

## ARAŞTIRMA MAKALESİ

### ŞİRKET KÂRLILIĞININ FİNANSAL BELİRLEYİCİLERİ: GIDA SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

#### *THE DETERMINANTS OF FIRM PROFITABILITY: AN ANALYSIS OF FOOD SECTOR*

Dr. Öğr. Üyesi Oğuz ERSAN\*

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ÇANAĞCIOĞLU\*\*

#### ÖZ

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören Gıda, İçki ve Tütün Sektörü'nde (XGIDA) faaliyet gösteren 26 şirketin finansal göstergeleri ile kârlılık değişkenleri arasındaki ilişkilerin ortaya konulmasıdır. Bu amaçla sektördeki şirketlerin 2003-2017 yılları arasındaki mali tablolarından elde edilen finansal oranlar yıllık olarak ele alınmıştır. Analizde bağımlı değişkenler olarak aktif kârlılığı (ROA) ve öz sermaye kârlılığı (ROE); bağımsız değişkenler olarak ise kaldıraç oranı, cari oran, aktif devir hızı, stok devir hızı, alacak devir hızı ve borç devir hızı kullanılmıştır. Çalışmada, değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla panel regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Analiz sonucunda kaldıraç oranının ve ticari alacaklar devir hızının kârlılığı negatif yönlü etkilerken, aktif devir hızının kârlılığı pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Cari oranın artması istatistiki olarak ROA'yı olumlu yönde etkilerken, ROE üzerinde ise bir etkisi bulunmadığı gözlenmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** BIST Gıda İşletmeleri, Kârlılık Belirleyicileri, Regresyon Analizi.

#### ABSTRACT

The main goal of this study is to shed light on the relationship between financial indicators of 26 firms listed in Borsa Istanbul food, beverages and tobacco sector and profitability measures. Financial ratios for the firms are obtained from financial tables of 2003-2017, on yearly basis. Return on asset (ROA) and return on equity (ROE) are utilized as dependent variables; and leverage ratio, current ratio, asset turnover, inventory turnover, accounts

\* Kadir Has Üniversitesi, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3135-5317>

\*\* Kadir Has Üniversitesi, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7462-9934>

receivable turnover and accounts payable turnover are used as independent variables. In order to quantify the relationship between variables, we employ regression models on the panel data. Leverage ratio and accounts receivable turnover are found to be negatively affecting firm profitability, while asset turnover has a positive impact on profitability. Current ratio has a positive effect on ROA, whereas no impact on ROE.

**Keywords:** BIST Food Companies, Determinant of Profitabilit, Regression Analysis.

## 1. GİRİŞ

Kârlılık bir işletmenin varlığını devam ettirebilmesinde ve rekabette öne çıkmasında en önemli unsurlardan biridir. Her ne kadar işletmelerin finansal amacı çok dönemli bir bakış açısıyla işletme değerinin maksimizasyonu olsa da dönemsel kârlılığın yükseltilmesi, temel finansal amaç çerçevesinde oldukça önemli bir yer tutmaktadır.

Günümüzde kurumlar genellikle düşük kârlılıklardan kurtulabilmek için satışların maliyetini aşağıya çekmeyi, faaliyet giderlerini minimize etmeyi, stok devir hızlarını yüksek tutmak için sürekli yeni müşteri portföyü oluşturmayı, kasa iskontosu yaparak ticari alacaklarını hızlı bir şekilde nakde dönüştürmeyi ve doğru bir borçlanma politikası izleyerek hem net işletme sermayesini güçlü tutmayı hem de ucuz fon kaynağı bularak kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğine sahip olmayı, bir yatırım yapacaksa uzun vadeli borçlanmayı tercih etmeyi ve özkaynaklarının yeterli düzeyde tutarak hem rakiplerine karşı güçlü olmayı hem de ortaklarına karşı sorumluluklarını yerine getirerek temettü gelirlerini arttırmayı hedeflemiş olsalar da bunları uygulayabilmeleri çokta kolay değildir. Özellikle gıda sektöründeki yoğun rekabet ortamı, ürün çeşidinin fazla oluşu, mamulun hayat seyri, tüketici davranışlarındaki değişiklik ve müşteri katagorisindeki çeşitlilik, talep dinamiklerindeki değişkenlikler gibi faktörlerden dolayı işletmelerin sürdürülebilir yüksek bir kârlılığı her dönemde elde etmeleri zor olabilir.

Kârlılık, firma performansının değerlendirilmesinde en temel göstergelerdendir. Bu nedenle işletmelerde kârlılığını etkileyen faktörlerin neler olduğu sorusu yaygın şekilde incelenmektedir. Bu çerçevede makroekonomik değişkenlerin dışında, firma bazlı değişkenlerin firma kârlılığı üzerinde etkileri inceleme konularından biridir. Bu çalışmanın amacı, gıda işletmelerinde kârlılığı etkileyen firma bazlı faktörleri araştırmaktır. Gıda işletmelerinin

kârlılığını belirleyen föktörlerle ilgili olarak yapılan çalışmalar incelendiğinde genellikle bu çalışmaların 5 yıl gibi kısa dönemleri kapsadığı görülmektedir. Finansal göstergeler ile kârlılık değişkenleri arasındaki ilişkilerin daha uzun bir dönem içinde araştırılmasını hedefleyen bu araştırma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş kısmında konuyla ilgili açıklamalar yapıldıktan sonra ikinci bölümde firmaların kârlılığını belirleyen finansal faktörlerin belirlenmesi ile ilgili literatür çalışmalarına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde hem çalışmaya konu olan Gıda Sektöründeki firmalar hem de çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin neler olduğunun anlatımı yapılarak, çalışmanın metodolojisi açıklanmıştır. Dördüncü bölümde yöntem beşinci bölümde de, araştırmadan elde edilen analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

## 2. LİTERATÜR

Goddard vd., (2005) Avrupa üretim ve servis sektörlerini incelerken, ROA ile temsil edilen kârlılık üzerinde firmanın borçlanma oranının olumsuz, cari oranının olumlu etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Külter ve Demirgüneş (2007) çalışmalarında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören perakendeci firmaların kârlılığını etkileyen değişkenlerin tespit etmek için 1997-2006 dönemindeki verilerini kullanarak panel veri analizi yapmışlardır. Yapılan araştırmada 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 firma büyüklüğüne ve borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azaldığını; işletme sermayesi yatırımlarının ve pazar payının artmasına bağlı olarak da arttığını tespit etmişlerdir.

Albayrak ve Akbulut (2008) çalışmalarında panel veri yöntemiyle analiz yöntemini kullanarak BİST sanayi ve hizmet sektöründe yer alan 55 işletmenin, 2004-2006 dönemine ait verilerinden oluşturdukları değişkenlerle kârlılığa olan etkilerini araştırmışlardır. Analiz sonucunda, sektöründeki işletmelerin özsermaye kârlılığı ile stok devir hızı, işletme büyüklüğü ve piyasa değeri göstergeleri pozitif, sermaye yapısı değişkenleri negatif ilişkili olduğu görülmüştür. Fakat özsermayenin kârlılığını açıklamada önemli olan değişkenlerden TB/TA (Toplam borcun oranı) değişkeninin işareti, aktiflerin kârlılığı ile elde edilen işaretin aksine pozitif olduğu görülmüştür.

Karadeniz ve İskenderoğlu (2011) araştırmalarında hisseleri İMKB’de işlem gören turizm işletmelerinin 2002–2009 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verileri üzerinde panel verilerle aktif kârlılıklarını etkileyen değişkenlerin analizini gerçekleştirmişlerdir. Çalışma sonucunda kaldıraç oranının aktif kârlılık üzerinde negatif; ölçek, pazar payı, net işletme sermayesi devir hızı ve aktif devir hızının ise, pozitif etkisi olduğunu, aktif kârlılık üzerinde alacak devir hızı ile stok devir hızının ise, anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Aygün (2012) 2000–2009 yılları arasındaki İMKB’de imalat sektöründe faaliyet gösteren 107 firmanın veriler kullanılarak bağımlı değişken aktif kârlılığı ile bağımsız değişkenlerden alacakların ortalama tahsil süresi, stok devir süresi, ve borç ödeme süresi arasındaki ilişkiyi incelemiş ve aktif kârlılığı ile bahsedilen değişkenler arasında negatif ilişkinin olduğunu belirlemişlerdir.

Pervan ve Mlikota (2013) Hırvatistan gıda ve içecek sektöründeki firmaların 1999-2009 arası dönemdeki kârlılığının belirleyicilerini araştırdıkları çalışmada borçlanma oranının anlamlı ve olumsuz etkisini tespit etmiştir. Bu çalışmada kullanılan bir diğer bağımsız değişken olan varlık devir hızının ise kârlılık üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı tahmin edilmiştir.

Hirsch vd., (2014) Avrupa Birliği ülkelerinin incelendiği çalışmada firma bazlı sabit etkilerin gıda sektöründeki firmaların kârlılığı üzerinde sektör yapısından çok daha fazla önemli rolü olduğunu ortaya koymuştur. Firma etkisinin gıda sektöründeki kârlılığın değişkenliğinin %40’ından sorumlu olduğu, diğer yandan sektör, yıl ve ülke bazlı etkilerin toplamının bu değişkenliğin ancak %3’ünü açıklayabildiği öne sürülmüştür.

Aytürk ve Yanık (2015) çalışmalarında, dinamik panel veri analizini kullanarak, Bureau Van Dijk şirketinin Orbis isimli veri tabanında yer alan 2009-2013 dönemleri arasında ve 5 yıllık verisi olan Türkiye’deki 1.123 adet küçük ve orta büyüklükteki KOBİ’lerde çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık arasındaki ilişkinin analizini yapmışlardır. Araştırma sonucunda, nakit döngüsü ile kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu diğer bir deyişle, Türkiye’deki KOBİ’lerde çalışma sermayesinin etkin yönetiminin kârlılığı arttıracaklarını belirlemişlerdir.

Doğan ve Topal (2016) çalışmalarında, BIST’de 2005-2012 yılları arasında işlem gören 136 imalat işletmesinin kârlılığını belirleyen finansal faktörleri belirlemek için panel veri analizi kullanmışlardır. Araştırmada aktif kârlılığı ve

öz sermaye kârlılığı ile toplam varlıklar arasında pozitif bir ilişki; buna karşın kaldıraç oranı ilede, negatif bir ilişki bulunduğunu belirlemiştir. Ayrıca çalışmada cari oran ve firma yaşı ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir.

Keskin ve Gökalp (2016) Borsa İstanbul'a kayıtlı Gıda ve İçecek Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2009-2013 dönemine ait verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada panel veri analizi kullanmışlardır. Çalışmanın sonunda, nakit dönüşüm süresinin firma kârlılığı üzerinde istatistiki olarak anlamlı olmayan, alacak tahsil süresinin ve cari oranın ise, firma kârlılığı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisinin olduğunu bulmuşlardır.

Demirci (2017) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) sektör bilançolarından yararlanarak imalat sanayi sektöründe yer alan işletmelerin 1996-2015 yılları arasındaki verileri üzerinden kârlılığı etkileyen faktörleri panel veri analizi kullanarak yürüttüğü araştırmasında; aktif kârlılığın, kaldıraç oranından ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranından negatif; alacak devir hızı ve aktif büyüklüğünden pozitif olarak etkilendiğini ve cari orandan anlamlı olarak etkilenmediğini tespit etmiştir.

Singhinia ve Mehta (2017) gelişmekte olan Asya ülkelerindeki finansal olmayan farklı şirketlerin nakit dönüşüm süresinin işletme sermayesi yönetimi ile bağlantısını araştırdıkları çalışmalarının sonucunda, daha düşük işletme sermayesi seviyelerinin Hindistan, Sri Lanka, Endonezya, Malezya ve Singapur gibi ülkeler için yüksek kârlılıkla olumlu bir şekilde ilişkili olduğunu, öte yandan, Çin, Pakistan, Bangladeş, Hong Kong ve Güney Kore'deki şirketler için, daha yüksek bir işletme sermayesinin kârlılıkla olumlu bir şekilde ilişkili olduğunu ve ayrıca karlılığın Tayvan ve Vietnam için işletme sermayesi ile pozitif bağlantılı Tayland için negatif bağlantılı olduğunu ortaya koymuşlardır.

Turaboğlu ve Timur (2018) çalışmalarında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alan işletmelerin 2010-2015 yılları arasındaki finansal verilerinden faydalanarak yaptıkları çoklu regresyon analizinde 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 kalkanını kullanılmışlardır. Çalışmalarının sonucunda; aktif kârlılığı ile likidite oranı, aktif devir hızı ve nakit oranının, öz sermaye kârlılığı ile de cari oran arasında istatistiki açıdan anlamlı ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Topak (2018) panel veri analiz yöntemi kullanarak BIST Ticaret Endeksi (XTCRT)'nde yer alan şirketlerin 2004-2017 dönemlerine ilişkin çalışma sermayesi yönetiminin şirket kârlılığı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analiz sonucunda nakit dönüşüm süresi, ortalama satış süresi ve ortalama tahsil süresinin ROA üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisi bulunurken, ticari borçların ortalama ödenme süresinin ise anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Diğer bağımsız değişkenlerden şirket büyüklüğünün ROA üzerinde pozitif, cari oranın ise, negatif yönlü bir etkisinin olduğunu tespit etmiştir.

İşçioğlu vd., (2019) 2012-2017 yılları arası için gerçekleştirdikleri çalışmada BIST gıda sektöründeki firmaların aktif kârlılığının belirleyicilerini incelemiştir. Çalışmada, kaldıraç oranı, alacak devir hızı ve stok devir hızının kârlılık üzerinde pozitif etkisi olduğu öne sürülmüştür.

Karadeniz vd., (2019) çalışmalarında DuPont tekniğinde ele alınan oranlardan hareketle Avrupa kıtasındaki sermaye piyasalarında işlem gören 76 otel işletmesinin 2007-2016 dönemi aktif ve özkaynak kârlılıklarını panel verilerle analiz etmişlerdir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre Avrupa'da halka açık otel işletmelerinin aktif kârlılıkları üzerinde net kâr marjının etkisi pozitif ve anlamlı iken, aktif devir hızının anlamlı bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Bu işletmelerin özkaynak kârlılığında net kâr marjının etkisinin pozitif yönde anlamlı olduğunu, özkaynak çarpanının etkisinin de anlamlı ve negatif olduğunu belirleyen araştırmacılar özkaynak kârlılığında da aktif devir hızının kârlılık üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını belirlemişlerdir.

Dizgil, (2019) çalışmasında panel veri analizi ile BİST Gıda ve İçecek endeksinde faaliyet gösteren 21 işletmenin 2009-2017 finansal tablolarından elde ettiği verileri göre 6 tane bağımsız değişken, ekonomik kârlılık oranını ve aktif kârlılık oranı olmak üzere 2 tane de bağımlı değişken kullanmıştır. Analiz sonucunda, öz sermaye kârlılık oranının aktif kârlılık oranını pozitif yönde etkilediğini, kısa vadeli borç oranı, uzun vadeli borç oranı, net işletme sermayesi ve alacakların ortalama tahsil süresi ile aktif kârlılık oranı arasında ise negatif bir ilişki olduğunu belirlemiştir.

### 3. METODOLOJİ

Borsa İstanbul'da Gıda İçki ve Tütün Sektöründe 28 tane firma bulunmaktadır. Ancak DARDL (Dardanel Onentas Gıda Sanayi A.Ş.) ve ULUUN (Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.) firmaları için veri yetersizliği söz konusu olduğundan

bu firmalar çalışmaya dâhil edilmemiştir. Ayrıca, bu iki firmanın piyasa değeri toplamı veri setimizdeki firmaların toplam piyasa değerinin yalnız %0.65’idir. Sonuçta, bu endekste güncel olarak (2019) bulunan 26 firmanın 2003-2017 yıllarını kapsayan 15 hesap dönemindeki yıllık bilanço ve gelir tablolarından elde edilen finansal verileri kullanılmıştır. Belirtilen mali tablolara “www.borsaistanbul.com” internet sitesinden ulaşılmıştır. Tablo 1’de, çalışmada kullanılan firmaların hisse kodları ile isimleri listelenmiştir.

**Tablo 1: Firma İsimleri**

NO	KOD	FİRMA ÜNVANI
1	AEFES	ANADOLU EFES BIRACILIK VE MALT SANAYII A.S.
2	ALYAG	ALTINYAG KOMBİNALARI A.S.
3	AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUS GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.S.
4	BANVT	BANVIT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYII A.S.
5	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.S.
6	EKIZ	EKIZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.S.
7	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.S.
8	FRIGO	FRIGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.S.
9	KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.S.
10	KERT	KEREVİTAS GIDA SANAYİ VE TİCARET A.S.
11	KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.S.
12	KRSAN	KARSUSAN KARADENİZ SU ÜRÜNLERİ SANAYİ A.S.
13	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MESRUBAT SANAYİ TİCARET A.S.
14	MERKO	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.S.
15	OYLUM	OYLUM SİNAYİ YATIRIMLAR A.S.
16	PENG	PENGÜEN GIDA SANAYİ A.S.
17	PETUN	PİNAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.S.
18	PINSU	PİNAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.S.
19	PNSUT	PİNAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.S.
20	SELGD	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.S.
21	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.S.
22	TBORG	TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİ A.S.
23	TKURU	TAZE KURU GIDA SANAYİ VE TİCARET A.S.
24	TUKAS	TUKAS GIDA SANAYİ VE TİCARET A.S.
25	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.S.
26	VANGD	VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DİS TİCARET A.S.

Şirket kârlılığının belirleyicilerinin tespit edilebilmesi amacı ile bağımlı değişken olarak aktif kârlılığı (ROA) ve özkaynak kârlılığı (ROE) kullanılmıştır. Çalışmadaki bağımsız değişkenler kaldıraç oranı, cari oran, aktif devir hızı, borç devir hızı, ticari alacak devir hızı, ve stok devir hızıdır. Çalışmada kullanılan 2 adet bağımlı, 6 adet bağımsız değişkene ilişkin hesaplanmış bilgileri Tablo 2’de verilmiştir.

**Tablo 2: Değişken Tanımları**

<b>BAĞIMLI DEĞİŞKENLER</b>	
Aktif Kârlılığı (ROA)	Net Kâr / Ortalama Toplam Aktif
Özsermaye Kârlılığı (ROE)	Net Kâr / Ortalama Toplam Özsermaye
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER</b>	
Kaldıraç Oranı (KO)	Toplam Aktif / Özkaynaklar
Cari Oran (CO)	Dönen Varlık / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
Aktif (Varlık) Devir Hızı (VDH)	Net Satışlar / Ortalama Toplam Aktif
Stok Devir Hızı (SDH)	Satışların Maliyeti / Ortalama Stok
Alacak Devir Hızı (ADV)	Net Satışlar / Ortalama Ticari Alacaklar
Borçların Devir Hızı (BDH)	Satışların Maliyeti / Ortalama ticari borçlar

Çalışmada verilerle ilgili uç değerleri arındırmak için yapılan winsorization düzeltme yöntemine göre, literatürle uyumlu olarak her değişkenin dağılımında en küçük ve en büyük %0.5 lik dilimdeki değerler %0.5 ve %99.5 seviyelerinde düzeltilmiştir. Yapılan bu düzeltmeye rağmen temel analizlerimizi bu düzeltmeyi yapmadan da tekrarlayıp sonuçların kalitatif olarak aynı kaldığı ayrıca tespit edilmiştir. Değişkenlerin bu düzeltme sonrası dağılımına dair istatistiki bilgiler Tablo 3’te verilmiştir.

**Tablo 3: Açıklayıcı İstatistikler**

	N	Ort.	Min.	Q25	Medyan	Q75	Maks.	Std. S.
ROA	341	0.01	-0.34	-0.06	0.01	0.08	0.28	0.11
ROE	327	-0.08	-5.77	-0.16	0.02	0.16	0.69	0.61
KO	332	2.89	1.07	1.52	2.14	3.13	22.33	2.73
CO	348	1.74	0.14	0.99	1.36	1.85	11.14	1.58
VDH	350	0.86	0.00	0.63	0.81	1.06	2.28	0.41
SDH	341	6.38	0.48	2.30	4.70	8.30	48.49	6.42
ADH	341	5.96	0.14	3.20	5.10	7.30	38.89	4.84
BDH	340	6.44	1.27	4.17	5.51	7.89	29.83	3.73



Tablo 3'te gözlem sayısı (N) ile ortalama değer (Ort.) ile, Min. ve Max. kısaltmalar ise, her değişken için en küçük ve en büyük gözlemi, Q25 ve Q75 de her değişken için gözlemlerin yüzde 25 ve yüzde 75'lik dilimlerinin sınır noktalarını, ve son olarak da (Std. S.) ise, standart sapmaları temsil etmektedir.

Tablo 3'te incelenen dönemde kârlılık değişkenleri yıllık düzeydeki ROA ve ROE medyan değerleri sırasıyla %1 ve %2'dir. Diğer yandan %25'lik dilimin sınır değerleri (ROA -0.06 ve ROE -0.16) dikkate alındığında önemli sayıda firma-yıl ikilisi için negatif kârlılık gerçekleştiği dikkat çekmektedir. 15 yıl ve 26 firmaya dair 390 gözlem noktamız olduğu düşünüldüğünde, tablonun ilk sütununda her değişken için bu gözlem sayısının %10-15 civarının eksik veri olduğu ortaya konmaktadır. Ayrıca, bağımsız değişkenler açısından ise, KO'nun 2.89, CO'nun 1.74, VDH'nın 0.86, SDH'nın 6.38, ADH'nin 5.96 ve BDH'nın da 6.44 ortalamaya sahip oldukları gözlemlenmiştir.

Her firma için değişken bazında gözlem sayıları Tablo 4'de verilmiştir. Çalışmada gözlem yılı 15 yıl olduğundan, bu tablodaki 15 değeri, ilgili firma ve değişken için eksik gözlem olmadığını ifade etmektedir. 16 firma için hiçbir değişkende eksik gözlem bulunmazken, diğer 10 firmanın bazılarında birkaç eksik, bazılarında ise incelenen dönemin belli kısmında faaliyette olmamalarına bağlı olarak, daha fazla eksik bulunmaktadır.

**Tablo 4: Firma-Değişken Bazlı Gözlem Sayıları**

Firma	ROA	ROE	KO	CO	VDH	SDH	ADH	BDH
AEFES	15	15	15	15	15	15	15	15
ALYAG	15	13	13	15	15	15	15	15
AVOD	7	7	8	8	10	7	7	7
BANVT	15	15	15	15	15	15	15	15
CCOLA	14	14	15	15	15	14	14	14
EKIZ	10	10	11	11	11	10	10	10
ERSU	15	15	15	15	15	15	15	15
FRIGO	15	15	15	15	15	15	15	15
KENT	15	15	15	15	15	15	15	15
KERVT	15	3	3	15	15	15	15	15
KNFRT	15	15	15	15	15	15	15	15
KRSAN	5	5	6	6	6	5	5	4
KRSTL	15	15	15	15	15	15	15	15
MERKO	15	15	15	15	15	15	15	15
OYLUM	6	6	7	7	7	6	6	6
PENGD	15	15	15	15	15	15	15	15
PETUN	15	15	15	15	15	15	15	15
PINSU	15	15	15	15	15	15	15	15
PNSUT	15	15	15	15	15	15	15	15
SELGD	15	15	15	15	15	15	15	15
TATGD	15	15	15	15	15	15	15	15
TBORG	15	15	14	15	15	15	15	15
TKURU	7	7	7	8	8	7	7	7
TUKAS	15	15	15	15	15	15	15	15
ULKER	15	15	15	15	15	15	15	15
VANGD	7	7	8	8	8	7	7	7

Tablo 5, Tablo 3'teki tüm veri seti için ortaya konulan ortalama değerleri firma bazlı olarak detaylandırmaktadır. Çalışmanın ele alındığı 15 yıllık dönemde yıllık ortalama olarak 26 firmadan 13'ü pozitif ROA, 10 firma da pozitif ROE sağlayabilmiştir. 15 yıllık dönemde seçilen değişkenlerin ortalamaları olarak firmalar arasındaki en yüksek farklılığın stok devir hızında olduğu gözlemlenmiştir. Stok devir hızı ortalaması 1.41 olan firma olduğu gibi, 23.29 olan firma da bulunmaktadır.

**Tablo 5: Firma-Değişken Bazlı Ortalamalar**

Firma	ROA	ROE	KO	CO	VDH	SDH	ADH	BDH
EFES	0.10	0.19	2.25	1.55	0.60	4.97	8.06	7.07
ALYAG	-0.08	-0.65	4.93	0.49	1.22	23.29	18.31	9.21
AVOD	0.02	0.04	2.30	1.67	0.57	2.50	4.23	6.58
BANVT	0.04	0.04	4.06	1.28	1.74	5.65	8.93	8.96
COLLA	0.07	0.15	2.15	1.62	0.93	8.03	11.19	9.71
EKIZ	-0.07	-0.36	7.23	0.73	1.05	13.55	4.97	11.07
ERSU	-0.02	-0.02	1.33	3.78	0.79	1.85	5.97	6.21
FRIGO	-0.06	-0.27	4.40	1.24	0.80	2.30	6.48	4.63
KENT	0.03	0.05	1.69	1.40	1.02	6.33	4.20	5.62
KERTV	0.02	-0.22	7.24	1.15	0.93	3.29	3.84	4.49
KNFRT	0.08	0.15	2.11	2.49	0.89	1.41	10.13	7.94
KRSAN	-0.05	-0.11	2.28	0.96	0.07	9.97	0.58	2.65
KRSTL	-0.01	-0.01	1.20	6.63	0.65	8.13	2.07	7.74
MERKO	-0.04	-0.20	5.83	1.06	0.98	2.35	6.33	3.50
OYLUM	-0.07	-0.11	1.82	1.01	0.53	7.28	4.45	4.08
PENGD	-0.05	-0.17	3.50	1.01	0.68	1.99	5.91	4.36
PETUN	0.11	0.15	1.40	1.62	0.99	11.60	5.91	8.30
PINSU	0.01	-0.03	1.93	0.94	0.77	11.35	6.17	3.79
PNSUT	0.09	0.13	1.52	1.50	1.04	9.91	5.27	5.52
SELGD	-0.03	-0.07	1.75	1.98	0.61	2.81	2.97	8.66
TATGD	0.02	0.03	2.77	1.71	1.26	3.67	5.11	8.02
TBORG	0.02	-0.46	3.54	1.09	0.80	5.34	2.84	4.91
TKURU	-0.10	-0.81	3.32	2.57	0.40	1.70	3.63	3.53
TUKAS	-0.07	-0.30	3.50	1.50	0.78	1.94	3.13	5.81
ULKER	0.09	0.24	2.96	1.51	0.93	9.29	3.61	5.57
VANGD	-0.07	-0.09	1.29	2.23	0.13	6.29	1.91	4.63

#### 4. YÖNTEM

Firma bazlı değişkenlerin kârlılık üzerindeki etkilerini incelemek için çalışmada panel regresyon analizi kullanılmıştır. Kârlılık değişkenlerimizin her biri üzerinde etkili olan açıklayıcı değişkenleri tespit etmek amacıyla kurulan modeller havuzlanmış en küçük kareler (POLS), çift yönlü sabit etkiler modeli, tek yönlü birim etkilerin olduğu sabit etkiler modeli ve tek yönlü zaman etkilerinin olduğu sabit etkiler modeli ile tahmin edilmiştir. Bu

modeller arasında hangisinin kullanımının en uygun olduğu ekonometrik testler ile incelenmiş olsa da, her bir modelin sonucu ilgili tablolarda verilmiştir.

Uyguladığımız F testleri ile havuzlanmış en küçük kareler yönteminin kullanımının uygunluğu test edilmiştir. Bunun için birim ve zaman etkilerin olmadığı model çift yönlü sabit etkiler modeli ile karşılaştırılmaktadır. Test sonucunda en az bir etkinin olduğunun kabul edildiği noktada, iki farklı F test ile önce birim etkilerin gerekliliği, ardından zaman etkilerinin gerekliliği sorgulanmaktadır. Regresyon sonuçlarının verildiği Tablo 7 ve Tablo 8’de, bu testlerin sonuçları ve anlamlılıkları ortaya konulmaktadır.

Modellerde değişen varyans Breusch-Pagan testi ile, otokorelasyon Durbin Watson testi ile ve birimler arası korelasyon ise Pesaran’ın CD testi ile test edilmiştir. Sonuçlar Tablo 7 ve Tablo 8’de verilmiştir. Test sonuçlarına göre dirençli standart hatalar raporlanmıştır.

Aşağıdaki denklemde kârlılık iki farklı değişken ile ayrı ayrı ele alınmıştır. Bunlar aktif kârlılığı (ROA) ve özkaynak kârlılığıdır (ROE). Denklemde tüm değişkenler için  $i$  ve  $t$  sırasıyla firma ve yılı ifade eden alt indislerdir. KO varlık/özkaynak oranını CO cari oranı, VDH varlık devir hızını, SDH stok devir hızını, ADV alacak devir hızını, BDH borçların devir hızını temsil etmektedir.

Tablo 6’da, kullanılan değişkenler için korelasyon matrisi gösterilmiştir. Pearson korelasyon katsayıları incelendiğinde, regresyonlarda çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca, tahmin edilen yardımcı regresyonlardan hesaplanan oldukça düşük varyans büyütme faktörü (VIF) seviyeleri bunu desteklemektedir. Kullanılan kârlılık değişkenleri ROA ve ROE arasında %49 pozitif yönlü bir korelasyon vardır.

**Tablo 6: Korelasyon Matrisi**

	ROA	ROE	KO	CO	VDH	SDH	ADH
ROE	0.49						
KO	-0.25	-0.50					
CO	0.09	0.12	-0.23				
VDH	0.19	0.08	0.06	-0.17			
SDH	0.02	0.01	0.02	-0.13	0.25		
ADH	0.01	0.04	-0.01	-0.18	0.43	0.47	
BDH	0.06	0.07	-0.09	0.10	0.23	0.06	0.22

## 5. ANALİZ SONUÇLARI

Şirkete özgü değişkenlerin kârlılığa etkisini incelemek amacıyla yapılan bu çalışmada kullanılan regresyon modellerine ilişkin F testi sonuçları %1 seviyesinde anlamlılık ortaya koymaktadır. Her iki kârlılık değişkeni (ROA ve ROE) için dört farklı model kullanılmış ve bunlara dair sonuçlar Tablo 7 ve Tablo 8’de verilmiştir. Bu dört modelden Model I, havuzlanmış en küçük kareler yöntemi, Model II, çift yönlü sabit etkiler modeli, Model III birim etkilerinin olduğu tek yönlü sabit etkiler modeli ve Model IV zaman etkilerinin olduğu tek yönlü sabit etkiler modelidir. Her birinin tahmin ettiği katsayılar rapor edilse de modeller arası karşılaştırmalar gerekli testler ile yapılmıştır. Bu testlere göre hem ROA hem de ROE için Model (III) ile belirtilen birim etkilerin olduğu tek yönlü sabit etkiler modeli en uygun görünmektedir. Tablo 7’de en alt satırda raporlandığı üzere, zaman etkilerinin dahil edilmesi gerekliliği hipotezi F test ile sınanmış ve reddedilmiştir. Benzer şekilde, Tablo 8’de ancak %10 düzeyinde anlamlılık ile bu hipotez reddedilebilecek durumdadır. Dolayısıyla, temel model olarak yine firma bazlı etkilerin olduğu tek yönlü sabit etkiler modeline (Model III) bağlı kalmaktayız.

**Tablo 7: ROA Regresyon Analizi Sonuçları**

	Model (I)	Model (II)	Model (III)	Model (IV)
Sabit	-0.0121			
KO	-0.0113***	-0.0084**	-0.0087***	-0.0114***
CO	0.0022	0.01	0.012	0.0016
VDH	0.068***	0.063***	0.0589***	0.0717***
SDH	9.00E-04	0	4.00E-04	6.00E-04
ADH	-0.0028	-0.0048***	-0.005***	-0.0027
BDH	3.00E-04	-2.00E-04	-0.001	0.001
R <sup>2</sup>	0.113	-0.0532	0.0001	0.080
F	7.8571***	4.7806***	5.1601***	8.0014***
N	317	278	292	303
Birim etkisi	Yok	Var	Var	Yok
Zaman etkisi	Yok	Var	Yok	Var
BP test: Breusch-Pagan test	6.046	6.046	6.046	6.046
DW test: Durbin Watson test	1.1019***	1.3798***	1.458***	1.0017***
CD test: Pesaran CD test	2.6205***	-1.7177*	1.8747*	-1.8469*
test_1		3.8495***		
test_2			4.5425***	
test_3				1.5069

Tablo 7 ve 8'in, üst yatay kesiminde bağımsız değişkenlere dair ve modeller ile tahmin edilen katsayılar verilmiştir. Alt yatay kesitte ise model anlamlılıkları, gözlem sayıları ve model test sonuçları ortaya konmuştur. R<sup>2</sup>, r kare değerini; F, regresyon F değerini; N regresyonda kullanılan gözlem sayısını; BP test Breusch – Pagan testi sonucunu; DW test Durbin Watson testi sonucunu; ve CD test Pesaran CD test sonucunu ifade eder. Test\_1 Model (I) ve (II)'yi; test\_2 Model (I) ve (III)'ü; test\_3 Model (I) ve (IV)'ü; karşılaştıran F testleridir. Test sonuçlarında katsayılara eşlik eden anlamlılıklar bulunması halinde her testin incelediği *ikinci* modelin kullanılmasının daha uygun olduğu anlaşılmaktadır. Her iki tabloda bulunan (\*), (\*\*) ve (\*\*\*) sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılık ifade eder.

**Tablo 8: ROE Regresyon Analizi Sonuçları**

	Model (I)	Model (II)	Model (III)	Model (IV)
Sabit	0.1398			
KO	-0.1026***	-0.1136**	-0.1155**	-0.1018***
CO	-0.002	0.0157	0.0193	-0.0023
VDH	0.1823***	0.1535*	0.136*	0.2026***
SDH	0.0017	0.0011	0.0028	0.0001
ADH	-0.0044	-0.0142**	-0.0166**	-0.0025
BDH	-0.0047	-0.0101	-0.0117	-0.0023
R <sup>2</sup>	0.352	0.2682	0.3048	0.3309
F	30.1571***	27.1644***	28.7008***	29.8758***
N	316	277	291	302
Birim etkisi	Yok	Var	Var	Yok
Zaman etkisi	Yok	Var	Yok	Var
BP test: Breusch-Pagan test	94.4922***	94.4922***	94.4922***	94.4922***
DW test: Durbin Watson test	1.2673***	1.4836***	1.4963***	1.253***
CD test: Pesaran CD test	0.7634	1.1376	0.3624	1.6368
test_1		2.0802***		
test_2			2.2754***	
test_3				1.6901*

Elde edilen bulgulara göre kaldıraç oranının (KO) hem ROA ile hem de ROE ile temsil edilen şekilde kârlılık oranları üzerindeki etkisinin negatif olduğu görülmektedir. Bu etki ROA için %1, ROE için ise %5 seviyesinde anlamlıdır. Buna göre kaldıraç oranındaki artışın şirket kârlılığını olumsuz yönde etkilediği görülmekte, kaldıraç oranının %1 artmasının, dâhil edilen diğer değişkenlerin sabit kalması halinde özkaynak kârlılığında %0.11'lik bir azalmaya yol açacağı tahmin edilmektedir. Bu iki değişken arasındaki ilişki konusundaki farklı teoriler farklı beklentiler ileri sürmektedir. Modigliani ve Miller (1963)'e göre kârlı işletmeler için faiz giderlerinin vergi tasarrufuna neden olması, net faiz giderlerini azaltmakta ve yabancı kaynak maliyetini düşürmekte, bu da kârlı işletmelerin yüksek kaldıraçla faaliyetlerini sürdürmelerinin avantajlı olmasına neden olmaktadır. Bu teoriye göre kaldıraç

ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir. Oysa Myers ve Majluf (1984)'un finansman hiyerarşisi teorisi ise işletmelerin öncelikle dağıtılmayan kârlar, sonra borç ve en son hisse senedi ihracıyla kaynak temin ettiğini ileri sürmektedir. Bu nedenle yatırımları için yeterli özkaynak yaratamayan kârlılığı düşük işletmelerin borç oranı artarken kârlı işletmeler için kaldıraç oranının düşük olacağını iddia edilmekte, bu da finansman hiyerarşisi teorisine göre kaldıraç ile kârlılık arasında negatif bir teorik ilişki olması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu çalışmada elde edilen sonuçlar da finansman hiyerarşisi teorisinde öngörülen sonuçlarla uyumludur. Diğer yandan söz konusu sonuçlar, İşçioğlu (2019), Kendirli ve Konak (2014), Şamiloğlu ve Demirgüneş, (2008) Keskin ve Gökalp, (2016), Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Doğan ve Topal (2016) ve Demirci (2017), çalışmalarının bulgularıyla da uyumludur.

Tablo 8'de yer alan tüm modeller incelendiğinde cari oranın ROA ve ROE üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamsız bulunduğu, firma kârlılığının - incelenen dönem ve firmalar için - belirleyicilerinden birinin cari oran olmadığı görülmektedir. Cari oranın ROA üzerinde olan etkisinin istatistiksel olarak anlamsız bulunduğu sonucuyla ilgili olarak Köse ve Karaş (2017), Çakır ve Küçükkaplan'nın (2012) çalışmalarıyla uyumludur. Ayrıca cari oranın ROE üzerindeki istatistiksel olarak anlamsız etkisi de, Atmaca'nın (2016) çalışmasıyla uyumludur. Ancak bu sonuç teoride beklenenden farklılık arz etmektedir. İşletmenin yüksek kârlılık imkanı sunacak olan yatırımlar yerine daha düşük kârlılığa sahip likit varlıklara yatırım yapması, cari oran ile kârlılık arasındaki ilişkinin negatif olması beklentisini ortaya çıkartmaktadır.

Diğer yandan aktif devir hızının, ROA üzerindeki etkisinin beklentilere paralel olarak pozitif olduğu görülmektedir. Bu etki tüm modellerde %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç beklentilerimizle uyumlu olup ayrıca, Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Turaboğlu ve Timur (2018), Çakır ve Küçükkaplan (2012), Sağlam ve Karaca (2015) ve Helhel ve Karasakal (2017) çalışmalarının sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Aktif devir hızının ROE üzerindeki etkisi ise Model (III)'te tahmin edildiği haliyle yine pozitifdir ancak %10 düzeyinde anlamlıdır.

Tüm modeller ile tahmin edildiğinde, Tablo 7 ve Tablo 8'de raporlandığı gibi, stok devir hızının incelenen firmaların kârlılığı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi gözlemlenmemiştir. Bu sonuç da teorik beklentilerin aksi yönündedir. Stok devir hızının aktif kârlılık üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığına dair ulaşılan sonuç, Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Saldanlı



(2012), Demireli, Başcı ve Karaca (2014), Helhel ve Karasakal (2017) ve Külter ve Demirgüneş (2007) çalışmalarının sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Ayrıca çalışmamızdaki stok devir hızının özkaynak kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucu Helhel ve Karasakal (2017) ve Turaboğlu ve Timur (2018) çalışmalarıyla uyumludur.

Alacak devir hızı ise sektördeki firmaların kârlılığı üzerinde negatif yönlü bir etkiye sahiptir. Bu etki ROA için %1 seviyesinde, ROE için %5 seviyesinde anlamlıdır. Şirketlerin kredili satış politikasında vadeyi uzatması satışlarını olumlu yönde etkilerken kârlılığını artırmakta, alacakların devir hızını ise düşürmektedir. Bu durum şirketin esas faaliyetlerinden kârlılığı ile likiditesi arasında ters yönlü bir ilişki olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Şirketlerin önceliğinin likidite olması durumunda, kredili satışlarının vadesini azaltması ya da peşin satışlara yönelmesi, kısa dönemde nakit girişini artırırken kârlılığını olumsuz yönde etkileyebilecektir. Alacak devir hızının ROA üzerindeki negatif etkisi Coşkun ve Kök (2011), Atmaca (2016), Öz ve Güngör (2007), Şen, Can ve Oruç (2009), Aygün (2012) ve Topak (2018) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile aynı yöndedir. Alacak devir hızının ROE üzerindeki negatif etkisi de Atmaca (2016) çalışmasıyla uyumludur.

Şirketlerin ticari borçlarının devir hızının hem ROA hem de ROE üzerinde etkili olmadığı görülmüştür. Kullanılan tüm modeller arasında istisnai olarak yalnız Tablo 7’de görülen Model (II) %10 seviyesinde anlamlılık içeren negatif katsayı barındırmaktadır. Çalışmada borç devir hızının ROA üzerindeki etkisinin olmadığı sonucu, Helhel ve Karasakal (2017), Şen, Can ve Oruç (2009), Vural, Sökmen ve Çetenak (2012), Keskin ve Gökalp (2016) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Borç devir hızının ROE üzerindeki etkisinin olmadığı Turaboğlu ve Timur (2018) ile uyumludur.

## 6. SONUÇ

Kârlılık firma performansı değerlendirmesinde en önemli göstergelerdendir. Kârlılığın belirleyicisi konumunda olan değişkenlerin tespit edilmesi ve kârlılık ile olan ilişkilerinin ortaya konulması literatüre katkı sunmak dışında, firmalara ve makro düzeyde ekonominin geneline fayda sağlayacak potansiyeldedir.

Şirket kârlılığını etkileyen faktörleri araştırmak amacıyla yapılan bu çalışmada, Borsa İstanbul’da pay senedi işlem gören ve Gıda Sektöründe

faaliyet gösteren 26 şirketin 2003-2017 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Panel veri analiz yönteminin uygulandığı araştırmada aktif kârlılığı (ROA) ve özkaynak kârlılığı (ROE) firma kârlılığını temsil etmek için kullanılan bağımlı değişkenlerdir. Kaldıraç oranı, cari oran, aktif devir hızı, stok devir hızı, ticari alacakların devir hızı ve ticari borçların devir hızı modellerde kullanılan bağımsız değişkenlerdir.

Analiz sonucunda kaldıraç oranının ve ticari alacaklar devir hızının kârlılığı negatif yönlü etkilediği gözlemlenmiştir. İşletmelerin varlık kullanıma ilişkin etkinliğinin ölçüsü olan aktif devir hızının ise firma kârlılığını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Çalışma kapsamındaki şirketlerin borçlanmaya gitmesi ve kredili satış politikasında vadeyi uzatması kârlılığını azaltmakta, aktiflerini etkin kullanarak faaliyet etkinliğini artırması ise kârlılığını olumlu yönde etkilemektedir. Cari oranın artması istatistiki olarak ROA'yı olumlu yönde etkilerken, ROE üzerinde ise bir etkisi bulunmamaktadır.

### KAYNAKÇA

Albayrak, A. S. ve 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.

Atmaca, M. (2016). Finansal Oranlar Aracılığıyla Çalışma Sermayesi Bileşenlerinin Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Kimya, Plastik ve Kauçuk Şirketlerinde Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(28), 633-649.

Aygün, M. (2012). Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 12(2), 215-223.

Aytürk, Y. ve Yanık, S. (2015). Çalışma Sermayesi Yönetimi Türkiye'deki KOBİ'lerde Kârlılığı Nasıl Etkiler?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 68, 157-168.

Çakır, M. H. ve Küçükkaplan, İ. (2012). İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Kârlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 53, 69-85.

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

Demirci, N. S. (2017). İmalat Sanayi Sektöründe Kârlılığın Belirleyicileri: TCMB Sektör Bilançolarıyla Panel Veri Analizi (1996-2015). *Ege Akademik Bakış*, 17(3), 381-394.

Demireli, E., Başçı, E. S. ve Karaca, S. S. (2014). İşletme Sermayesi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 5(1), 79-98.

Dizgil, E. (2019). Firma Kârlılığını Etkileyen İçsel Faktörler: BİST Gıda, İçecek Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Araştırma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 22 (2), 420-432.

Doğan, M. ve Topal, Y. (2016). Kârlılığı Belirleyen Finansal Faktörler: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 3(1), 53-64.

Goddard, J., Tavakoli, M. ve Wilson, J. O. (2005). Determinants of Profitability in European Manufacturing and Services: Evidence from a Dynamic Panel Model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282.

Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6), 1251-1271.

Helhel, Y. ve Karasakal, S. (2017). Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Kârlılık Performansına Etkisi: Borsa İstanbul'da (Bist) Bir Uygulama. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14 (3), 27-39.

Hirsch, S., Schiefer, J. Gschwandtner, A. ve Hartmann, M. (2014). The Determinants of Firm Profitability Differences in EU Food Processing. *Journal of Agricultural Economics*, 65(3), 703-721.

İşçioğlu, F., Kirkik, S. ve Deveci, F. (2019). Multiple Linear Regression Analysis of The Food Sector BIST-100 Index Statements of Turkey. *Turkish Journal of Agriculture-Food Science and Technology*, 7(2), 325-332.

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.

Karadeniz, E., Koşan, L. Günay, F. ve Dalak, S. (2019). Otel İşletmelerinde Kârlılığı Etkileyen Değişkenlerin DuPont Analiz Tekniğiyle Ölçülmesi: Avrupa Borsalarında Ekonometrik Bir Analiz. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 81, 21-36.

Kendirli, S. ve Konak, F. (2014). İşletme (Çalışma) Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Bist Gıda, İçecek Endeksi Uygulaması. *Akademik Bakış Dergisi*, 41, 1-17.

Keskin, R. ve Gökalp, F. (2016). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 17(1), 15-25.

Korkmaz, Ö. ve Karaca, S. (2014). Üretim İşletmelerinde Firma Kârlılığının Finansal Belirleyicileri ve BİST İmalat Sanayi Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 14(1), 21-29.

Köse İçigen, F. ve Karas, G. (2017). İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerine Etkisinin Araştırılması. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(4), 55-60.

Külter, B. ve Demirgüneş, K. (2007). Perakendeci Firmalarda Kârlılığı Etkileyen Değişkenler Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Perakendeci Firmalar Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(1), 445-460.

Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.

Öz, Y. ve 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.

Pervan, M. ve Mlikota, M. (2013). What Determines the Profitability of Companies: Case of Croatian Food and Beverage Industry. *Economic Research-Ekonomska İstraživanja*, 26(1), 277-286.

Sağlam, M. ve Karaca, S. S. (2015). Çalışma Sermayesi Unsurlarının Firma Kârlılığına Etkisi: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 119-132.

Saldanlı, A. (2012). Likidite ve Kârlılık Arasındaki İlişki İMKB 100 İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(16), 167-176.

Şamiloğlu, F. ve Demirgüneş, K. (2008). The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1), 44-50.

Singhania, M. ve Mehta, P. (2017). İşletme Sermayesi Yönetimi ve

Firmanın Kârlılığı: Gelişmekte olan Asya ülkelerinden kanıtlar, Güney Asya İşletme Araştırmaları Dergisi, 6 (1), 80-97.

Şen, M. K., Can D. ve Oruç, E. (2009). Relationship between the Efficiency of Working Capital Management and Company Size. *12Th International Conference on Finance & Banking: Structural & Regional Impacts of Financial Crises*.

Topak, M. S. (2018). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Kârlılığa Etkisi: BIST Ticaret Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Mali Çözüm Dergisi*, 148, 71-94.

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

Vural, G., Sökmen, A. G. ve Çetenak, E. H. (2012). Affects of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues* 2(4), 488-495.