

BİST TURİZM ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERDE İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN KARLILIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ ÖLÇMEYE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

Selçuk KENDİRLİ*
Muhammet ÇANKAYA**

Özet

Bu çalışmanın amacı, BİST Turizm Endeksinde yer alan işletmelerde 2010-2014 dönemindeki işletme sermayesi yönetimi ve karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Şirketlerin finansal yönetim kararlarında işletme sermayesi oldukça önemli bir yere sahiptir. Finans yöneticileri şirketlerinde bulundurdıkları işletme sermayesini en uygun düzeyde tutmanın yollarını aramaktadırlar. İşletme sermayesinin fazla tutulması ve atıl kalması durumunda karlılıktan taviz verilirken yine işletme sermayesinin düşük tutulması durumunda da borçlanma maliyetleri ortaya çıkacaktır. Bundan dolayı işletme sermayesini dengede tutmak karlılık için büyük önem arz etmektedir. Çalışmada, işletme sermayesi yönetimi nakit döngüsü ile ölçülmüştür. İşletme karlılığı ise aktif karlılığı ile ölçülmüştür. Yapılan regresyon analizleri sonucunda işletme sermayesi yönetimi ile aktif karlılığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca işletmelerin aktif büyüklükleri ve kaldıraç oranları ile aktif karlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönde ilişki bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: BİST Turizm Endeksi Şirketleri, İşletme Sermayesi, Karlılık, Çoklu Regresyon Analizi, Durbin Watson Testi

Jel Kodları: F65, O16, P45, Z33

A RESEARCH ON MEASURING IMPACT OF THE WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON PROFITABILITY IN THE BIST TOURISM INDEX

Abstract

The purpose of this study is to analyze the relationship between working capital management and firm profitability of corporations in tourism sector which are listed in BİST tourism index for the

* Assoc. Prof. Dr. Hitit University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Banking and Finance, Corum, TURKEY, selcukkendirli@hitit.edu.tr, Corresponding Author,

** Lecturer, Hitit University, Sungurlu Vocational School, Corum, TURKEY, muhammetcankaya@hitit.edu.tr

Date of submission: 08.12.2015

Date of acceptance: 11.04.2016

period of 2010-2014. The working capital has a very important place in financial management decisions for the company. Finance managers are looking for ways to keep the working capital in the most appropriate level for the company. In case of keeping the working capital in surplus and disposed of the working capital, the firm will give up from the profitability. If it takes lower working capital, this time it will arise the borrowing costs. Because of this reason, it is important to keep the working capital in balance for profitability for the firm. In this study, the working capital has measured with cash cycle. And firm profitability has measured with return on assets. After the end of regression analysis, the positive and significant relationship between working capital management and firm profitability has found. In addition analysis result is, there is significant and positive relationship between execute size of assets and leverage ratio with return on assets.

Keywords: BIST Tourism Index Corporations, Working Capital, Profitability, Multiple Regression Analysis, Durbin-Watson Test,

JEL Classification: F65, O16, P45, Z33

I. GİRİŞ

İşletmelerin verimli yönetilebilmesi adına işletme sermayesi yönetimi büyük bir öneme sahiptir. İşletme sermayesi; işletmenin sahip olduğu dönen varlıklar toplamı olarak kabul edilirken, bu tutardan kısa vadeli borçlar düşüldükten sonra kalan tutar ise net çalışma sermayesi olarak nitelendirilmektedir. İşletmelerin hem yeni yatırımlarını hem de var olan faaliyetlerini uzun vadede sürdürülebilir kılması, işletme sermayesi yönetiminin sağlıklı bir şekilde yerine getirilebilmesine bağlıdır. Bu nedenle, yapılan bir çok çalışmada işletmeye pozitif değer katabilecek optimal işletme sermayesi yönetim biçiminin tespiti üzerine odaklanılmıştır. İşletmenin hedeflediği optimal işletme sermayesi düzeyi, kârlılık ve likidite arasındaki dengenin sağlanması ile var olabilecektir (Konak ve Kendirli, 2014:114).

Bu çalışmada son beş yılda Borsa İstanbul Turizm Endeksinde (XTRZM) yer alan şirketlerin işletme sermayesi yönetimi ve karlılıkları arasındaki ilişki yıllık veriler bazında incelenmiştir. Çalışmada işletmelerin aktif karlılığını etkileyen bağımsız değişkenlerden, alacakların tahsil süresi, stok tutma süresi, nakit döngüsü, toplam aktif büyüklüğü, satışların büyüme oranı ve kaldıraç oranı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada öncelikle işletme sermayesi yönetimi ve işletme karlılığıyla ilgili bilgiler verilmiştir. Akabinde uluslararası ve ulusal düzeyde bu alanda yapılmış çalışmalar ve sonuçlarına yer verilmiştir. Literatür bilgisinden sonra çalışmada kullanılan veriler çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır.

II. İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ VE İŞLETME KARLILIĞI İLİŞKİSİ

İşletme finansmanının teorik yapısını sermaye bütçelemesi, sermaye yapısı ve işletme sermayesi yönetimi olmak üzere üç konu başlığı altında ele almak mümkündür. Bunlardan sermaye yapısı ve sermaye bütçelemesi kararları uzun vadeli sermayenin temin edilmesi ve yönetilmesi ile ilgilidir. Ancak işletme sermayesi yönetimi ise işletme faaliyetlerinde devamlılığın sağlanması için gerekli olan kısa vadeli finansman ile ilgilidir. İşletme sermayesi kısaca cari dönen varlıklar olarak da tanımlanmaktadır. Literatürde işletme sermayesi; brüt ve net işletme sermayesi olarak çeşitlendirilmektedir. Brüt işletme sermayesi; dönen varlıklar olarak ifade edilirken, net işletme sermayesi, dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle net işletme (çalışma) sermayesi; dönen varlıkların uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklar ile finanse edilen kısmıdır (Şamiloğlu ve Akgün, 2010:119). Net işletme sermayesi, işletmenin bir yıldan daha kısa süreli borçlarını ödemek ve yükümlülüklerini yerine getirmek için kullanılabilir durumda tuttuğu bir güvenlik payıdır (Mucuk, 2008: 149-150). Net işletme sermayesindeki yatırımlar bir yıldan daha kısa sürede ve işletmenin faaliyet döngüsü ile elde edilecek sermaye olarak değerlendirilebilir. Dolayısıyla net işletme sermayesi, faaliyetlerle ilgili ortaya çıkabilecek nakit ihtiyaçlarını karşılamak için likidite potansiyelini temsil eder (Albayrak ve Akbulut, 2012:196). İşletme sermayesinin unsurları, satılan mal ve hizmetlerin karşılıklarının ödenmesiyle işletmeye döner ve sürekli bir akış ve değişim içinde bulunurlar. Bunlar, mamuller, yarı mamuller, hammaddeler, yardımcı maddeler, yakıt maddeleri, banka ve kasadaki paralar, bir yıldan kısa süreli ticari alacaklar ve alacak senetleri, peşin ödenmiş giderler, sermayenin ödenmemiş kısmı gibi çok çeşitli kalemlerden oluşur.

Şirketlerdeki finans yöneticileri işletme sermayesini en uygun düzeyde tutabilmek adına ciddi çabalar sarf etmektedir. Bir işletmede net işletme sermayesinin düşük ya da fazla seviyede tutulması, şirketin etkin yönetilebilmesi adına önemli bir etkiye sahiptir. Öyle ki; net işletme sermayesinin düşük tutulması firma karlılığını artırıcı bir politika olmakla birlikte, aynı zamanda, firmanın riskini de artırıcı etkiye sahiptir. Kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının makul seviyeleri aşması, işletmeyi likidite sıkıntısına düşürerek bazı durumlarda borçların vadesinde ödenememesine yol açabilmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı gereğinden fazla arttığında ise, risk ve karlılık da düşük olacaktır. Sonuç olarak işletme karlılığını en yüksek seviyeye çıkarabilmek adına işletme sermayesinin ne miktarda olması gerektiği hususu büyük önem taşımaktadır. İşletme sermayesinin eksik olması durumunda:

- Hazır değerlerde; nakit yetersizliği, likidite riski artışı, yükümlülükleri yerine getirememe,
- Alacaklarda; alacaklarda azalış, satış hacminde daralma, iskontolu tahsilatlarda artış,
- Stoklarda; yüksek stok devir hızı, düşük kaliteli hammadde alımı, yüksek tedarik maliyeti, karşılanamayan talepler,
- Satışlarda; satış fırsatlarının kaçırılması, ciroda düşüş, yetersiz satış hacmi, pazar payı azalması,
- Firma değerinde; düşük cari oran, kazanç oranının düşmesi, işletme sermayesi devir hızının yükselmesi ve kısa vadeli yabancı kaynak kullanımında yetersizlik gibi durumlar ortaya çıkmaktadır.

İşletme sermayesinin fazla olması durumunda ise:

- Hazır değerlerde; artış, atıl fonlar ve nakit birikimi,
- Alacaklarda; düşük alacak devir hızı, şüpheli alacaklarda artış, ortalama tahsilat süresinin uzaması, tahsil edilemeyen alacaklar,
- Stoklarda; düşük stok devir hızı, niteliği bozulmuş stoklar, maliyetlerde artış, stok bulundurma maliyeti artışı,
- Kaynaklarda; yüksek borçlanma, finansman maliyeti artışı, kredi riski artışı, fırsatların değerlendirilmemesi, kaynak etkinliğinin azalması,
- Firma değerinde; cari oranın yükselmesi, kazanç oranının düşmesi, işletme sermayesi devir hızının düşmesi, temettü oranının düşmesi gibi durumlar ortaya çıkmaktadır (<http://www.besfin.com/pro/1365012432-IsletmeSermayesiYonetimi.pdf>).

İşletme sermayesi yönetiminde likidite ve karlılık ilişkisi araştırılırken en çok kullanılan ölçüt nakit döngüsüdür (Şamiloğlu ve Demirgüneş, 2008: 45). Nakit döngüsü; alacak tahsil süresi ve stok tutma süresinin toplamından borçların ortalama vadesinin düşülmesi ile hesaplanmaktadır. Nakit dönüş süresi aynı zamanda; alımlar için yapılan ödemeler ile satışlardan sağlanan nakit girişleri arasında geçen süredir. Bu sürenin fazla olması çalışma sermayesine yapılan yatırımın fazlalığının ve daha fazla kaynak ihtiyacının göstergesidir (Coşkun ve Kök, 2011: 77).

İşletme sermayesi yönetimi şirketlerin karlılık ve risklerini etkilemesi nedeniyle çok önemli bir kavramdır ve karlılığı artırma amacıyla yapılan tercihler, riskleri arttırırken tam tersi yöndeki kararlar ise karlılığı ve riski azalttığından bu alandaki yatırımlar karlılık ve risk arasında bir tercihte bulunulmasını gerekli kılmaktadır. İşletme sermayesi yönetiminin karlılıkla olan ilişkisini ölçmek amacıyla yapılan çalışmaların genel olarak optimum stok yönetimi, optimum ticari alacaklar yönetimi ve nakit döngüsü üzerinde yoğunlaştığı ve bu çalışmalardan nakit döngüsü ile karlılık arasında güçlü ilişkiler olduğu yönünde sonuçlara ulaşıldığı belirtilmiştir (Akbulut, 2011:197). Bu çalışmada da işletme sermayesi yönetimi ile ilgili nakit döngüsü üzerinde durulacaktır.

III. TÜRKİYE'DE TURİZM

Dünya ekonomisinde hızla gelişen sektörlerden biri de turizm sektörüdür. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik kalkınmanın bir aracı olarak görülen turizm sektörü milli gelire olan katkısının yanı sıra, sağladığı döviz geliri ile dış açıkların giderilmesi ve ödemeler bilançosunun iyileştirilmesi yönündeki özelliğiyle de ülke ekonomisi açısından önemli rol oynamaktadır. Turizmin, yeni istihdam fırsatlarını ortaya çıkarması, işsizlik oranının yüksek olduğu ülkeler açısından önemli bir sektör konumundadır (Yavuz, 2006:162).

Türkiye’de 1980’li yıllarla birlikte turizm sektöründe bir canlanma baş göstermiştir. Turizmin, Türkiye ekonomisi içindeki hızlı yükselişinde hiç kuskusuz, 1982 yılında çıkarılan 2634 sayılı “Turizmi Teşvik Kanunu” ile sektöre sağlanan yatırım teşviklerinin ve mali desteğin çok önemli bir yeri bulunmaktadır (Çoban ve Özcan, 2013: 244). Turizm sektörünün Türkiye GSMH’sı içindeki payı, 1980 yılında %0,6’dan 2012 yılında % 3,7’ye; yine ihracat geliri içindeki payı aynı yıllar için %11,2’den % 19,2’ye; dış ticaret açığını kapama payı ise %6,5’den % 43,75’e çıkmıştır. Türkiye Seyahat Acentaları Birliği (TÜRSAB) verilerine göre 2014 yılında 41,4 milyon ziyaretçi ve 34,3 milyar dolar gelir elde edilmiştir. Bu rakamlar çerçevesinde Dünya’da turist sayısında 7’nci sıraya yükselen Türkiye, elde edilen gelir sıralamasında ise 9’uncu sırada yer almaktadır.

Günümüzde turizm sektöründe artan talebi karşılamak amacıyla dünyada ve ülkemizde birçok turizm işletmesi açılmakta, sadece yerel değil küresel olarak da yoğun bir rekabet yaşanmaktadır. Bu yoğun rekabet ortamında, sektördeki işletmelerin başarılı olabilmeleri için, öncelikli olarak finansal açıdan güçlü olmaları ve güçlü finansal yapılarını amaçları doğrultusunda koruyarak, yönetmeleri gerekmektedir (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011: 65).

IV. BORSA İSTANBUL VE TURİZM ENDEKSİ

Borsa İstanbul (BİST), 6 Aralık 1985 tarihinde faaliyetlerine başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsa’sında (İMKB) yapılan değişiklikler ve sonrasında 30 Aralık 2012 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 138. maddesi uyarınca kurulmuş, kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir

araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek gibi amaçları olan özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir kurumdur (<http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda>).

Borsa İstanbul içerisinde yer alan şirketler çok farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır. Bu sektörlerin farklı olması şirketlerin değerlendirmeleri yapılırken bazı zorlukların oluşmasına neden olmaktadır. Bankacılık hizmeti veren bir şirketin finansal oranlarını madencilik sektöründe yer alan bir işletmenin finansal oranları ile karşılamak çok mantıklı olmayacağından bu şirketler faaliyetleri ile ilgili alt sektörler ve bu sektörler de bir ortalama değer alınması amacıyla endekslere bölünmüştür. Bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden oluşan oransal değişimi ölçmeye yarayan bir gösterge olan endeks aracılığıyla olaylar tek bir rakama indirgenerek sonuçlar hakkında daha doğru bilgiler sağlanabilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 92).

Borsa İstanbul içerisinde birçok endeks yer almakta ve bu endeksler sayesinde işletmeler hakkında değerlendirmeler yapmak daha da kolaylaşmaktadır. Turizm işletmelerinin yer aldığı Turizm Endeksi, XTRZM olarak kodlandırılmış ve 27 Aralık 1996 tarihinden itibaren işlem görmektedir. Endeks bünyesinde; Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş., Martı Otel İşletmeleri A.Ş., Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş., Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. ve Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. şirketleri bulunmaktadır.

V. LİTERATÜR ÖZETİ

Üretim işletmelerinin işletme sermayesi yönetimi ile aktif karlılıkları arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik birçok çalışma olmasına rağmen turizm ve restoran işletmeciliği ile ilgili benzer çalışmalar incelendiğinde çalışmaların çok kısıtlı sayıda olduğu görülmektedir. Bu çalışmaların ilkinde Sheel (1994), çalışmasında otel işletmelerindeki sermaye yapısı kararlarını incelemiş ve otel işletmelerindeki borç kullanımının karlılık düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğunu saptamıştır (Aktaran: Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011: 67).

Konuyla ilgili diğer bir çalışmada Yoon ve Jang (2005), Amerika'daki restoran endüstrisindeki finansal kaldıraç düzeyi ve şirket aktif büyüklüğünün karlılık ve risk üzerindeki etkisini 1998-2003 dönemine ait verilerle incelemiştir. Çalışma sonunda, işletme büyüklüğünün firma karlılığı üzerinde kaldıraç düzeyinden daha baskın bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Ayrıca büyük

şirketlerin daha fazla özkaynak getirisi sağladığı ve düşük finansal kaldırıca sahip küçük firmaların büyük işletmelere göre daha riskli oldukları saptanmıştır.

Kandır vd. (2008), turizm gelirlerinin milli gelire oranı ve turizm işletmelerinin doluluk oranındaki gelişmeler ile Türk turizm işletmelerinin finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda turizm gelirlerinin milli gelire oranı ile Türk turizm işletmelerinin finansal performansları arasındaki ilişki negatif yönlü olarak saptanırken, Türk turizm işletmelerinin doluluk oranları ile turizm işletmelerinin finansal performansları arasında doğru yönde bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Karadeniz ve İskenderoğlu (2011) halka açık turizm işletmelerinde aktif karlılığı etkileyen değişkenleri analiz etmiş ve bu bağlamda hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören turizm işletmelerinin 2002–2009 yılları arasındaki verileri üzerinde bütünleşik regresyon (pooled OLS) yöntemiyle analiz gerçekleştirmişlerdir. Çalışma sonucunda kaldıraç oranının aktif karlılık üzerinde negatif, ölçek, pazar payı, net işletme sermayesi devir hızı ve aktif devir hızının ise pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca alacak devir hızı ile stok devir hızının aktif karlılık üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Ecer ve Günay (2014) turizm şirketlerinin finansal performanslarını finansal oranlardan yararlanarak ölçmektir. Bu amaçla çalışmada Gri İlişkisel Analiz (GİA) yönteminden yararlanılmış ve Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören dokuz turizm şirketinin 2008-2012 dönemine ilişkin finansal performansı likidite, kaldıraç, kârlılık ve faaliyet göstergeleri kapsamındaki on yedi finansal orana göre değerlendirilmiştir. Elde edilen bulgulara göre turizm şirketlerinin finansal performanslarının ölçülmesinde en önemli gösterge kaldıraç göstergesidir. Kaldıraç göstergesinde etkinlik değerleri %43-%87 aralığında bulunmuştur. Kaldıraç göstergesini sırasıyla kârlılık, faaliyet ve likidite göstergeleri izlemektedir.

VI. BİST TURİZM ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERDE İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN KARLILIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZ EDİLMESİ

BİST Turizm Endeksindeki işletmelerde işletme sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla 2010-2014 yılları arasında turizm sektöründe yer alan ve beş yıl boyunca sürekli olarak faaliyet gösteren beş firma analize dahil edilmiştir. Analizde firmaların yıllık verileri esas alınmıştır. Veriler, internet ortamında şirketlerin web siteleri ve Borsa İstanbul'un web sayfalarından elde edilmiştir. Bu veriler, çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiş ve değerlendirmeler yapılmıştır.

Borsa İstanbul Turizm Endeksi'nde işlem gören şirketlerin pazar payları Tablo I'de gösterilmektedir. BİST Turizm Endeksi'nde yer alan şirketlerin pazar payları hesaplanırken yalnızca turizm endeksinde yer alan şirketlerin satış hacimleri toplamı göz önünde bulundurulmuştur. Endeks haricinde olan şirketlerin satışları değerlendirmeye alınmamıştır. Buna göre Tablo I'deki pazar payı verilerine bakıldığında 2014 yılında en fazla pazar payına sahip şirket %47,17 oranıyla Martı Otel İşletmeleri A.Ş.'dir. Bu şirketi sırasıyla Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. (%22,52), Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. (%20,18), Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (%7,51) ve son olarak Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. (%2,63) izlemektedir.

Tablo I: BİST Turizm Endeksindeki Şirket Bilgileri

Şirket Adı	Ticaret Tescil Tarihi	Borsaya Kote Olduğu Tarih	Endekste Pazar Payı % (2014)	Merkez Adresi
Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	17.02.1986	28.08.1987	2,63	Antalya
Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	08.03.1967	09.02.1990	47,17	İstanbul
Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş.	06.02.1975	07.11.1990	22,52	İstanbul
Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.	06.10.1987	10.08.2000	7,51	İstanbul
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	05.12.1990	24.02.2011	20,18	Ankara

VI.I. Bağımlı Değişken

Çalışmada işletme sermayesi yönetiminin şirketlerin karlılıkları üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Bu oran, şirketin faaliyetlerinde kullandığı varlıklarını ne derece etkin kullandığını bir başka ifadeyle varlıkları üzerinden ne kadar gelir sağladığını göstermektedir ve şu şekilde hesaplanmaktadır:

Aktif Karlılık Oranı (AK): Net Kar/Toplam Aktif

VI.II. Bağımsız Değişkenler

Çalışmada işletme sermayesi yönetimi ile ilgili olarak kullanılan bağımsız değişkenler; alacakların ortalama tahsil süresi (ATS), stok tutma (devir) süresi (STS), nakit döngüsü (ND) ve borçların ortalama vadesidir (BOV). Bu değişkenler aşağıdaki gibi formüle edilerek hesaplanmıştır (Akbulut, 2011:199):

Alacakların Ortalama Tahsil Süresi (ATS): $365x$ (Kısa Vadeli Ticari Alacaklar/ Net Satışlar)

Stok Tutma (Devir) Süresi (STS): 365x (Stoklar/Satışların Maliyeti)

Nakit Döngüsü (ND): ATS+STS-BOV

Borçların Ortalama Vadesi (BOV): 365x (Kısa Vadeli Ticari Borçlar/ Satışların Maliyeti)

Çalışmada kullanılan diğer bağımsız değişkenler ise, karlılıkla ilişkisi olan aktif büyüklüğü (AKTİF), satışlardaki değişimi gösteren satışlardaki büyüme oranı ve kaldıraç oranıdır (KALD). Bu değer ve oranlar aşağıda gösterildiği şekilde formüle edilerek hesaplanmıştır (Akbulut, 2011:199):

Aktif Büyüklüğü (AKTİF) = Toplam Aktif

Satışların Büyüme Oranı (SBO): (Net Satışlar - Net Satışlar -1) / Net Satışlar -1

Kaldıraç Oranı (KALD): Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar

Çalışmada yedi adet bağımsız değişken ve bir adet bağımlı olmak üzere toplam sekiz adet değişken kullanılmıştır.

VI.III. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli

Çalışmada bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler çoklu doğrusal regresyon analizi ile ortaya konulmuştur. Birden fazla bağımsız değişkenin bir bağımlı değişken ile ilişkisi Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ile analiz edilmektedir (Kalaycı, 2010: 259). Modelde yer alan değişkenlerin değerleri firmaların beş yıllık ortalama değerleridir. Söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiler yıllık olarak analiz edilmiştir. Model ve modelde yer alan değişkenler aşağıda görüldüğü gibidir:

$$AK_i = \alpha + \beta_1 ATSi + \beta_2 STSi + \beta_3 NDi + \beta_4 AKTİFi + \beta_5 SBO_i + \beta_6 KALDi + \beta_7 BOVi + \epsilon$$

K_i = i firmasının aktif karlılığı

$ATSi$ = i firmasının alacak tahsil süresi

$STSi$ = i firmasının stok tutma süresi

NDi = i firmasının nakit döngüsü

$AKTİFi$ = i firmasının toplam aktifleri

SBO_i = i firmasının satışlarının büyüme oranı

- KALDi = i firmasının kaldıraç oranı
 BOVi = i firmasının borçlarının ortalama vadesi
 β_i = i firmasının tahmin edilen beta katsayıları
 ϵ_i = hata terimidir

VI.IV. Bulgular

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler çoklu doğrusal regresyon modeli ile analiz edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo II’de gösterilmiştir

Tablo II: Değişkenler Bazında 5 Yıllık Ortalama Değerler

Değişkenler	Ortalama	St. Sapma	Gözlem Sayısı
AKTİF KARLILIK	0,02404	0,064888	25
ALACAK TAHSİL SÜRESİ (gün)	88,20	83,951	25
STOK TUTMA SÜRESİ (gün)	90,60	126,438	25
NAKİT DÖNGÜSÜ (gün)	98,44	152,396	25
TOPLAM AKTİF (TL)	323.929.744,48	330.547.976,10	25
SATIŞLARIN BÜYÜME ORANI	0,10324	0,267307	25
KALDIRAÇ ORANI	0,29524	0,239493	25
BORÇLARIN ORTALAMA VADESİ (gün)	80,36	39,801	25

Tablo II’ye bakıldığında işletmelerin beş yıllık ortalama aktif karlılıkları %2,4, alacak tahsil süreleri 88 gün, stok tutma süreleri yaklaşık 91 gün ve nakit döngülerinin de 98 gün olarak gerçekleştiği görülmektedir. Borçların ortalama vadesi 80 gün olarak gerçekleşmiştir. Şirketlerin ortalama aktif büyüklükleri 323.929.744-TL, satışlardaki ortalama büyüme oranı %10,32 ve son olarak da ortalama kaldıraç oranlarının %29,52 olduğu görülmektedir.

XTRZM endeksinde yer alan şirketlerin 2010-2014 döneminde aktif karlılık oranları, alacak tahsil süreleri, stok tutma süreleri, nakit döngüsü süreleri, aktif büyüklükleri, satışlarındaki büyüme oranları ve kaldıraç oranları ortalamaları yıllar bazında tablolar halinde aşağıda gösterilmektedir.

Tablo IIIa’daki değerlere bakıldığında Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.’nin 2010-2014 yıllarını kapsayan beş yıllık süreçteki aktif karlılık ortalamasının %5,12 olduğu görülmektedir.

Sektörün beş yıllık aktif karlılık oranı %2,4 olduğu göz önünde bulundurulduğunda şirketin sektör ortalamasına göre daha yüksek aktif karlılık oranı ile faaliyetlerini sürdürdüğü söylenebilir. 2010-2014 döneminde şirketin alacaklarını tahsil etme süresi ortalaması yaklaşık 12 gündür ve bu süre aynı dönemdeki sektör ortalaması olan 88 günün oldukça altında bir değer olarak göze çarpmaktadır. Şirket alacaklarını oldukça hızlı bir sürede tahsil edebilmektedir. Şirketin aynı dönemdeki stok tutma süresi ortalaması yaklaşık 10 gündür ve bu sayı sektör ortalamasına göre oldukça düşüktür. İşletmenin stoklarını çok kısa bir sürede nakde çevirebildiği söylenebilir. Aynı dönemdeki nakit döngüsü değerlerinin ortalamasına bakıldığında -5,8 gün olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönem için nakit döngüsü ortalamasının 98 gün olduğu göz önünde bulundurulduğunda işletmenin kısa vadeli alacak ve stoklarını düşük seviyede tutmasının nakit döngüsünün eski değerde olmasına neden olduğu söylenebilir. Yine aynı dönem için şirketin aktif büyüklüğü ortalamasının 53 milyon TL olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönemdeki aktif büyüklüğü ortalaması 323,9 milyon TL olduğundan şirketin sektör ortalamasının oldukça altında aktif büyüklüğe sahip olduğu söylenebilir. İşletmenin 2010-2014 döneminde satışlarındaki büyüme oranı ortalamasına bakıldığında her yıl %12,38 oranında satış hacminin daraldığı söylenebilir. Bu dönemde sektörün satışlardaki büyüme ortalaması ise %10,32 oranında artmaktadır. Şirketin beş yıllık dönemde sahip olduğu kaldıraç oranı ortalaması %7,44 seviyelerindedir. Aynı dönemde sektörün ortalaması %29,52 olduğundan şirketin sektöre oranla daha düşük bir kaldıraç oranı ile çalıştığı söylenebilir. Son olarak işletmenin borçlarının ortalama vadesi 27,2 gündür. Aynı döneme ait sektör ortalaması ise 80,36 gündür. Bu durumda işletmenin borçlarını ödeme süresinin sektöre oranla çok daha kısa süreli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo IIIa: Yıllar İtibariyle Marmaris Altinyunus A.Ş.'nin Değişken Değerleri

ŞİRKET	DEĞİŞKENLER								YIL
	AK	ATS	STS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	
MARMARIS ALTINYUNUS	0,053	9	2	-14	55.070.606	-0,161	0,022	25	2014
	0,020	10	1	1	52.248.722	-0,503	0,025	11	2013
	0,058	9	9	-13	56.827.200	-0,242	0,104	31	2012
	0,077	14	12	-17	53.648.176	0,200	0,113	43	2011
	0,048	17	24	14	48.717.013	0,087	0,108	26	2010
ORTALAMA	0,0512	11,8	9,6	-5,8	53.302.343	-0,1238	0,0744	27,2	2010-2014
SEKTÖRORTALAMASI	0,02404	88,20	90,60	98,44	323.929.744	0,10324	0,29524	80,36	2010-2014

Tablo IIIb'deki değerlere bakıldığında Marmaris Martı A.Ş.'nin 2010-2014 yıllarını kapsayan beş yıllık süreçteki aktif karlılık ortalamasının $-3,33$ olduğu görülmektedir. Şirketin bu dönemde zarar ettiği ve sektörün beş yıllık aktif karlılık oranının $2,4$ olduğu göz önünde bulundurulduğunda şirketin sektör ortalamasına göre oldukça kötü aktif karlılık oranı ile faaliyetlerini sürdürdüğü söylenebilir. 2010-2014 döneminde şirketin alacaklarını tahsil etme süresi ortalaması yaklaşık 137 gündür ve bu süre aynı dönemdeki sektör ortalaması olan 88 günün oldukça üzerinde bir değer olarak göze çarpmaktadır. Şirket alacaklarını yaklaşık 4,5 ay sonra tahsil edebilmektedir. Şirketin aynı dönemdeki stok tutma süresi ortalaması yaklaşık 218 gündür ve bu sayı sektör ortalaması olan 91 güne göre oldukça yüksek seviyededir. İşletmenin stoklarını çok geç nakde çevirebildiği söylenebilir. Şirketin aynı dönemdeki nakit döngüsü değerleri ortalamasının 252 gün olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönem için nakit döngüsü ortalamasının 98 gün olduğu göz önünde bulundurulduğunda işletmenin kısa vadeli alacak ve stoklarını yüksek seviyede tutması, ayrıca borçlarının ortalama vadesini kısa tutmasının nakit döngüsünün yüksek değerde olmasına neden olduğu söylenebilir. Yine aynı dönem için şirketin aktif büyüklüğü ortalamasının 357 milyon TL olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönemdeki aktif büyüklüğü ortalaması 323,9 milyon TL olduğundan şirketin sektör ortalamasının biraz üzerinde aktif büyüklüğe sahip olduğu söylenebilir. İşletmenin 2010-2014 döneminde satışlarındaki büyüme oranı ortalamasına bakıldığında her yıl $19,86$ oranında satış hacminin arttığı söylenebilir. Bu dönemde sektörün satışlardaki büyüme ortalaması ise $10,32$ oranında artmaktadır. Şirketin beş yıllık dönemde sahip olduğu kaldıraç oranı ortalaması $61,6$ seviyelerindedir. Aynı dönemde sektörün ortalaması $29,52$ olduğundan şirketin sektöre oranla çok yüksek bir kaldıraç oranı ile çalıştığı söylenebilir. Son olarak işletmenin borçlarının ortalama vadesi 103,4 gündür. Aynı döneme ait sektör ortalaması ise 80,36 gündür. Bu durumda işletmenin borçlarını ödeme süresinin sektöre oranla daha uzun süreli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo IIIb: Yıllar İtibariyle Martı Otel İşletmeleri A.Ş.'nin Değişken Değerleri

ŞİRKET	DEĞİŞKENLER								YIL
	AK	ATS	STS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	
MARMARİS MARTI	-0,099	76	72	54	467.165.574	0,184	0,827	95	2014
	-0,038	152	96	86	455.270.051	0,086	0,697	162	2013
	-0,026	140	312	368	344.476.029	0,356	0,552	84	2012
	-0,019	154	386	448	278.886.648	0,226	0,402	91	2011
	0,014	162	225	302	241.242.881	0,141	0,602	85	2010
ORTALAMA	-0,0336	136,8	218,2	251,6	357.408.237	0,1986	0,616	103,4	2010-2014
SEKTORTALAMASI	0,02404	88,20	90,60	98,44	323.929.744	0,10324	0,29524	80,36	2010-2014

Tablo IIIc'deki değerlere bakıldığında Net Turizm A.Ş.'nin 2010-2014 dönemindeki aktif karlılık ortalamasının %11,2 olduğu görülmektedir. Sektörün beş yıllık aktif karlılık oranının %2,4 olduğu göz önünde bulundurulduğunda şirketin sektör ortalamasına göre oldukça yüksek aktif karlılık oranı ile faaliyetlerini sürdürdüğü söylenebilir. 2010-2014 döneminde şirketin alacaklarını tahsil etme süresi ortalaması yaklaşık 8 gündür ve bu sürenin aynı dönemdeki sektör ortalaması olan 88 günün oldukça altında bir değer olduğu göze çarpmaktadır. Şirket alacaklarını bir hafta gibi bir sürede tahsil edebilmektedir. Şirketin aynı dönemdeki stok tutma süresi ortalaması yaklaşık 117 gündür ve bu sayı sektör ortalaması olan 91 güne göre yüksek seviyededir. İşletmenin stoklarını yaklaşık 4 ay gibi bir sürede nakde çevirebildiği söylenebilir. Şirketin aynı dönemdeki nakit döngüsü değerleri ortalamasının 70 gün olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönem için nakit döngüsü ortalamasının 98 gün olduğu göz önünde bulundurulduğunda işletmenin nakit döngüsünün sektör ortalamasından daha yüksek değerde olduğu söylenebilir. Yine aynı dönem için şirketin aktif büyüklüğü ortalamasının yaklaşık olarak 836 milyon TL olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönemdeki aktif büyüklüğü ortalaması 323,9 milyon TL olduğundan şirketin sektör ortalamasının oldukça üzerinde aktif büyüklüğe sahip olduğu söylenebilir. İşletmenin 2010-2014 döneminde satışlarındaki büyüme oranı ortalamasına bakıldığında her yıl %12,36 oranında satış hacminin arttığı söylenebilir. Bu dönemde sektörün satışlardaki büyüme ortalaması ise %10,32 oranında artmaktadır. Şirketin beş yıllık dönemde sahip olduğu kaldıraç oranı ortalaması %19,48 seviyelerindedir. Aynı dönemde sektörün ortalaması %29,52 olduğundan şirketin sektöre oranla daha düşük bir kaldıraç oranı ile çalıştığı söylenebilir. Son olarak işletmenin borçlarının ortalama vadesi 54,4 gündür. Aynı döneme ait sektör ortalaması ise 80,36 gündür. Bu durumda işletmenin borçlarını ödeme süresinin sektöre oranla daha kısa süreli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo IIIc: Yıllar itibariyle Net Turizm A.Ş.'nin Değişken Değerleri

ŞİRKET	DEĞİŞKENLER								YIL
	AK	ATS	STS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	
NET TURİZM	0,145	2	22	-20	1.365.548.349	0,187	0,110	43	2014
	0,148	19	25	-41	1.183.294.364	-0,052	0,175	85	2013
	0,035	3	17	-55	695.528.793	-0,255	0,328	75	2012
	0,069	2	108	81	550.305.619	0,477	0,263	29	2011
	0,166	15	412	387	383.213.996	0,261	0,098	40	2010
ORTALAMA	0,1126	8,2	116,8	70,4	835.578.224	0,1236	0,1948	54,4	2010-2014
SEKTÖRORTALAMASI	0,02404	88,20	90,60	98,44	323.929.744	0,10324	0,29524	80,36	2010-2014

Tablo III d'deki değerlere bakıldığında Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.'nin 2010-2014 dönemindeki aktif karlılık ortalamasının %1,14 olduğu görülmektedir. Sektörün beş yıllık aktif karlılık oranının %2,4 olduğu göz önünde bulundurulduğunda şirketin sektör ortalamasına göre düşük aktif karlılık oranı ile faaliyetlerini sürdürdüğü söylenebilir. 2010-2014 döneminde şirketin alacaklarını tahsil etme süresi ortalaması yaklaşık 143 gündür ve bu sürenin aynı dönemdeki sektör ortalaması olan 88 günün oldukça üzerinde bir değer olduğu göze çarpmaktadır. Şirket alacaklarını yaklaşık 5 ay sonra tahsil edebilmektedir. Şirketin aynı dönemdeki stok tutma süresi ortalaması 18 gündür ve bu sayı sektör ortalaması olan 91 güne göre düşük seviyededir. İşletmenin çok düşük stok seviyesi ile çalıştığı söylenebilir. Şirketin aynı dönemdeki nakit döngüsü değerleri ortalamasının 50 gün olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönem için nakit döngüsü ortalamasının 98 gün olduğu göz önünde bulundurulduğunda işletmenin nakit döngüsünün sektör ortalamasından daha düşük değerde olduğu söylenebilir. Yine aynı dönem için şirketin aktif büyüklüğü ortalamasının yaklaşık olarak 194 milyon TL olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönemdeki aktif büyüklüğü ortalaması 323,9 milyon TL olduğundan şirketin sektör ortalamasının oldukça altında aktif büyüklüğe sahip olduğu söylenebilir. İşletmenin 2010-2014 döneminde satışlarındaki büyüme oranı ortalamasına bakıldığında her yıl %20,26 oranında satış hacminin arttığı söylenebilir. Bu dönemde sektörün satışlardaki büyüme ortalaması ise %10,32 oranında artmaktadır. Şirketin beş yıllık dönemde sahip olduğu kaldıraç oranı ortalaması %10,38 seviyelerindedir. Aynı dönemde sektörün ortalaması %29,52 olduğundan şirketin sektöre oranla daha düşük bir kaldıraç oranı ile çalıştığı söylenebilir. Son olarak işletmenin borçlarının ortalama vadesi 110,8 gündür. Aynı

döneme ait sektör ortalaması ise 80,36 gündür. Bu durumda işletmenin borçlarını ödeme süresinin sektöre oranla daha uzun süreli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo III'd: Yıllar İtibariyle Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.'nin Değişken Değerleri

ŞİRKET	DEĞİŞKENLER								YIL
	AK	ATS	STS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	
TEK-ART İNŞAAT TİCARET TURİZM	0,010	352	18	272	222.927.506	-0,060	0,203	98	2014
	0,013	80	24	-6	197.416.459	0,431	0,112	110	2013
	0,010	142	4	49	189.610.790	-0,050	0,089	97	2012
	0,016	53	4	-53	180.468.639	0,102	0,053	110	2011
	0,008	87	40	-12	178.977.567	0,590	0,062	139	2010
ORTALAMA	0,0114	142,8	18	50	193.880.192	0,2026	0,1038	110,8	2010-2014
SEKTÖRORTALAMASI	0,02404	88,20	90,60	98,44	323.929.744	0,10324	0,29524	80,36	2010-2014

Tablo III'e'deki değerlere bakıldığında Ütopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.'nin 2010-2014 dönemindeki aktif karlılık ortalamasının $-2,14$ olduğu görülmektedir. Şirketin bu dönemde zarar ettiği ve sektörün beş yıllık aktif karlılık oranının $2,4$ olduğu göz önünde bulundurulduğunda şirketin sektör ortalamasına göre oldukça kötü aktif karlılık oranı ile faaliyetlerini sürdürdüğü söylenebilir. 2010-2014 döneminde şirketin alacaklarını tahsil etme süresi ortalaması 141 gündür ve bu sürenin aynı dönemdeki sektör ortalaması olan 88 günün oldukça üzerinde bir değer olduğu göze çarpmaktadır. Şirket alacaklarını yaklaşık 4,5 ay sonra tahsil edebilmektedir. Şirketin aynı dönemdeki stok tutma süresi ortalaması 90 gündür ve bu sayı sektör ortalaması olan 91 günle hemen hemen aynı seviyededir. Şirketin aynı dönemdeki nakit döngüsü değerleri ortalamasının 126 gün olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönem için nakit döngüsü ortalamasının 98 gün olduğu göz önünde bulundurulduğunda işletmenin nakit döngüsünün sektör ortalamasından daha yüksek değerde olduğu söylenebilir. Yine aynı dönem için şirketin aktif büyüklüğü ortalamasının 179 milyon TL olduğu görülmektedir. Sektörün aynı dönemdeki aktif büyüklüğü ortalaması 323,9 milyon TL olduğundan şirketin sektör ortalamasının oldukça altında aktif büyüklüğe sahip olduğu söylenebilir. İşletmenin 2010-2014 döneminde satışlarındaki büyüme oranı ortalamasına bakıldığında her yıl $11,52$ oranında satış hacminin arttığı söylenebilir. Bu dönemde sektörün satışlardaki büyüme ortalaması ise $10,32$ oranında artmaktadır. Şirketin beş yıllık dönemde sahip olduğu kaldıraç oranı ortalaması $48,72$ seviyelerindedir. Aynı dönemde sektörün ortalaması $29,52$ olduğundan şirketin

sektörün oldukça üzerinde bir kaldıraç oranı ile çalıştığı söylenebilir. Son olarak işletmenin borçlarının ortalama vadesi 106 gündür. Aynı döneme ait sektör ortalaması ise 80,36 gündür. Bu durumda işletmenin borçlarını ödeme süresinin sektöre oranla daha uzun süreli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo III: Yıllar İtibariyle Ütopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.’nin Değişken Değerleri

ŞİRKET	DEĞİŞKENLER								YIL
	AK	ATS	STS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	
ÜTOPIYA TURİZM	-0,005	130	14	51	196.067.014	0,091	0,507	93	2014
	-0,095	180	10	111	194.319.576	0,113	0,519	80	2013
	0,03	157	57	84	196.293.939	-0,142	0,419	130	2012
	-0,004	109	88	81	172.144.278	0,600	0,372	116	2011
	-0,033	131	283	303	138.573.823	-0,086	0,619	111	2010
ORTALAMA	-0,0214	141,4	90,40	126	179.479.726	0,1152	0,4872	106	2010-2014
SEKTÖRORTALAMASI	0,02404	88,20	90,60	98,44	323.929.744	0,10324	0,29524	80,36	2010-2014

Tablo IV’teki korelasyon matrisi tablosunda bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon değerleri görülmektedir. Değişkenler arasında güçlü korelasyon olması arzu edilmeyen bir durumdur. Çünkü güçlü korelasyon olması durumunda bağımsız değişkenlerin modele katkısı birbirine çok yakın olmakta ve değişkenlerin modelde olması veya olmaması modelin gücünü etkilememektedir. Bağımsız değişkenler arasında 0,80 ve üzerinde korelasyon olması çoklu bağıntı probleminin olduğunu gösterir ve bu durumda bu değerler üzerindeki bazı değişkenler modelden çıkartılır (Kalaycı, 2010: 267). Yine aynı şekilde bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı probleminin olmaması için tolerans değeri 0,1’den büyük, (Çokluk, 2010: 1377) VIF (variance influence factor-varyans artış faktörü) değeri 10 ve altında olması gerekir (Topal vd., 2010:54; Albayrak, 2005:110). Çalışmadaki korelasyon matrisi tablosuna bakıldığında stok tutma (devir) süresi ile nakit döngüsü değişkenlerinin 0,80 üzerinde korelasyon değerlerine sahip olmaları ayrıca tolerans değerlerinin 0,10’dan küçük ve VIF değerlerinin de 10’dan büyük olması sebebiyle bu iki değişkenden stok tutma süresi modelden çıkartılırken, nakit döngüsü modelde bırakılmıştır.

Tablo IV: Korelasyon Matrisi

	AK	ATS	STS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	Tolerans Değeri	VIF Değeri
AK	1	-0,55	0,002	-0,174	0,458	-0,061	-0,658	-0,494	-	-
ATS	-0,55	1	0,154	0,524	-0,252	0,061	0,443	0,592	0,537	1,861
STS	0,002	0,154	1	0,896	-0,008	0,287	0,358	0,068	0,760	1,315
ND	-0,174	0,524	0,896	1	-0,141	0,191	0,416	0,122	0,007	13,207
AKTİF	0,458	-0,252	-0,008	-0,141	1	0,068	0,045	-0,020	0,892	1,121
SBO	-0,061	0,061	0,287	0,191	0,068	1	0,118	0,306	0,787	1,271
KALD	-0,658	0,443	0,358	0,416	0,045	0,118	1	0,482	0,617	1,620
BOV	-0,494	0,592	0,068	0,122	-0,02	0,306	0,482	1	0,491	2,035

Stok tutma süresi değişkeninin modelden çıkartılması sonrasında oluşturulan modelin korelasyon matrisi Tablo V'te gösterilmektedir. Tablo V'te yer alan değişkenlerin birbirleriyle olan ilişki derecesi 0,8'den küçük, tolerans değerleri 0,1 değerinin üzerinde ve son olarak da varyans artış faktörü (VIF) değeri 10'dan daha küçük değerlerde çıktığından bu değişkenlerin regresyon modelini oluşturduğu kanaatine varılmıştır.

Tablo V: Yeniden Düzenlenen Korelasyon Matrisi

	AK	ATS	ND	AKTİF	SBO	KALD	BOV	Tolerans Değeri	VIF Değeri
AK	1	-0,55	-0,174	0,458	-0,061	-0,658	-0,494	-	-
ATS	-0,55	1	0,524	-0,252	0,061	0,443	0,592	0,375	2,664
ND	-0,174	0,524	1	-0,141	0,191	0,416	0,122	0,522	1,916
AKTİF	0,458	-0,252	-0,141	1	0,068	0,045	-0,020	0,892	1,121
SBO	-0,061	0,061	0,191	0,068	1	0,118	0,306	0,787	1,271
KALD	-0,658	0,443	0,416	0,045	0,118	1	0,482	0,616	1,622
BOV	-0,494	0,592	0,122	-0,02	0,306	0,482	1	0,413	2,419

Tablo V'teki korelasyon matrisinde yer alan değişkenlerle oluşturulan çoklu doğrusal regresyon modeli aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

Tablo VI: Çoklu Regresyon Modeli

Bağımlı Değişken	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	F Değeri	Anlamlılık Düzeyi %5	Durbin-Watson Katsayısı
Aktif Karlılık	0,880 ^a	0,774	0,699	10,278	0,000	2,273

^a Predictors: (Constant), Borçların Ortalama Vadesi, Toplam Aktif, Nakit Döngüsü, Satışların Büyüme Oranı, Kaldıraç Oranı, Alacak Tahsil Süresi,

Tablo VI'da görüldüğü üzere çoklu regresyon analizi sonucunda bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü %69,9 düzeyindedir. Geriye kalan %30,1'lik kısım ise hata terimi vasıtasıyla modele dahil etmediğimiz değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Modelde yer alan Durbin-Watson Katsayısı; modelde otokorelasyon olup olmadığını belirler ve genellikle 1,5 ile 2,5 arasındaki Durbin-Watson test değeri modelde otokorelasyon olmadığını göstermektedir (Kalaycı, 2010: 267). Oluşturulan çoklu regresyon modelindeki Durbin-Watson Katsayısı 2,273'dür ve bu değer 1,5 ile 2,5 arasında bir değer olduğundan modelde otokorelasyon bulunmamaktadır. Ayrıca model %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo VII'deki değerlere göre regresyon modeli şu şekilde yazılabilir:

$$AK_i = a(0,057) + (-0,0001)ATS_i + (0,0001)ND_i + (9,084)AKTİF_i + (-0,015)SBO_i + (-0,185)KALD_i + (1,319)BOV_i + \varepsilon$$

Tablo VII: Katsayılar Tablosu

Değişkenler	St. Hata	Katsayılar	T Değeri	Anlamlılık Düzeyi
AK	0,019	0,057	3,005	0,008
ATS	0,000	-0,0001	-1,738	0,099
ND	0,000	0,0001	2,274	0,035
AKTİF	0,000	9,084	3,902	0,001
SBO	0,031	-0,015	-0,498	0,624
KALD	0,039	-0,185	-4,774	0,000
BOV	0,000	1,319	0,046	0,963

Tablo VII'deki değerlere bakıldığında işletmelerin aktif karlılık oranı ile nakit döngüsü arasında pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur (0,0001 ve $p=0,035$). Yine işletmelerin aktif karlılık oranı ile aktif büyüklükleri arasında pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur (9,084 ve $p=0,001$). Bir diğer pozitif yönlü ilişki de işletmelerin aktif karlılık oranı ile borçların ortalama vadesi arasında görülmektedir ancak bu ilişki %5 anlamlılık düzeyine göre istatistiksel açıdan anlamlı değildir (1,319 ve $p=0,963$). Diğer bağımsız değişkenlerden biri olan işletmelerin kaldıraç oranı ile aktif karlılık oranı arasında negatif yönde ve %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (-0,185 ve $p=0,000$). Nakit döngüsünün bir bileşeni olan alacakların ortalama tahsil süresi ve satışlardaki büyüme oranları ile aktif karlılık oranı arasında negatif yönde ilişki bulunmuş ancak bu ilişki istatistiksel açıdan anlamlı değildir (sırasıyla -0,0001 ve $p=0,099$, -0,015 ve $p=0,624$).

VII. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada Borsa İstanbul Turizm Endeksi'nde (XTRZM) yer alan beş turizm şirketinin 2010-2014 dönemine ait beş yıllık periyottaki bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak aktif karlılığa etki eden değişkenler yıllık verilere göre incelenmiş ve bu değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. İşletmelerin beş yıllık süredeki aktif karlılığı (AK) ortalamaları bağımlı değişken olarak belirlenirken, yine aynı işletmelerin beş yıllık periyottaki alacakların ortalama tahsil süresi (ATS), stok tutma (devir) süresi (STS), nakit döngüsü (ND), toplam aktif büyüklüğü (AKTİF), satışların büyüme oranı (SBO), kaldıraç oranı (KALD) ve borçların ortalama vadesi (BOV) ortalamaları da bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir.

Yapılan analizler sonucunda; Borsa İstanbul Turizm Endeksi'nde yer alan işletmelerin 2010-2014 döneminde ortalama aktif karlılıkları %2,4, ortalama alacak tahsil süreleri 88 gün, ortalama stok tutma süreleri yaklaşık 91 gün ve ortalama nakit döngüleri de 98 gün olarak tespit edilmiştir. Şirketlerin ortalama aktif büyüklükleri 323.929.744-TL, satışlardaki ortalama büyüme oranı %10,32, ortalama kaldıraç oranları %29,52 ve son olarak borçların ortalama vadeleri de 80 gün olarak saptanmıştır.

Çalışmada kullanılan veri seti ve analiz sonucunda işletme sermayesi yönetimi, nakit döngüsü ve nakit döngüsü bileşenleri ile ölçülmüştür. İşletme karlılığı ise aktif karlılık oranı ile ölçülmüştür. Korelasyon testi sonrasında işletme sermayesi yönetimini ölçen alacakların ortalama tahsil süresi (ATS), stok tutma süresi (STS) ve nakit döngüsü (ND) bağımsız değişkenlerinden stok tutma süresi ve nakit döngüsü bağımsız değişkenlerinde çoklu bağıntı görüldüğünden bu bağımsız değişkenlerden stok tutma süresi (STS) modelden çıkarılmıştır.

Çoklu Doğrusal Regresyon analizi sonucunda; işletme sermayesi yönetimini ölçen bağımsız değişkenlerden biri olan nakit döngüsü (ND) ile aktif karlılık oranı (AK) arasında pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur (0,0001 ve $p=0,035$). Yine işletme karlılığını etkileyebileceği varsayılan diğer bağımsız değişkenlerden aktif büyüklüğü (AKTİF) ile aktif karlılık oranı (AK) arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur (9,084 ve $p=0,001$). Bir başka ifadeyle aktif karlılığı en çok etkileyen bağımsız değişkenin işletmelerin toplam aktif büyüklükleri olduğu söylenebilir. Bu sonuç Yoon ve Jang'ın (2005) çalışması ile büyük oranda örtüşmektedir.

Ayrıca işletmelerin kaldıraç oranı (KALD) ile aktif karlılık oranı (AK) arasında negatif yönde ve %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (-0,185 ve $p=0,000$).

Bağımlı değişkeni etkileme derecesi analiz edilen ve işletme sermayesi yönetimini ölçen bağımsız değişkenlerden olan alacakların ortalama tahsil süresi (ATS) ile aktif karlılık oranı (AK) arasında negatif yönde bir ilişki bulunmasına rağmen bu ilişki %5 anlamlılık düzeyinde yeterli değildir (0,0001 ve $p=0,099$). İşletme sermayesi yönetimini ölçen diğer bir bağımsız değişken olan satışlardaki büyüme oranı (SBO) ile aktif karlılık oranı (AK) arasında ise negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur (-0,015) ancak bu ilişki %5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel açıdan anlamlı değildir (0,624). Son olarak; işletmelerin aktif karlılık oranı (AK) ile borçların ortalama vadesi (BOV) arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu görülmektedir ancak bu ilişki %5 anlamlılık düzeyine göre istatistiksel açıdan yeterli değildir (1,319 ve $p=0,963$).

Borsa İstanbul Turizm Endeksinde yer alan şirketlerin, halka açık işletmeler olması ve dolayısıyla ortak sayısının borsaya açılmamış şirketlere oranla daha fazla olması sebebiyle işletmelerin faaliyetlerini daha profesyonelce yönetmeleri ve ortaklarına karşı daha fazla sorumluluk bilincinde olmaları gerekmektedir. Bu şirketlerin işletme sermayesi yönetimi adına nakit döngüsü ortalama sürelerini (98 gün) daha da kısaltmaları alacakların ortalama tahsil süresini kısaltacak böylelikle şirket, alacaklarını daha kısa sürede tahsil ederek yeni kazanç fırsatları elde edebilecektir. Yine işletmeler nakit döngüsü sürelerini kısaltarak stokları tutma süresini de azaltacakmış olacaklarından sermaye maliyeti, depolama, stok hizmet giderleri gibi birçok maliyet kaleminden de tasarruf edeceklerdir. Nakit döngüsü süresinin kısaltılması aynı zamanda borçların ortalama vadesinin uzatılacağı anlamına da geldiğinden (Akbulut, 2011:205) işletme borçlarını daha uzun vadeye yayacak ve bu süre içerisinde alternatif yatırım imkanlarından faydalanma imkanı bulabilecektir. Ayrıca kaldıraç oranları göz önünde bulundurulduğunda turizm şirketlerinin döviz kurunda büyük dalgalanmaların görüldüğü ekonomik koşullarda kaldıraç oranlarını yüksek tutmaları borçları ödeyebilme riskini de düşürecek ve ekonomik göstergelerin normale döndüğü durumlarda

işletmelere avantaj sağlayacaktır. Sermaye piyasalarına yatırım yapan yatırımcılar, firmalarla ticaret yapan tedarikçiler, şirket satın almak ya da stratejik ortaklıklar kurmak isteyen büyük kurumsal yatırımcılar karar vermeden önce bazı finansal verileri dikkatle incelemektedirler. Bunlardan bazıları da işletmelerin aktif büyüklüğü ve aktif karlılığıdır. İşletmelerin özsermayelerini artırma yoluna gitmeleri mali yapılarını güçlendireceği gibi aktif büyüklüklerini artıracığından bu şirketleri küresel rekabet koşullarına karşı daha dirençli kılacaktır.

Çalışmada kullanılan veri seti ve analiz türü kısıtına göre ortaya çıkan verilere bir yorum yapmak gerekirse; işletmelerin aktif karlılığını etkileyen ana faktörün işletmelerin aktif büyüklüğü olduğu, bunu sırasıyla kaldıraç oranı ve işletme sermayesi yönetiminin (nakit döngüsü) izlediği söylenebilir.

Borsa İstanbul'da yer alan turizm sektörü şirketleri ile ilgili bu konuda yapılmış çalışmaların az olduğu literatür taraması yapıldığında gözden kaçmamıştır. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda araştırmacıların daha farklı dönemlere ait veri setlerini ve analiz türlerini kullanmaları alandaki araştırmalara derinlik katacaktır.

REFERANSLAR

- Akbulut, R. (2011). İMKB’de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma, *Istanbul University Journal of the School of Business Administration*, 40(2).
- Albayrak, A. S. (2005). Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Yanlı Tahmin Teknikleri ve Bir Uygulama, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 105-126.
- Albayrak, A. S., ve Akbulut, R. (2012). Kârlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 4(7), 55-82.
- Coşkun, E., ve Kök, D. (2011). Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması, *Ege Akademik Bakış*, 11, 75-85.
- Çoban, O., ve Özcan, C. C. (2013). Türkiye’de Turizm Gelirleri-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi (1963-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8(1).
- Çokluk, Ö. (2010). Lojistik regresyon analizi: Kavram ve uygulama. *Kuram ve Uygulamada Eğitim Bilimleri*, 10(3), 1357-1407.
- Ecer, F., ve Günay, F. (2014). Borsa İstanbul’da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 25(1), 35-48.
- Kalaycı, Ş. (2010). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*. Ankara, Asil Yayın Dağıtım.
- Kandır, S., Karadeniz, E., Özmen, M. ve Önal, Y. B. (2008). Türk Turizm Sektöründe Büyüme Göstergelerinin Turizm İşletmelerinin Finansal Performansına Etkisinin İncelenmesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (1): 211-237.
- Karadeniz, E., ve İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 65-75.
- Konak, F., ve Kendirli, S. (2014). Kurumsal Yönetişim Açısından İşletme Sermayesi Yönetimi ve İşletmelere Etkileri; Çorum Ölçeğinde Bir Araştırma, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(4).
- Korkmaz, T. ve A. Ceylan (2012). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Yayınları.
- Mucuk, İ. (2008). *Temel İşletme Bilgileri(Elektronik Sürüm)*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Şamiloğlu, F. ve Akgün A.İ, (2010). *Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Finansal Tablolar Analizi*, Bursa, Ekin Yayıncılık.
- Şamiloğlu, F. ve Demirgüneş, K. (2008) “Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence From Turkey” *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1):44-50.
- Topal, M., Eyduran, E., Yağanoğlu, A. M., Sönmez, A. Y., ve Keskin, S. (2010). Çoklu Doğrusal Bağlantı Durumunda Ridge ve Temel Bileşenler Regresyon Analiz Yöntemlerinin Kullanımı/Use of Ridge and Principal Component Regression Analysis Methods in Multicollinearity. *Journal of the Faculty of Agriculture*, 41(1).

- Yavuz, N. Ç. (2006). Türkiye'de Turizm Gelirlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisinin Testi: Yapısal Kırılma Ve Nedensellik Analizi. Doğuş Üniversitesi Dergisi, 7 (2): 162-171.
- Yoon, E. ve Jang, S. (2005). The Effect of Financial Leverage on Profitability and Risk of Restaurant Firms, Journal of Hospitality Financial Management, 13 (1): 1-18.
- <http://www.kap.gov.tr/bildirim-sorgulari/bildirm-sorgu-sonuc.aspx?tarihtipi=-1&sirketgrubu=0&SirketAraciKurumList=1021&bildirimtipi=0&secimler=#0> Erişim Tarihi: 22.03.2015
- <http://www.kap.gov.tr/bildirim-sorgulari/bildirm-sorgu-sonuc.aspx?tarihtipi=-1&sirketgrubu=0&SirketAraciKurumList=1022&bildirimtipi=0&secimler=#1> Erişim Tarihi: 22.03.2015
- <http://www.netturizm.com/new/yatirim.asp?item=24> Erişim Tarihi: 22.03.2015
- <http://www.kap.gov.tr/bildirim-sorgulari/bildirm-sorgu-sonuc.aspx?tarihtipi=-1&sirketgrubu=0&SirketAraciKurumList=1092&bildirimtipi=0&secimler=#2> Erişim Tarihi: 23.03.2015
- <http://utopyainsaat.com.tr/yatirimci/2/faaliyet-raporlari.html> Erişim Tarihi: 23.03.2015
- <http://www.besfin.com/pro/1365012432-IsletmeSermayesiYonetimi.pdf> Erişim Tarihi: 03.04.2015
- http://www.borsaistanbul.com/datum/ilgili_dosyalar_tr/Sermaye_Piyasasi_Kanunu_6362_Sayili.pdf Erişim Tarihi: 16.04.2015
- <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda> Erişim Tarihi: 16.04.2015