kullanarak incelemiştir. Elde ettiği bulgular, çalışma sermayesi ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı yönündedir.

Demirci (2016), imalat sanayi sektöründe yer alan işletmelerin 1996-2015 yılları arasındaki verileri üzerinden kârlılığı etkileyen faktörleri incelemiştir. Panel veri analizini kullanarak yürüttüğü araştırma sonucunda aktif kârlılık ile cari oran, maddi duran varlık oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki saptarken, alacak devir hızı ile pozitif bir ilişki saptamıştır.

Kindik & Aslan (2017) ise, çalışmalarında Konya Şeker Fabrikası'nı ele almış ve söz konusu işletmenin verilerini kullanarak işletmelerde kârlılığı etkileyen faktörleri ortaya çıkarmayı amaçlamışlardır. Kindik & Aslan (2017)'in panel veri analizi uyguladıkları çalışmalarının sonucunda kısa dönemde ve varlık büyüklüğünün kârlılığı negatif, uzun dönemde ise satış gelirinin kârlılığı pozitif yönde etkilediğini gözlemlemişlerdir.

Yukarıda yer verilen çalışmalarda pek çok farklı ülke, sektör, firma, inceleme dönemi, değişken ve yöntem kullanılarak yürütülmüş olmakla birlikte, büyük ölçüde çoklu regresyon ve panel veri analizinin kullanıldığı görülmektedir.

3. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi

Bu çalışmanın amacı işletmelerin kârlılığını etkileyen faktörleri belirlemektir. Çalışma, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan işletmelerin 2010-2015 dönemine ait verileri kullanılarak yürütülmüştür. Endeks ilk olarak 2007 yılında ve 5 firma dahil edilerek hesaplanmış olup analiz için yeterli veriye ulaşmayı mümkün kıldığı için çalışma dönemi 2010-2015 olarak belirlenmiştir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaya koyan işletmelerin dahil edildiği bir endekstir (TKYD, 2018). BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nin amacı, hisse senetleri BİST pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 ve her bir ana başlık için 6.5 olan işletmelerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, işletmenin kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir (Denetimnet, 2018).

Çalışmanın örneklem grubunu, pay senetleri BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan 25 işletme oluşturmaktadır. Örneklem gurubuna dahil edilecek işletmeler belirlenirken; Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer almakla birlikte gösterdikleri farklı özellikler nedeniyle gayrimenkul yatırım şirketleri ile finansal kuruluşlar, bu çalışmanın kapsamı dışında tutulmuş ve analiz dönemi boyunca verilerine sürekli olarak ulaşılabilen işletmeler veri setine dahil edilmiştir. İşletmelere ilişkin finansal veriler Finnet veri sisteminden elde edilmiş olup söz konusu işletmeler Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1

Çalışmada Yer Alan Firmalar Tablosu

Sıra No	Firmalar
1	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.
2	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
3	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
4	Arçelik A.Ş.
5	Aygaz A.Ş.
6	Coca Cola İçecek A.Ş.
7	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
8	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.
9	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.
10	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
11	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.
12	İhlas Holding A.Ş.
13	Logo Yazılım Sanayii ve Ticaret A.Ş.
14	Migros Ticaret A.Ş.
15	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
16	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve
17	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
18	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
19	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
20	Turcas Petrol A.Ş.
21	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
22	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
23	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
24	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
25	Yazıcılar Holding A.Ş.

Çalışmanın örneklem grubu belirlendikten sonra, literatür taraması sonucu kârlılık ve kârlılıkla ilişkilendirilen değişkenler listelenmiş, değişken ekleme ve eleme (stepwise) çoklu regresyon analizi çerçevesinde anlamlılık düzeyi düşük bulunan değişkenler çalışmaya dahil edilmemiştir (Tablo 2 ve Tablo 3).

Tablo 2

Aktif Kârlılık (ROA) İçin Modele Dahil Edilmeyen Değişkenler Tablosu

Model	Ln Beta	t	Anlamlılık Düzeyi	Kısmi Korelasyon	Çoklu Doğrusal Bağlantı Tolerance
CARON	0.266d	1.179	0.241	0.115	0.110
ALDEV	0.020d	0.257	0.798	0.025	0.988
STOKDEV	0.003d	0.034	0.973	0.003	0.970
KALDRON	-0.083d	-1.087	0.279	-0.107	0.961
BYKLIK	-0.005d	-0.066	0.948	-0.006	0.868
ROA BYME	0.019d	0.252	0.802	0.025	0.977
AKYAP	-0.138d	-1.553	0.124	-0.151	0.707
BRÇDVK	-0.095d	-1.208	0.230	-0.118	0.915

a. Bağımlı Değişken: ROA

Tablo 3

Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) İçin Modele Dahil Edilmeyen Değişkenler Tablosu

Model	Ln Beta	t	Anlamlılık Düzeyi	Kısmi Korelasyon	Çoklu Doğrusal Bağlantı Tolerance
AKDEV	0.170b	1.824	0.071	0.170	0.992
LİKON	-0.019b	-0.067	0.947	-0.007	0.116
NAKON	-0.105b	-0.883	0.379	-0.086	0.627
ALDEV	0.004b	0.043	0.966	0.004	0.999
ROE STOKDEV	-0.003b	-0.027	0.979	-0.003	0.994
KALDRON	0.006b	0.060	0.952	0.006	0.998
BYKLIK	-0.042b	-0.446	0.656	-0.043	0.987
BYME	0.028b	0.298	0.766	0.029	0.993
AKYAP	-0.161b	-1.543	0.126	-0.149	0.800
BRÇDVK	-0.016b	-0.164	0.870	-0.016	0.993

a. Bağımlı Değişken: ROE

Değişken ekleme ve eleme (stepwise) yöntemi, bağımlı değişken üzerinde etkili olabilecek bağımsız değişkenler saptandıktan sonra bunlar arasında birbirleri ile ilişkili olmayan ve bağımlı değişkeni en çok etkileyen bağımsız değişkenlerin seçilmesini mümkün kılmakta, çoklu bağlantı sorununa da çözüm getirmektedir. Bu yöntemde, bağımsız değişkenlerin en güçlüsünden hareket ederek sırasıyla bağımlı değişken üzerinde önemli etkisi olan bağımsız

değişkenler modele eklenmektedir. Buna göre çalışmanın bağımlı değişkenleri; aktif kârlılığı (ROA) ve öz sermaye kârlılığı (ROE), bağımsız değişkenleri ise; aktif devir hızı, cari oran, likidite oranı, nakit oran, alacak devir hızı, stok devir hızı, kaldıraç oranı, büyüklük, büyüme, aktif yapısı, borç dışı vergi kalkanı'dır (Tablo 4).

Tablo 4

Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Bağımlı Değişkenler		
Kısaltma	Oran	Denklem
ROA	Aktif (Varlık) Kârlılığı	Net Dönem Kârı / Toplam Varlıklar
ROE	Öz Sermaye Kârlılığı	Net Dönem Kârı / Öz Sermaye
Bağımsız Değişkenler		
AKDEV	Aktif (Varlık) Devir Hızı	Net Satışlar / Toplam Varlıklar
CARON	Cari (Döner) Oran	Döner Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
LİKON	Likidite (Asit-Test) Oranı	Döner Varlıklar – Stoklar / KSB
NAKON	Nakit Oran	Hazır Değerler+Serbest Menkul Kıymetler/KSB
ALDEV	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ort. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar
STOKDEV	Stok Devir Hızı	SMM / Ortalama Stoklar
KALDRON	Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar
BYKLIK	Büyüklük	log (Toplam Varlıklar)
BYME	Büyüme	Ln (Toplam Varlıklar(t) / Toplam Varlıklar(t-1))
AKYAP	Aktif (Varlık) Yapısı	Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar
BRÇDVK	Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortisman Giderleri / Toplam Varlıklar

Değişkenler ve kârlılıkla etkileşimi finans teorisi çerçevesinde aşağıda açıklanmaktadır. Aktif kârlılığı (ROA), net dönem kârı, toplam varlıklara bölünerek hesaplanır ve işletmenin varlıklarını etkin bir biçimde kullanılıp kullanmadığını gösterir. Öz sermaye kârlılığı (ROE) ise, net dönem kârının öz sermayeye bölünmesi ile bulunur ve paydaşların işletmeye yaptıkları yatırımın etkinliğini ölçer. Gerek aktif kârlılığı (ROA) ve gerekse de öz sermaye kârlılığı (ROE) daha önce de ifade edildiği üzere, yatırıma göre kârlılığı gösteren oranlar içerisinde yer alırlar.

Aktif yapısı ve aktif devir hızı, işletmelerin ihtiyaç duydukları kaynakları sağlamaları için başat rol oynar. Döner varlıkların yanı sıra duran varlıklar ve özellikle de maddi duran varlıklar, yatırım kârının verilmesinde dikkate alınan önemli bir faktördür. Maddi duran varlık tutarının yüksek olması, işletmelerin kârlılıklarını devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynakları çok daha kolay bulmalarını sağlar. Çünkü yüksek maddi duran varlık düzeyi, işletmelerin tasfiye değerini yükseltir ve buna bağlı olarak iflas maliyetlerini düşürür.

İşletme (Çalışma) sermayesi de denilen döner varlıklar, işletmenin cari varlıklarını ifade eder ve hazır değerler, serbest menkul kıymetler, ticari alacaklar ve stoklardan oluşur. Bu çalışmada da, işletme sermayesi unsurlarından türetilen; cari oran, likidite oranı, nakit oranı, alacak devir hızı ve stok devir hızı bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

Çalışmada kârlılık ile ilişkili görülen diğer bağımsız değişkenler ise kaldıraç oranı, büyüklük, büyüme ve borç dışı vergi kalkanıdır. Kaldıraç oranının makul bir düzeyde tutulması, öz sermaye kârlılığını arttırıcı etkide bulunur. Bu durumda, kullanılan yabancı kaynaklardan elde edilecek getirinin, finansman maliyetinden daha da fazla olması gereklidir. Aksi halde kaldıraç etkisi negatif olabilir ki; bu da öz sermaye kârlılığını azaltır.

İşletme büyüklüğü; kolay ve ucuz kaynak sağlanması, satış ve getirilerin istikrarlı olması, faaliyetlerin etkin ve verimli bir biçimde yürütülmesi ve beka sorunu yaşanmamasını olumlu yönde etkilemektedir.

Büyüme işletmeler için olumlu bir gösterge olmakla birlikte, mevcut işletme kaynakları büyüme için yetersiz kalabilir. Bu durumda, başvurulacak kaynak sağlama yöntemi ne olursa olsun, işletme belirli bir maliyetle karşı karşıya kalacaktır. Söz konusu maliyetlerin karşılanamaması, işletmeyi gelecekte finansal açıdan güç duruma düşürebilir ve kârlılığı azaltabilir.

Borç dışı vergi kalkanı, yabancı kaynak kullanılarak elde edilen vergi avantajlarının ikamesi olarak kullanılır. İşletmeler daha az vergi ödemek için yatırım kredileri, amortisman vb. gibi borç dışı vergi kalkanlarını kullanmayı tercih edebilmektedirler. Bir diğer deyişle, daha yüksek düzeyde borç dışı vergi kalkanına sahip işletmeler, kârlılıklarında azalmaya yol açmaması için yüksek tutarda borçlanma yerine, düşük tutarda borçlanmayı yeğlemektedirler.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler üzerinden kurgulanan model aşağıda olup çalışmanın bağımlı değişkenlerini oluşturan her iki kârlılık ölçütü için (Aktif Kârlılığı-ROA_i ve Öz Sermaye Kârlılığı-ROE_i) ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

$$\text{KÂRLILIK} = a_i + \beta_1 \text{AKDEV}_1 + \beta_2 \text{CARON}_2 + \beta_3 \text{LİKON}_3 + \beta_4 \text{NAKON}_4 + \beta_5 \text{ALDEV}_5 + \beta_6 \text{STOKDEV}_6 + \beta_7 \text{KALDRON}_7 + \beta_8 \text{BYKLL}_8 + \beta_9 \text{BYME}_9 + \beta_{10} \text{AKYAP}_{10} + \beta_{11} \text{BRÇDVK}_{11} + \varepsilon_i$$

Tahminlenen model, SPSS 23 paket programı kullanılarak değişken ekleme ve eleme (stepwise) çoklu regresyon analizi yöntemi yardımıyla incelenmiştir.

4. Analiz ve Bulgular

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 5’de yer almaktadır. Tablo 5 incelendiğinde, en yüksek ortalamaya sahip değişkenin stok devir hızı, standart sapmanın en yüksek olduğu değişkenin ise nakit oranı olduğu görülmektedir.

Tablo 5

Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
AKDEV	0.03	1.48	0.42	0.28
ROA	-23.16	30.85	4.52	7.21
CARON	0.31	7.52	1.76	1.13
LİKON	0.10	6.60	1.27	1.05
NAKON	0.06	61.87	46.13	77.74
ALDEV	0.89	21.71	31.96	20.81
STOKDEV	0.00	28.33	46.80	32.89
ROE	-13.80	91.78	8.49	22.31
KALDRON	0.02	10.18	1.68	1.46
BYKLLK	7.60	10.25	9.09	0.62
BYME	0.00	0.00	0.00	0.00
AKYAP	0.13	0.89	0.52	0.20
BRÇDVK	0.00	0.09	0.02	0.02

Tablo 6’da değişkenler arasındaki korelasyon incelenmiştir. Buna göre; likidite oranı ile cari oran arasında çok güçlü ve pozitif, nakit oran ile cari oran arasında ise güçlü ve pozitif bir ilişki söz konusudur.

Tablo 6
Korelasyon Matrisi

	AKDEV	ROA	CARON	LİKON	NAKON	ALDEV	STOKDEV	ROE	KALDRON	BYKLIK	BYME	AKYAP	BRÇDVK
AKDEV	1.00												
ROA	0.17	1.00											
CARON	-0.09	0.52	1.00										
LİKON	-0.11	0.54	0.94	1.00									
NAKON	-0.05	0.11	0.61	0.58	1.00								
ALDEV	0.09	0.03	0.03	0.01	-0.04	1.00							
STOKDEV	-0.15	-0.05	-0.08	-0.05	-0.07	-0.01	1.00						
ROE	0.15	0.64	0.25	0.23	0.09	0.01	-0.02	1.00					
KALDRON	-0.16	-0.13	0.04	0.04	0.11	0.07	-0.02	0.02	1.00				
BYKLIK	-0.10	-0.20	-0.11	-0.16	0.15	-0.04	-0.09	-0.07	-0.05	1.00			
BYME	0.00	0.11	0.08	0.12	-0.01	0.02	-0.02	0.05	0.08	-0.01	1.00		
AKYAP	-0.40	-0.38	-0.45	-0.32	-0.17	-0.06	0.21	-0.24	0.07	-0.02	0.01	1.00	
BRÇDVK	0.13	-0.12	-0.08	0.01	0.22	0.04	-0.12	-0.04	-0.15	0.00	0.17	0.14	1.00

İşletmelerin kârlılığını etkileyen faktörlerin saptanması amacıyla kurgulanan modelin, aktif kârlılığı (ROA_i) için tahminlenmesi sonucunda elde edilen istatistiki sonuçlar Tablo 7’de yer almaktadır. Buna göre; modelde kullanılan bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişmelerin % 39.5’ini açıklayabilmektedir. Hata terimlerinin bağımsız olup olmadığını saptamak amacıyla Durbin Watson değerine bakılmıştır. Durbin Watson değeri 1.941 olarak gözlemlenmiş ve hata terimlerinin birbirinden bağımsız olma koşulunun sağlandığı görülmüştür.

Tablo 7
Aktif Kârlılığı (ROA) İçin İstatistiki Sonuçlar

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Standart hata	Değişim İstatistik Değerleri					Durbin-Watson Değeri
					R ² Değişim	F Değişim	Sd.1	Sd.2	Anlamlılık Düzeyi	
ROA	0.642c	0.412	0.395	5.610	0.058	10.245	1	104	0.002	1.941

a. Bağımlı Değişken: ROA

Aktif Kârlılığı (ROA) için tahminlenen modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını sınamak amacıyla iki hipotez kurulmuştur.

H₀: Model bir bütün olarak anlamlı değildir.

H₁: Model bir bütün olarak anlamlıdır.

Anova tablosunda (Tablo 8) yer alan olasılık değerine ($0.00 < 0.05$) bakıldığında, H₀ hipotezi reddedilmekte ve kurulan modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu kabul edilmektedir.

Tablo 8

Aktif Kârlılığı (ROA) İçin Tahminlenen Modelin Anlamlılığına İlişkin Anova Testi Sonuçları

Model	Kareler	Serbestlik Derecesi	Ortalama	F	Anlamlılık
Regresyon	2,293.056	3	764.352	24.260	0.000d
Kalıntı	3,276.647	104	31.506		
ROA Toplam	5,569.703	107			

a. Bağımlı Değişken: ROA

Tablo 9’da aktif kârlılığı (ROA) değişkeninin bağımlı değişken olarak ele alındığı regresyon denklemi için kullanılan katsayılar ve bu katsayıların anlamlılık düzeyleri gösterilmektedir. Buna göre; çalışmanın bağımlı değişkenlerini oluşturan aktif kârlılığı ile likidite oranı (0.751) ve aktif devir hızı (0.242) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, likidite oranı ve aktif devir hızındaki bir birimlik artış, işletmelerin aktif kârlılığında sırasıyla 0.75 ve 0.24 birimlik artışa neden olmaktadır. Aktif devir hızı ile aktif kârlılığı arasında bulunan pozitif ilişki, Karadeniz ve İskenderoğlu (2011)’nin çalışmalarının sonuçlarıyla uyumludur. Aktif kârlılığı ile nakit oran (-0.317) arasında ise Saldanlı (2012)’nin çalışmasında olduğu gibi negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde en önemli etkiye sahip değişken ise likidite oranıdır. Albayrak ve Akbulut (2008)’da aktif kârlılığı üzerinde etkili olan en önemli değişkenin, likidite oranı olduğu üzerinde hemfikirdir. Çalışmada kullanılan diğer değişkenler ile aktif kârlılığı arasında istatistiki anlamlılıkta herhangi bir ilişki söz konusu değildir.

Tablo 9

Aktif Kârlılığı (ROA) İçin Regresyon Analizi Sonuçları

Model	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t	Anlamlılık Düzeyi
	B	Standart Hata	Beta		
(Sabit)	-3.254	1.233		-2.639	0.010
LİKON	5.155	0.639	0.751	8.063	0.000
NAKON	-0.029	0.009	-0.317	-3.421	0.001
AKDEV	6.237	1.949	0.242	3.201	0.002

a. Bağımlı Değişken: ROA

Tablo 10'da ise modelin, öz sermaye kârlılığı (ROE_i) için tahmin edilmesi sonucunda ulaşılan istatistiki sonuçlar yer almaktadır. Modelin düzenlenmiş R² değerine bakıldığında, % 05.5 oranında düşük bir açıklama gücünün olduğu anlaşılmaktadır. Diğer bir deyişle, çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler öz sermaye kârlılığındaki değişimin 0.055'ini açıklamaktadır. Durbin Watson değeri ise 2.325 olarak bulunmuştur. Bu değer, hata terimlerinin bağımsız olduğunu yani otokorelasyon sorununun olmadığını ifade etmektedir.

Tablo 10

Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) İçin İstatistiki Sonuçlar

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Standart Hata	Değişim İstatistik Değerleri				Durbin-Watson Değeri	
					R ² Değişim	F Değişim	Sd.1	Sd.2		Anlamlılık Düzeyi
ROE	0.252a	0.064	0.055	0.210	0.064	7.198	1	106	0.008	2.325

a. Bağımlı Değişken: ROE

Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) için tahmin edilen modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını incelemek amacıyla iki hipotez oluşturulmuştur.

H₀: Model bir bütün olarak anlamlı değildir.

H₁: Model bir bütün olarak anlamlıdır.

Olasılık değeri (0.00<0.05) dikkate alındığında, oluşturulan hipotezlerden H₁ hipotezi kabul edilirken H₀ hipotezi reddedilmekte, bu ise, öz sermaye kârlılığı (ROE) için tahmin edilen modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir (Tablo 11).

Tablo 11

Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) İçin Tahminlenen Modelin Anlamlılığına İlişkin Anova Testi Sonuçları

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kareler	F	Anlamlılık Düzeyi
ROE Regresyon	3,385.110	1	3,385.110	7.198	0.008b
ROE Kalıntı	49,849.086	106	470.274		
ROE Toplam	53,234.196	107			

a. Bağımlı Değişken: ROE

Tablo 12’de de gösterildiği üzere, cari oran, öz sermaye kârlılığı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. Literatürde yer alan çalışmalarda da kârlılık ile cari oran arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkilerin varlığına yönelik sonuçlar görülmektedir. Akoto, Awunyo-Vitor & Angmor (2013), Arshad & Gondal (2013) ve Güldenci (2016) kârlılık oranları ile cari oran arasında pozitif bir ilişki saptarken, Saldanlı (2012) ile Çakır & Küçük Kaplan (2012), negatif bir ilişki saptamışlardır. Çalışmada kullanılan diğer değişkenlerin öz sermaye kârlılığı (ROE) üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Tablo 12

Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) İçin Regresyon Analizi Sonuçları

Model	Standartlaştırılmamış Katsayılar	Standartlaştırılmış Katsayılar		t	Anlamlılık Düzeyi
	B	Standart Hata	Beta		
ROE (Sabit)	-0.239	3.866		-0.062	0.951
ROE CARON	4.957	1.848	0.252	2.683	0.008

a. Bağımlı Değişken: ROE

5. Sonuç ve Değerlendirme

İşletmelerin kârlılığını etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik olarak yürütülen bu araştırmada, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer almakta olup kesintisiz olarak verilerine ulaşılan 25 işletmenin 2010-2015 dönemine ait finansal verilerinden yararlanılmıştır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer almakla birlikte gösterdikleri farklı özellikler nedeniyle gayrimenkul yatırım şirketleri ile finansal kuruluşlar, bu çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Aktif kârlılığı (ROA) ve öz sermaye kârlılığının (ROE) bağımlı değişkenlerini oluşturduğu çalışmanın bağımsız değişkenleri ise; aktif devir hızı, cari oran,

likidite oranı, nakit oran, alacak devir hızı, stok devir hızı, kaldıraç oranı, büyüklük, büyüme, aktif yapısı ve borç dışı vergi kalkanı'dır. Çalışmada, söz konusu değişkenlerin yer aldığı bir model oluşturulmuş ve her iki kârlılık değişkeni için adımsal (stepwise) çoklu regresyon analizi ile ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

Analiz sonucunda ulaşılan bulgulara göre; her iki bağımlı değişken için de hata terimleri birbirlerinden bağımsızdır yani otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Aktif Kârlılığı (ROA) için yapılan incelemede, aktif kârlılığı ile likidite oranı ve aktif devir hızı arasında istatistiki açıdan anlamlı ve pozitif bir ilişkinin olduğu gözlemlenmiştir. Aktif kârlılığı üzerinde en önemli etkiye sahip değişken likidite oranıdır. Stok düzeyi yüksek olsa dahi, döner varlıkların kısa vadeli yabancı kaynak geri ödemelerinde yeterli olması olarak ifade edilebilecek likidite, aktif kârlılığını arttırmaktadır. Bu sonuç, Albayrak & Akbulut (2008)'un aktif kârlılığı üzerinde etkili olan en önemli değişkenin likidite oranı olduğu sonucuna ulaştıkları çalışmalarıyla uyumludur. Aktif kârlılığını arttıran bir diğer değişken ise aktif devir hızıdır. Aktif devir hızı, bir işletmenin varlık kullanımına ilişkin etkinliğinin ölçüsü olup aktif devir hızının artmasıyla aktif kârlılığı da artmaktadır. Aktif devir hızı ile aktif kârlılığı arasında bulunan pozitif ilişki, Karadeniz & İskenderoğlu (2011)'nin çalışmalarının sonuçlarıyla uyumludur. Aktif kârlılığı ile nakit oranı arasında ise istatistiki olarak anlamlı ve negatif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. İşletmenin sahip olduğu hazır değerlerin, kısa vadeli yabancı kaynak geri ödemelerini karşılayamaması, işletme kârlılığını azaltıcı bir etki yaratmaktadır. Aktif kârlılığı ile nakit oran arasında saptanan bu negatif yönlü ilişki, Saldanlı (2012)'nin çalışmasını desteklemektedir. Aktif Kârlılığı (ROA) için yapılan incelemede, aktif kârlılığı ile çalışmada kullanılan diğer bağımsız değişkenlerle arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) için yapılan incelemede ise öz sermaye kârlılığı (ROE) ile cari oran arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir ilişkinin olduğu görülmüştür. Cari oranın, öz sermaye üzerinde pozitif yönlü bir etkiye sahip olması, işletmelerin kısa vadeli yabancı kaynak geri ödemelerini rahatça yapabilmelerini ifade eder ki; bu da öz sermaye kârlılığını artırır. Öz sermaye kârlılığı (ROE) ile cari oran arasındaki pozitif ilişkiye Akoto, Amunyo-Vitor & Angmor (2013), Arshad & Gondal (2013) ve Güldenci (2016) tarafından yürütülen çalışmaların sonucunda da ulaşılmıştır. Saldanlı (2012) ile Çakır & Küçük Kaplan (2012) ise, öz sermaye kârlılığı (ROE) ile cari oran arasında anlamlı bir ilişki saptamış olmakla birlikte ilişkinin yönü negatiftir. Öz Sermaye Kârlılığı (ROE) için yapılan incelemede, öz sermaye kârlılığı ile cari

oran dışındaki diğer bağımsız değişkenleri oluşturan aktif devir hızı, cari oran, likidite oranı, nakit oran, alacak devir hızı, stok devir hızı, kaldıraç oranı, büyüklük, büyüme, aktif yapısı, borç dışı vergi kalkanı arasında anlamlı bir ilişki gözlemlenmemiştir. Sonuç olarak, kârlılığı etkileyen faktörlerin saptanmasını amaçlayan bu çalışmada, kârlılık üzerindeki en etkili değişkenlerin likidite oranı, aktif devir hızı, nakit oranı ve cari oran olduğu belirlenmiştir.

Konuya ilişkin literatür göz önünde bulundurulduğunda; pek çok ülkede farklı sektör, firma, inceleme dönemi, değişkenler ve yöntem kullanılarak yürütülen çalışmaların sonuçlarının da birbirinden farklı olduğu anlaşılmaktadır. Bu çalışmanın da, diğer çalışmalardan birtakım farklılıkları ve kısıtları bulunmaktadır. İlk olarak ulaşılan bulgular, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan bazı işletmeler için yorumlanmaktadır. Diğer bir kısıt ise çalışmanın, 2010-2015 yıllarını kapsıyor olmasıdır. Bu açıdan, diğer çalışmalar için geçerli olduğu gibi, bu çalışmanın da konuya ilişkin literatürü zenginleştireceği ve bundan sonra yapılacak çalışmalara ışık tutacağı değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Akbulut, R. (2011). İMKB’de imalat sektöründeki işletmelerde işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik bir araştırma. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2), 195-206.
- Akoto, R. K., Awunyo-Vitor, D. & Angmor, P. L. (2013). Working capital management and profitability: Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms. *Journal of Economics and International Finance*, 5(9), 373-379. doi: 10.5897/JEIF2013.0539.
- Albayrak, A. S. & Akbulut, R. (2008). Kârlılığı etkileyen faktörler: İMKB sanayi ve hizmet sektörlerinde işlem gören işletmeler üzerine bir inceleme. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(7), 55-83.
- Arshad, Z. & Gondal, M. Y. (2013). Impact of working capital management on profitability a case of the Pakistan cement industry. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(2). 384-390.
- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A. (2013). The board structure and firm performance in smes: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127-135. doi: 10.1016/j.iedee.2012.12.003.
- Atmaca, M. (2016). Finansal oranlar aracılığıyla çalışma sermayesi bileşenlerinin kârlılığa etkisi: Borsa İstanbul’da işlem gören kimya, plastik ve kauçuk şirketlerinde bir araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(28), 633-649.
- Chen, L. (2012). The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Non-financial Listed Companies in Scandinavia (Unpublished master’s thesis). Aarhus University. Alınan yer <http://pure.au.dk/portal/files/48424135>.
- Çakır, M. H. & Küçükkaplan, İ. (2012). İşletme sermayesi unsurlarının firma değeri ve kârlılığı üzerindeki etkisinin İMKB’de işlem gören üretim firmalarında 2000-2009 dönemi için analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak 2012, 69-85.
- Deitiana, T. & Habibuw, L. G. (2015). Factors affecting the financial performance of property and real estate companies listed at Indonesia stock exchange. *Asian Business Review*, 5(2), 79-88.
- Demirci, N. S. (2016). İmalat sanayi sektöründe kârlılığın belirleyicileri: TCMB sektör bilançolarıyla panel veri analizi (1996-2015). *Ege Akademik Bakış*, 17(3), 381-394. Doi: 10.21121/eab.2017328404.
- Demirhan, H. G. & Anwar, W. (2014). Factors affecting the financial performance of the firms during the financial crisis: Evidence From Turkey. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 5(1), 65-80.
- Denetimnet (2018). Kurumsal Yönetim Endeksi ile İlgili Bilgiler. Alınan yer: www.denetimnet.net/Printpage.aspx?pgID=6998 (14.05.2018).

- Doğru, C. (2011). Kârlılığın belirleyicileri analizi: Teori ve orta ölçekli bir banka uygulaması. *Maliye Finans Yazıları*, 25(91), 47-75.
- Ecer, F. & Günay, F. (2014). Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarının gri ilişkisel analiz yöntemiyle ölçülmesi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 25(1), 35-48. Doi: 10.17123/atad.vol25iss195016.
- Erokyar, E. (2008). *İşletmelerde Kârlılık ve Kârlılığı Etkileyen Faktörler* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). T.C. İstanbul Üniversitesi. Alınan yer Ulusal Tez Merkezi 2501050581.
- Güdelci, E. N. (2016). İşletme düzeyinde çalışma sermayesi ve kârlılık ilişkisi-BİST'de faaliyet gösteren gübre işletmeleri üzerine bir çalışma. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 6(2-1), 183-192.
- Karadeniz, E. & İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören turizm işletmelerinin aktif kârlılığını etkileyen değişkenlerin analizi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 65-75.
- Karadeniz, E., Kaplan, F. & Günay, F. (2016). Sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisi: Borsa İstanbul turizm şirketlerinde bir araştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13(3), 38-55.
- Kendirli, S. & Çankaya, M. (2016). BİST turizm endeksindeki şirketlerde işletme sermayesi yönetiminin kârlılık üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik bir araştırma. *International Review of Economics and Management*, 4(2), 46-68. doi: 10.18825/irem.58126.
- Kindik, N. & Aslan, A. (2017). Kârlılık sürdürülebilirliği ve kârlılığı etkileyen faktörlerin analizi: Bir kooperatif işletmesi olan Konya Şeker Fabrikası. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 52(Özel Sayı), 608-626. Doi: 10.15659/3.sektor-sosyal-ekonomi.17.12.833.
- Kıracı, M. (2009). Stok yönetimi ve kârlılık ilişkisinin finansal oranlar aracılığıyla incelenmesi: İMKB imalat sektöründe bir araştırma. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 36(1), 161-195.
- Kocaman, M., Altemur, N., Aldemir, S., & Karaca S. S. (2016). Ekonomik kârlılığı etkileyen faktörler: İSO 500 sanayi işletmeleri uygulaması. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(35), 320-332.
- Külter, B. & Demirgüneş, K. (2007). Perakendeci firmalarda kârlılığı etkileyen değişkenler hisse senetleri İMKB'de işlem gören perakendeci firmalar üzerinde ampirik bir çalışma. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16,(1), 445-460.
- Öz, Y. & Güngör, B. (2007). Çalışma sermayesi yönetiminin firma kârlılığı üzerine etkisi: İmalat sektörüne yönelik panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2), 319-332.
- Raheman, A. & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability - Case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers* 3(1), 279-300.

- Saldanlı, A. (2012). Likidite ve kârlılık arasındaki ilişki-İMKB 100 imalat sektörü üzerine ampirik bir çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(16), 167-176.
- Samırkaş, M. C., Evcı, S. & Ergün, B. (2014). Türk bankacılık sektöründe kârlılığın belirleyicileri. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(8), 117-134.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Yıldız, B. & Akkoç S. (2016). Çalışma sermayesi ve kârlılık ilişkisinin keşifsel bir araçla (ANFIS) incelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), 285-308.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi.html> (14.05.2018).