

İşletme Yönetimi Açısından Çalışma Sermayesi ile Karlılık Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: BIST Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Çalışma¹

Mehmet Ali Ekinci²

Özet

İşletmenin yönetilmesi, rutin dönemsel faaliyetlerinin yürütülmesi ve bu faaliyetlerin nihayetinde kâr sağlamaları işletme sahip veya yöneticileri açısından önemli unsurdur. İşletme yöneticilerinin, işletmeyi verimli ve sürekli kâr elde eden bir işletme konumuna getirebilmeleri ve rutin faaliyetlerinin sürdürülebilirliği adına fonlara ihtiyacı vardır. Bu fonlar, işletme ortakları tarafından sağlanabildiği gibi yabancı kaynaklar üzerinden de sağlanabilmektedir. Sağlanacak olan bu fonların yetersizliği halinde işletme faaliyetlerinin aksaması, ödeme sorunlarının ortaya çıkması, fon maliyetlerinin artması, gereğinden fazla fonun elde bulundurulması halinde ise fazlalık fonun âtil kalması ve değer kaybına uğraması gibi sonuçları olacağından işletmenin kârlılık durumunu da etkileyecektir. Firmaların kısa vadeli yatırımları olarak da ifade edilebilecek olan bu fonlar işletmenin çalışma sermayesi olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmanın amacı işletmelerde önemli yeri olan çalışma sermayesinin işletme kârlılığı ile olan ilişki ve etkisini tespit etmektir. Çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da kesintisiz olarak işlem gören ve verilerine eksiksiz olarak ulaşılabilen sigortacılık sektöründe yer alan 6 şirketin 2013-2024 yıllarına ait çeyrek dönemlik verileri üzerinden her bir şirketin toplam 44 çeyrek dönemlik mali tablolarına ait veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sayfası üzerinden elde edilerek Excel ortamında tasniflenmiş, ardından Panel Veri Analizi yöntemleri arasında yer alan Fark GMM ve Sistem GMM yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Sigorta şirketlerinin çalışma alanı olarak belirlenmesinin nedeni, bu sektöre ait çalışma sermayesi ve kârlılık ilişkisi üzerine yapılmış bir çalışmaya rastlanılmamış olmasıdır.

- 1 Bu çalışma 24-25 Ekim 2025 tarihlerinde çevrimiçi olarak düzenlenen 5. Uluslararası Dijital İşletme, Yönetim ve Ekonomi Kongresi'nde (ICDBME2025) özet hali sözlü bildiri olarak sunulan çalışmanın gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.
- 2 Dr. Öğr. Üyesi, Pamukkale Üniversitesi, ORCID ID:0000-0003-4280-5563

Çalışma sonuçlarında sigorta şirketlerinde çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık üzerinde belirleyici rol oynadığı ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. İstatistiksel olarak işletme kârlılığına; alacak tahsil süresi (ATS) katsayısının anlamlı ve negatif etkisi, borç ödeme süresi (BÖS) katsayısının anlamlı ve pozitif etkisi ve kaldıraç oranının da anlamlı ve negatif ve yönde etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ancak sigortacılık sektörünün yapısı itibarıyla uzun vadeli kaynağının az, dönen varlık ve kısa vadeli borç yükümlülüğünün ağırlıklı bir sektör olması nedeniyle finansal kaldıraç oranının diğer sektörler kadar anlam ifade etmeyebilir. Diğer taraftan nakit oranı ve aktif devir hızı gibi diğer likidite göstergelerinin ise kârlılık üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Çalışma Sermayesi, Kârlılık, Sigortacılık, Panel Veri

GİRİŞ

Çalışma sermayesi en yalın tabirle cari aktiflerin toplamına verilen isim olup, döner sermaye kavramı ile eş anlamlı kullanılmaktadır. Literatürde brüt ve net işletme sermayesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Brüt çalışma sermayesi işletmenin dönen varlıklarını, yani az önce ifade edildiği gibi cari varlıklarını, net çalışma sermayesi ise işletmenin dönen varlıklarından kısa vadeli yabancı kaynaklarının çıkarılmasını veya öz kaynaklar ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplamından duran varlıkların çıkarılması sonucu ulaşılan rakam olarak ifade edilebilir. İşletmenin kurulmasından itibaren gündelik faaliyetler kapsamında gerçekleşen giderlerin büyük bir kısmı işletmenin çalışma sermayesinden karşılanır. Bu sermayesi de meydana gelen değişimler, işletmenin borç ödeyebilme kabiliyetini de etkilemesi nedeniyle yöneticileri, ortakları ve işletmeye kredi veren kuruluşları yakından ilgilendirir. Çalışma sermayesi, firmaların borçlarını ödeme kabiliyetinin tespitinde önemli bir unsur olduğundan kredi sağlayan kuruluşlarca her zaman dikkat edilen bir husus olmaktadır (Çetiner, 2009, sf:93; Akdoğan ve Tenker, 2010, sf:343-34; Poyraz, 2012, sf:48-49).

Çünkü yüksek seviyelerde çalışma sermayesi ve nakde sahip olan işletmelere kredi verenler olumlu yaklaşır. Ancak bu durumdaki işletmelerin çalışma sermayelerinin, işletmenin kârlılığına pek katkıda bulunamayacağı ve finansal performanslarını da sınırlayan bir faktör olacağı söylenebilir (Öz ve Güngör, 2007, sf:320).

Çalışma sermayesini meydana getiren unsurlardaki değişimler, birlikte meydana gelmeyen ve ani şekilde gerçekleşmeyen faaliyetler ile bağlantılıdır. Çünkü bir işletmede üretim-satış ve tahsilat gibi üç temel olay aynı esnada gerçekleşmiş olsaydı zaten çalışma sermayesine ihtiyaç duyulmayacaktır. Gerçekleşmesi fiilen pek mümkün olmayan veya istisna durumlar harici

gerçekleşmesi beklenmeyen bu durum nedeniyle işletmelerin firmadan firmaya farklılık göstererek genellikle ticari faaliyet döngüleri satın alma süreciyle başlayıp, üretim, satış vb. şekilde devam etmekte olup, bu döngü nakit, vadeli veya farklı ödeme ve tahsilat yöntemleri ile gerçekleşmektedir. Bazı işletmelerde bu döngü bir yıldan uzun sürede tamamlanmakta olup, çalışma sermayesi dönüşümü olarak ifade edilmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2008, sf:7).

İşletmenin çalışma sermayesindeki değişimler ile işletmenin nakit artış veya azalışları farklı yönde olabilir. İşletmenin çalışma sermayesi artmasına rağmen işletmenin nakit durumu azalabileceği gibi, nakit azalmasına karşın çalışma sermayesinde de artış olabilir (Akgüç, 2011, sf:272). Ancak işletmelerin kâr ve verimlilik düzeyinin yüksek düzeyde olabilmesi için çalışma sermayesinin yeterli düzeyde olması gerekmektedir. Bu durum; duran varlıkların tam kapasitede çalışmasını, alıcılara daha iyi satış hizmetinin sağlanmasını, borçların zamanında ödenmesini, duran varlıklarda olası değer kayıplarının meydana gelmesi halinde işletmenin daha az etkilenmesini, işletmenin daha verimli çalışması, üretim girdilerinin zamanında sağlanması gibi yararlar sağlayacaktır (Akdoğan ve Tenker, 2010, sf:345).

Çalışma sermayesinin işletme kârlılığı ile ilişkisi değerlendirildiğinde, yüksek kâr veya zararların göze alınarak risk alınması halinde, satışlarla ilişkili çalışma sermayesinin azalacağı, likidite arttırılmak istenirse çalışma sermayesinin azalacağı, bu yönde bir politikasının satış hacmini azaltarak kârlılığı düşürebileceği söylenebilir. Diğer taraftan çalışma sermayesinin bir maliyeti olduğu, ihtiyaçtan fazla çalışma sermayesinin elde bulundurma maliyet arttıracığı, özellikle yabancı kaynaklarla finanse edilmesinin işletmenin faiz giderlerini arttıracığı, ayrıca finansman yöntemi hangi usulde olursa olsun, gereğinden fazla elde tutulan çalışma sermayesinin kârlılığı olumsuz etkileyeceği söylenebilir (Güdelci, 2016, sf:185).

İşletme yönetimi açısından çalışma sermayesinin iyi planlanması ve yönetilmesi ancak iyi bir likidite, risk ve kârlılık arasında sağlanacak bir dengeyle mümkündür. Bu durum ancak işletmenin çalışma sermayesi ile kısa vadeli borçları arasında sağlanacak bir denge ile mümkün olabileceği söylenebilir. Ancak bu şekilde işletme değerine en yüksek katkı sağlanabilir (Aksoy,2013,Sf:76).

İşletmeleri likidite derecesi ile kârlılıkları arasında da zıt yönlü bir ilişki olduğu söylenebilir. Çünkü işletmeler açısından likiditesi yükseldikçe nakit varlıkları üzerinden elde edeceği kazançların azalması ancak riskliliğin düzeyinin de azalması beklenilir. Diğer taraftan işletmelerin risklilik durumları ile kârlılığı arasındaki ilişkinin ise doğru orantılı olduğu

söylenbilir. Bu bağlamda risklilik seviyesinde düşüş oldukça paralelinde kârlılığının da düşmesi beklenilir. Ancak işletmelerin kısa vadeli kaynaklarla finansman ihtiyacını karşılama yöntemlerini tercih ertesi halinde yüksek seviyede riskliliği tercih etmiş olmalarına rağmen maliyetlerinin düşeceği ve kârlılığının ise artacağı söylenbilir (Çakır ve Küçük Kaplan, 2012, sf:70).

Dolayısıyla işletmelerin çalışma sermayesi planlamalarını yaparken, finansman yöntemi olarak uzun vadeli kaynakları tercih etmeleri halinde finansal risklerinin azalacağı, temkinli olabilecekleri, ancak kârlılık seviyelerini azalacağını, kısa vadeli borçlanma yöntemini tercih etmeleri halinde ise esneklik sağlayabileceklerini ve maliyetler yönünden de avantajlı olacaklarını bilmelerinde fayda vardır. Nakit yönetimi açısından da finansal sorumluluklarında sıkıntıya girmeden, işletme faaliyetlerinin etkinliğini düşürmeden, kârlılıklarını mümkün olduğunca arttıracak düzeyde nakit bulundurmaları yararlı olacaktır (Akın ve Eser, 2014, sf:46-47).

Ancak gerçek iş dünyasında “tam belirlilik” şartları ve koşulları pek mümkün değildir. Bu bakımdan tam kapasitede çalışma, faaliyetlerin devamlılığı, kısa vadeli borç ve faizlerin ödenmesi, işletme riskliliğinin düşük olması ve kârlılığın devamlılığı açısından çalışma sermayesine yapılan yatırımlar önemlidir (Helhel ve Karasakal, 2017, sf:28). Dolayısıyla İşletme yöneticilerinin en önemli görev alanlarından birisi çalışma sermayesinin yönetimidir. Özellikle işletmelerin kısa ve orta vadeli finansal planlamalarını yaparken, firmanın sermayesi yapısı ve çalıştığı sektörün özelliklerini dikkate alarak analiz etmeleri gerekir (Çakır, 2013, sf:4948).

Bu çalışmanın amacı işletmelerde önemli yeri olan çalışma sermayesinin işletme kârlılığı ile olan ilişki ve etkisini tespit etmektir. Çalışma kapsamında Borsa İstanbul’da kesintisiz olarak işlem gören ve verilerine eksiksiz olarak erişim sağlanabilen sigortacılık sektöründe yer alan 6 şirketin 2013-2024 yıllarına ait çeyrek dönemlik verileri üzerinden Panel Veri Analizi arasında yer alan Fark GMM ve Sistem GMM yöntemleri kullanılarak analiz yapılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde benzer çalışmaların özetlendiği literatür, ikinci bölümünde çalışma bulgularına, son bölümde ise çalışma sonuçları ve önerilere yer verilmiştir.

1. LİTERATÜR

Literatürde çalışma sermayesiyle kârlılık ilişkisini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Farklı zaman dilimlerinde benzer sektörler üzerinde çalışmalarda bulunmaktadır. Bu bağlamda literatür de birçok çalışma bulunması nedeniyle benzer çalışmalardan ziyade tespit edilebilen farklı çalışmalardan bazılarına aşağıda Tablo 1’de yer verilmiştir.

Tablo 1: Çalışma sermayesi ile kârlılık arasındaki ilişkinin incelendiği bazı çalışmalar

YIL	YAZAR	ÇALIŞMA	YÖNTEM	SONUÇ
2007	Öz ve Güngör	İmalat sektörü	Panel Veri Analizi	Alacak, Borç ve Stok Devir Hızları ve Net Ticaret Süresinin işletme kârıyla negatif ve anlamlı, satışlardaki büyüme ve mali duran varlıkların pozitif ve anlamlı ilişkisi tespit edilmiştir.
2012	Dursun ve Arıçay	İMKB (BİST) 1996-2005 dönemi analizi	En Küçük Kareler Yöntemi (EKK)	Teorik beklentiyle uyumlu olarak çalışma sermayesi ile Brüt Kârlılık oranları arasında ilişki olduğu, ayrıca çalışma sermayesi değişkenleriyle Brüt Kârlılığın negatif ilişkisi tespit edilmiştir.
2012	Poyraz	Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin işletme kârlılık oranlarına etkisi: Akbank uygulaması	Korelasyon ve Çoklu Regresyon	Cari Oranda meydana gelen değişimlerin kârlılık oranlarını ters yönde etkilediği tespit edilmiştir.
2016	Atmaca	BİST: kimya, plastik ve kauçuk şirketleri	Korelasyon Analizi	OZK değişkeni; STS, ATS ve BOS ile negatif, NDS, CO ve VK değişkenleri ile pozitif, VK değişkeni ise STS, NDS ve CO ile pozitif, yönlü ilişkisi tespit edilmiştir.
2016	Güdelci	BİST: Gübre işletmeleri	Çoklu Regresyon	İşletme sermayesi ile Brüt Kârlılık arasında ve brüt kâr üzerinde bir ilişki tespit edilmemiştir.
2017	Helhel ve Karasakal	BİST: Konaklama işletmeleri	Panel Veri Analizi	İşletme sermayesi değişkenlerinin kârlılık performansına etkisi birkaç değişkenle sınırlı olduğu tespit edilmiştir.
2018	Topak	BİST: Ticaret endeksi	Dengeli Panel Veri Seti	Nakit Dönüşüm, Ortalama Satış ve Ortalama Tahsil Sürelerinin ROA üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı, Ticari Borçların Ortalama Ödeme Süresinin ve Firma Büyüklüğünün ROA üzerinde pozitif ve anlamlı, Cari oranın ise negatif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.
2019	Akyüz vd.	Kağıt ve kağıt ürünleri sanayi	Korelasyon ve Regresyon Analizi	Çalışma sermayesi ve kârlılığı; Aktif Devir Hızının pozitif, Kaldıraç Oranın negatif etkilediği tespit edilmiştir.
2019	Çerçel ve Sökmen	BİST: Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü	Panel Veri Analizi	Aktif Kârlılık ile İşletme Büyüklüğü, Stok Devir Hızı ve Nakit Dönüşme Süresi Arasında pozitif yönlü ve anlamlı, Kaldıraç Oranı ile negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

2019	Korkmaz ve Yaman	BİST: Turizm firmaları	Panel Veri Analizi	Faaliyet Kârlılıkları ile Nakit Dönüşüm, Alacak Tahsil ve Stok Devir Sürelerinin negatif ve anlamlı, Borçların Ödenme Süresinin ise pozitif ve anlamlı bir etki tespit edilmiştir.
2019	Topaloğlu	BİST 30 firmaları	Panel Veri Analizi	Çalışma sermayesi yatırım politikasının Aktif Kârlılık Oranı ve Net Kâr Marjı arasında pozitif ve anlamlı, çalışma sermayesi finansman politikasının Aktif Kârlılık Oranı, Özkaynak Kârlılığı ve Net Kâr Marjı arasında negatif ve anlamlı ilişkisi tespit edilmiştir.
2019	Yenisu	BİST Bursa işletmeleri	Korelasyon ve Panel Regresyon Analizi	Kaldıraç Oranı ve Nakit Akış Döngüsünün Aktif Kârlılık ile negatif ve anlamlı ilişkisi, Satışların Büyüme Hızı ile kârlılık arasında ise bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.
2020	Beyazgül ve Karadeniz	Türkiye-Amerika Birleşik Devletleri karşılaştırması: konaklama işletmeleri	Dinamik Panel Veri Analizi	Her iki ülkede de çalışma sermayesi düzeyi ve satışların büyüme oranının aktif kârlılığı pozitif yönde etkilediği, ancak Toplam Kaldıraç Oranı, Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı ve Aktif Büyüklüğün etkilerinin ülkelere göre farklılaştığı tespit edilmiştir.
2020	Eskim ve Güvemli	BİST: 50 endeksi	Çoklu Regresyon ve Korelasyon	Nakit dönüş süresinin Aktif Kârlılık ve Faaliyet Kârı ile anlamlı bir ilişkisinin olmadığı, Aktif Kârlılığın ise Şirket Yaşı, Likidite Oranı, Nakit Dönüş Süresi, Faaliyet Kârı, Finansal Kaldıraç, Çalışan Sayısı ve Şirket Büyüklüğü arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.
2020	Yıldız ve Deniz	BİST: Yıldız endeksi	Panel Veri Analizi	Varlık ve özsermaye kârlılıkları üzerinde; Varlık Devir Hızı, Stok Devir Hızı, Cari Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı ve İşletme Büyüklüğünün pozitif, Finansal Kaldıraç Oranının negatif ve Alacak Devir Hızı, Borç Devir Hızı ve Nakit Dönüşüm Dengesinin bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.
2021	Arıçay vd.	BİST KOBİ sanayi	Panel Veri Regresyon Analizi	Çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikalarının, ROA'yı pozitif yönde, ROE ile yapılan testler sonucunda Özsermaye Kârlılığını pozitif yönde etkilediği, Özsermaye Kârlılığı üzerine ise anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.
2021	Islık ve Koçyiğit	Kamu hastane işletmeleri	Doğrusal Regresyon Analizi	Aktif Kârlılık Oranının; Stok Devir Hızı ve Net Çalışma Sermayesi ile pozitif, Nakit Dönüşüm Süresi ile negatif, Alacak Devir hızıyla da bir ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

2021	Tekin ve Bastak	BİST: En kârlı şirketler	Panel Regresyon Modeli	Borçların ortalama vadesi, Likidite Oranı ve Kaldıraç Oranın aktif kârlılığı etkilediği, ancak özsermaye kârlılığının bağımlı değişken olarak kullanılması halinde ise herhangi bir ilişki modeli kurulamamıştır.
2023	Erkan	BİST: Tekstil, giyim eşyası ve deri şirketleri	Panel Veri Analizi	Aktif ve özkaynak kârlılığını; Cari Oranın anlamlı ve pozitif yönde, Finansal Kaldıraç, Alacak Tahsil ve Nakit Dönüş Süresinin anlamlı ve negatif yönde, aktif kârlılığın üzerinde en çok Cari Oran ve Finansal Kaldıracın, özkaynak kârlılığının üzerinde ise Borç Ödeme Süresi ve Nakit Dönüş Süresinin etkilediği tespit edilmiştir.
2023	Işıldar	BİST: XKOBİ endeksi	Panel Veri Regresyon Analizi	Aktif kârlılığı, FKO ve WCFP' nin negatif ,ATS, CO ve WCIP' nin etkilemediği, öz kaynak kârlılığını ise hiçbir bağımsız değişkenin etkilemediği, ancak aktif ve öz kaynak kârlılığı üzerinde NKM değişkeninin az da olsa pozitif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.
2023	Serinoglu ve Güçlü	BİST: Ana metal sanayi sektörü	Dengesiz Panel Veri Seti	Çalışma sermayesi unsurlarının büyük bir bölümü ile kârlılık arasında bir ilişkinin olmadığı, ilişkili olan unsurların da kârlılığı çok düşük oranda etkilediği tespit edilmiştir.
2024	Durdu ve Aydın	BİST: Gıda, tütün ve İçki sektörü	Panel Veri Regresyon analizleri	Çalışma sermayesinin, işletmenin likiditesi, riskliliği ve kârlılığı arasında yakından ilişkisi tespit edilmiştir.
2025	Özekenci	BİST: Gıda sanayi	Panel Veri Analizi	Çalışma sermayesinin, firma kârlılığı ve işletme değeri ile pozitif yönde bir ilişkisi tespit edilmiştir

Yukarıda Tablo 1'de görüldüğü üzere çalışma sermayesi ile kârlılık arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma mevcuttur. Ancak literatür taramasında sigortacılık sektöründe yapılmış bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu çalışma ile sigortacılık sektörü üzerinde çalışma sermayesi ve kârlılık arasındaki ilişki incelenerek literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

2. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ

Bu araştırmanın amacı, BİST'de kesintisiz olarak işlem görmüş ve eksiksiz olarak verilerine ulaşılabilen sigorta sektöründe yer alan 6 adet sigorta şirketinin çalışma sermayesi ile kârlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmaktır.

Çalışma kapsamında 2014-2024 yılları arası çeyrek dönemler halinde yayınlanan mali tablolardan yararlanılarak 6 sigorta şirketinin 44 çeyrek dönemlik verileri kullanılmıştır. Çalışma kapsamında ele alınan sigorta şirketlerinin mali tablolarına ait veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) sitesinden ulaşılmış ve analiz için ihtiyaç duyulan mali tablo kalemlerine ait tutarlar Excel ortamında analize uygun şekilde düzenlenmiştir. Ardından Excel ortamında analize uygun şekilde düzenlenen tutarların oran analizleri yapılmış ve Panel Veri Analizleri arasında yer alan Fark GMM ve Sistem GMM yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir.

Panel veri analizlerinde; zaman serileri ile yatay kesit verileri bir araya getirilmekte olup, zaman boyutuna sahip panel verilerin kullanımıyla oluşturulan panel veri modellerinin yardımıyla da tahminlerin yapıldığı söylenebilir (Kıral ve Çelik,2018, sf.1013). Panel verileri, zaman serisi ve yatay-kesit gibi tek boyutlu verilere nazaran daha karmaşık hipotezlerin oluşturulması ve daha geniş modellemelerin sağlanması nedeniyle, panel veri endeksli ekonometrik uygulamaların sayısı son dönemlerde arttığı söylenebilir. Dinamik panel veri analizinin de panel veri analiz yöntemleri arasında en çok tercih edilenler arasında yer aldığı söylenebilir (Hüsnuoğlu, 2017,sf:25).

Dinamik panel veri analizleri arasında da en çok tercih edilen yöntemin Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen “Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi” (GMM) olduğu söylenebilir. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi, daha çok hata terimleri otokorelasyonlu olduğunda tercih edilmektedir. Analizlerde Fark GMM ve sistem GMM olmak üzere iki temel tahminci kullanılmaktadır. Fark GMM tahmininde yatay kesitlerin etkilerini minimize etmek için değişkenlerin gecikmeli değerlerinin araç değişken olarak kullanıldığı, Sistem GMM tahmininde ise birinci yönteminde de baz alınarak birtakım iyileştirmelerin yapıldığı bir yöntem olduğu söylenebilir. Fark GMM’ de sonlu örneklemelerde tahmin gücünün düşük seviyelerde kalabildiği ve tahmin edilen katsayılarda sapmaların olabildiği, Sistem GMM’in ise düzey denklemi ile fark denklemlerinin birleştirilmesinden elde edildiği, modele de daha fazla araç değişkeninin dâhil edilmesi yönünden modelin verimliliğinin arttığı ve Fark GMM yönteminin eksik görülen yönlerinin giderildiği söylenebilir (Hüsnuoğlu, 2017, sf:25; Akdağ ve İskenderoğlu, 2018, sf:20-21; Binay ve Bülbül, 2022, sf:543).

3. BULGULAR

Çalışma veri seti kapsamında sigorta şirketlerinin mali tabloları kalemleri arasında yer alan Dönen Varlıklar, Ticari Alacaklar, Kısa Vadeli Yabancı

Kaynaklar, Toplam Yabancı Kaynaklar, Öz Kaynaklar, Net Satışlar, Brüt Satış Kârı ve Net Satışlar kalemlerine ait tutarlardan faydalanılmıştır. Bu kalemler üzerinden oran hesaplamaları yapılmış ve istatistiki testler gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda brüt satış kârı, nakit oran, alacak tahsil süresi, finansal kaldıraç oranları ve aktif devir hızları tanımlayıcı istatistik değişkenleri olarak belirlenmiş ve sigorta şirketlerinin kârlılığı ile bu oranlar arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 2: Tanımlayıcı istatistikler

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
Brüt Satış Karlılığı ₁	0.098	0.42	-0.53	0.13
Nakit Oran	1.426	6.91	0.01	1.33
Alacak Tahsil Süresi	280.44	1348.37	5.79	254.12
Borç Ödeme Süresi	197.90	933.09	0.14	175.89
Kaldıraç Oranı	0.81	.42	0.41	0.10
Aktif Devir Hızı	0.29	1.35	0.02	0.21

Tanımlayıcı istatistikler, sigorta şirketlerinin finansal yapısının yüksek likidite, uzun tahsilat ve ödeme süreleri ile karakterize olduğunu göstermektedir. Ortalama nakit oranının 1.43 düzeyinde olması, sektörün kısa vadeli yükümlülüklerini fazlasıyla karşılayabilecek likidite rezervlerine sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 3: Karlılık ile oranlar arasındaki ilişki

Değişkenleri	Fark GMM	Sistem GMM
Brüt Satış Karlılığı ₁	0.7308*	0.7219*
Nakit Oran	-0.0011	-0.0085
Alacak Tahsil Süresi	-0.0001*	-0.0002*
Borç Ödeme Süresi	0.0001*	0.0001**
Kaldıraç Oranı	-0.2630*	-0.3510*
Aktif Devir Hızı	-0.0394	-0.0713
Sabit Terim	0.2671*	0.3739*
Wald Test	308.73*	511.54*
Sargan Test	196.019 (0.5465)	278.1803 (0.5010)
Ar(1)	-6.2683 (0,0000)	-1.9081 (0.0564)
Ar(2)	-0.5870 (0.5572)	-1.2174 (0.2234)

*%1, **%5 önem seviyesinde anlamlıdır.

GMM tahmininde etkinliğin sağlanmasından söz edebilmek için üç şartın gerçekleşmesi beklenmektedir. Bunlar; birinci mertebeden otokorelasyon varlığı önemli değil iken, ikinci mertebeden otokorelasyon olmaması gerektiği, Sargan testinde temel hipotezin reddedilememesi ve olasılık değerinin 0.25'in altında kalmaması ve 1.000 olmaması (aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir) ve kurulan modelin araç değişken sayısının birim boyutu N'e eşit veya N'den küçük olması gerektiğidir (Binay ve Bülbül, 2022, sf:543).

Tablo 3'deki bulgulara göre Modelin tanı testleri kullanılan tahmin yöntemlerinin güvenilirliğini desteklemektedir. AR(2) testi sonuçları ikinci dereceden otokorelasyon olmadığını, Sargan aşırı kısıt testleri de kullanılan enstrümanların geçerli olduğunu doğrulamaktadır. Ayrıca her iki modelde de Wald testi sonuçları, bağımsız değişkenlerin birlikte kârlılığı anlamlı düzeyde açıkladığını ortaya koymaktadır. Elde edilen bu bulgular modelin istatistiksel olarak sağlamlılığını ve elde edilen sonuçların güvenilirliğini teyit etmektedir. Brüt Satış Karlılığının gecikmeli değerinin pozitif ve anlamlı olduğu dolayısıyla karlılıkta bir kalıcılığın var olduğunu göstermektedir. Alacak tahsil süresinin kârlılık üzerinde negatif ve anlamlı, Borç Ödeme Süresinin pozitif ve anlamlı, Kaldıraç Oranının ise negatif ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Nakit Oran ve Aktif Devir Hızının ise karlılık üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Dolayısıyla sigorta şirketlerinde tahsilat süreleri uzadıkça kârlılığın düşeceği, tahsilat süreleri azaldıkça kârlılığın artacağı, borçların ödenme süreleri uzadıkça kârlılığı artıracığı, borçların ödenme süreleri azaldıkça kârlılığı artacağı, borçların ödenebilme kabiliyeti arttıkça kârlılığın artacağı, borçların ödenebilme kabiliyeti azaldıkça kârlılığın azalacağı görülmektedir. Ayrıca işletmenin elindeki likit varlıklar ile kısa vadeli borçlarını ödeyebilme pozisyonu ile işletme yatırımlarının kaç katı kadar satış yapılması durumlarının işletme kârını etkilemediği de görülmektedir.

Elde edilen bulgular, literatür başlığında yer alan yapılmış çalışmaların sonuçları ile karşılaştırılarak incelendiğinde görüleceği üzere çalışma sermayesinin firma kârlılığı üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı etkisinin olduğu sonuçları ile benzer çıkmıştır. Dolayısıyla incelenen çalışmalardan anlaşılacağı üzere sigorta şirketlerinde de diğer sektörlerde olduğu gibi çalışma sermayesinin kârlılığı etkilediği sonucu çıkmaktadır. Çalışmada incelenen oranlar özelinde istatistiksel anlamda pozitif veya negatif anlamlılık düzeyinde bakımından literatür incelendiğinde; alacak tahsil süresinin negatif ve anlamlı ilişkisi Öz ve Güngör (2007), Atmaca (2016), Korkmaz ve Yaman (2019) ve Erkan (2023)'in çalışma sonuçları ile benzer olduğu,

Borç ödeme süresinin pozitif ve anlamlı ilişkisi Toprak (2018) ve Korkmaz ve Yaman (2019)'ın çalışma sonuçları ile benzer olduğu, finansal kaldıraç oranının negatif ve anlamlı ilişkisi Akyüz Vd. (2019), Çerçel ve Sökmen (2019), Yıldız ve Deniz ve Erkan (2023)'ın çalışma sonuçları ile benzer olduğu görülmektedir. Ancak her zaman çalışma sermayesinin firma kârlılığı üzerine etkili olduğu sonucundan bahsedilemez. Çünkü Güdelci (2016)'nın BİST: Gübre işletmeleri üzerine yaptığı çalışmada işletme sermayesi ile brüt kârlılık arasında ve brüt kâr üzerinde bir ilişki tespit edilmemiştir. Benzer şekilde Serinoğlu ve Güçlü (2023)' nün BİST metal sanayi üzerine yaptığı çalışmada çalışma sermayesi unsurlarının büyük bir bölümü ile kârlılık arasında bir ilişkinin olmadığı, ilişkili olan unsurların da kârlılığı çok düşük oranda etkilediği tespit edilmiştir.

4. SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletme sahip ve yöneticilerinin işletme yönetiminde en önemli amaçlarından birisi işletmenin kâr elde eden bir firma ve bu durumun sürekliliğinin sağlandığı bir işletme yönetimi kültürünün oluşturulmasını sağlamaktır. Bu kapsamda işletmenin faaliyetlerini verimli bir şekilde sürdürebilmesi için kaynaklara ihtiyacı vardır. Bu kaynaklar işletmenin kendi öz kaynaklarından sağlanabildiği gibi, dışarıdan borçlanma vb. yöntemlerle de sağlanabilir. Sağlanacak olan bu kaynakların yetersizliği işletme faaliyetlerini olumsuz etkileyebileceği gibi, gereğinden fazla kaynak tedarikinin ise verimli değerlendirilememesi, atıl kullanımı ve değer kaybı oluşturabilir. Bu nedenle işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi işletmelerin kârlılığını etkileyici bir unsur olarak gerek teoride gerekse uygulamalarda ön plana çıkan ve dikkat çeken bir konu olmuştur. Yapılmış akademik çalışmalarda bu durumu destekler niteliktedir. Nihayetinde artan rekabet ortamında işletmelerin rekabet üstünlüğü sağlamak ve sürdürülebilir kârlılık politikası ile faaliyetlerini yürütebilmeleri için çalışma sermayesinin yönetilmesi hayati bir önem haline gelmiştir.

Borsa İstanbul'da sürekli işlem gören ve aralıksız verilerine ulaşılabilen 6 adet sigorta şirketinin çalışma sermayesi ile kârlılıkları arasındaki ilişkinin tespit edilmeye çalışıldığı bu çalışmada, sigorta şirketlerinin 2014-2024 yılları arası çeyrek dönemlik mali tablolarına ait verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden elde edilmiştir.

Bu kapsamda, sigorta şirketlerinde çalışma sermayesi faktörlerinin kârlılık üzerindeki etkisini belirlemek için de Fark GMM ve Sistem GMM yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda her iki tahmin yöntemi açısından tutarlı bir biçimde sigorta şirketlerinde çalışma sermayesi

yönetiminin kârlılık üzerinde belirleyici rol oynadığını ortaya koymaktadır. Özellikle alacak tahsil süresi (ATS) ile borç ödeme süresi (BÖS) değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. ATS katsayısının negatif ve anlamlı olması, tahsilat süresinin uzamasının kârlılığı azalttığını dolayısıyla prim ve komisyon tahsilatının etkin yönetilmesinin şirket performansı açısından kritik olduğunu göstermektedir. Buna karşılık BÖS'ün pozitif etkisi şirketlerin tedarikçilere ve reasürörlere olan yükümlülüklerini erteleme yoluyla kısa vadeli likidite avantajın elde ettiklerini ve bu durumun kârlılığa katkı sağladığını göstermektedir. Ancak bu etkinin sürdürülebilirliği açısından sektör itibarı ve uzun vadeli maliyetler göz önünde bulundurularak dikkatle yönetilmelidir.

Analiz sonuçlarına göre kaldıraç oranı kârlılığı anlamlı ve negatif yönde etkilemektedir. Yüksek borçlanma düzeyleri, sigorta şirketlerinin finansal riskini artırmakta, faiz yükünü yükseltmekte ve sermaye yeterliliğini zayıflatmaktadır. Dolayısıyla finansal istikrarın korunması ve sermaye yapısının dengeli tutulması, uzun vadeli kârlılığın sürdürülebilirliği açısından kritik bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Ancak finansal kaldıraç oranı ile ilgili sigortacılık sektörüne ait bu durum sektör itibarıyla başka sektörlerle nazaran kıyaslandığında fazla bir anlam ifade etmeyebilir. Çünkü bu sektör yapı itibarıyla dönen varlıklar, kısa vadeli borç ve yükümlülüklerin ağırlıklı ve uzun vadeli yabancı kaynağın az olduğu bir sektördür. Öte yandan Nakit Oranı ve Aktif Devir Hızı gibi diğer likidite göstergelerinin ise kârlılık üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Bu durumda şirketlerin yüksek düzeyde likidite bulundurmasının kârlılıkta marjinal bir artış sağlamadığını, aktiflerin ise uzun vadeli ve düşük devirli yapıda olması nedeniyle operasyonel etkinliğin kârlılık üzerindeki etkisini sınırladığı söylenebilir.

Daha sonra yapılacak çalışmalarda, çalışma sermayesi unsurlarına farklı ilaveler yapılarak bunların kârlılık üzerindeki etkisi incelenebilir. Ayrıca araştırma kapsamı genişletilerek uluslararası sigorta şirketleri analizlere dahil edilerek Türkiye ile bir karşılaştırma yapılabilir. Sigorta şirketlerine ait tespitler, benzer farklı bir sektöre ait analizler ile karşılaştırma yapılabilir. Sonuçlar değerlendirilirken, 2014-2024 dönemi ile sınırlandırıldığı, sürekli ve devamlı verilerine ulaşılan 6 şirket bulunduğu, ilerleyen dönemlerde çalışma kapsamının genişletilebileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.

Kaynakça

- Arellano, M. ve Bond, S. (1991). Some Tests of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Aksoy, A. ve Yalçın, K. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Gazi Kitabevi.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. ve (2010). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri. Gazi Kitabevi, Genişletilmiş, 13.
- Akgüç, Ö. (2011). Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi. Arayış Basım ve Yayıncılık.
- Aksoy, E. E. (2013). İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen İşletme İçeri Faktörlerin Analizi: Prais-Winsten Regresyon Uygulaması. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15(3), 73-86.
- Akın, O. ve Eser, E. D. (2014). İşletme Sermayesi Yönetimi: Mermer İşletmelerine Yönelik Bir Araştırma. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2014(2), 45-55.
- 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.
- Akdağ, S. ve İskenderoğlu, Ö. (2018). Çeşitli Finansal Rasyoların Kârlılık Üzerinde Etkisi: OECD Ülkelerindeki Turizm Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 6(4), 18-25.
- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ., Akyüz, İ., Ersen, N., Aydın, A. ve Üçüncü, K. (2019). Kâğıt Ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerde Çalışma Sermayesi Ve Kârlılık İlişkisi. Duzce University Journal Of Science And Technology, 7(3), 1394-1402.
- Ayrıçay, Y., Kılıç, M. ve Güner, Y. (2021). Çalışma Sermayesinin Firma Kârlılığı Üzerindeki Etkisi: BİST KOBİ Sanayi İşletmelerinde Bir Araştırma. Business ve Management Studies: An International Journal, 9(4), 1238-1254.
- Beyazgül, M. ve Karadeniz, E. (2020). Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesinin Kârlılığa Etkisinin Analizi: Türkiye–Amerika Birleşik Devletleri Karşılaştırması (Analysis Of The Effects Of Working Capital On Profitability In Lodging Companies: Comparison Of Turkey–United States Of America). Journal Of Tourism ve Gastronomy Studies, 8(3), 2029-2049.
- Binay, M. ve Bülbül, İ. (2021). OECD Ülkelerinde Ekonomik Büyümenin Bileşenlerinin Dinamik Ortak Korelasyonlu Etkiler Ortalama Grup (Dc-cemg) Ve Gmm Yöntemi İle Analizi. Sosyal Güvence, (20), 538-564.
- Çetiner, E. (2009). *Otel İşletmeleri Yönetim Muhasebesi*. Gazi Kitabevi.

- Çakır, H. M. 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), 69-86.
- Çakır, H. M. (2013). Nakit Döngüsünün Firma Kârlılığına Etkisinin Sektörel Analizi. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 8(30).
- Çerçel, Ö. N. ve Sökmen, A. G. (2019). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerindeki Etkisi: BİST’te İşlem Gören Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü Üzerinde Bir Araştırma. *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 35-42.
- Dursun, A. ve Ayrıçay, Y. (2012). Çalışma Sermayesi-Kârlılık İlişkisinin İMKB Örneğinde 1996-2005 Dönemi Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3-4), 199-214.
- Durdu, D. ve Aydın, Y. (2024). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerindeki Etkisi: BİST’ de Gıda, Tütün ve İçki Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Kesit Akademi*, 7(29), 437-453.
- Eskin, İ. ve Güvemli, B. (2020). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul 50 Endeksi Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (85), 65-76.
- Erkan, G. (2023). Çalışma Sermayesi Unsurlarının Kârlılık Üzerindeki Etkilerinin Borsa İstanbul’da İşlem Gören Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri Şirketlerinde İncelenmesine Yönelik Bir Araştırma. *Eurasian Business ve Economics Journal*, 21-35.
- Güdelci, E. N. (2016). İşletme Düzeyinde Çalışma Sermayesi ve Kârlılık İlişkisi-BİST’ de Faaliyet Gösteren Gübre İşletmeleri Üzerine Bir Çalışma. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 6(2/1), 183-192.
- Helhel, Y. ve Karasakal, S. (2017). Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Kârlılık Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da (BİST) Bir Uygulama. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(3), 27-39.
- Hüsniöğlu, N. (2017). Dijital Bölünmeyi Etkileyen Faktörler Üzerine Bir Uygulama: Panel veri GMM Analizleri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 18(2), 19-34.
- Kıral, G. ve Çelik, C. (2018). Panel Veri Analizi ve Kümeleme Yöntemi ile Türkiye’de Konut Talebinin İncelenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32(4), 1009-1026.
- Korkmaz, T. Ve Yaman, S. (2019). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığına Etkisi: BIST Turizm Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Journal Of Tourism Theory And Research*, 5(2), 301-316.
- Islıcık, S. Ve Koçyiğit, S. Ç. (2021). Çalışma Sermayesi ve Kârlılık İlişkisi: Kamu Hastane İşletmelerine Yönelik Bir Uygulama. *Uluslararası Sağlık Yönetimi ve Stratejileri Araştırma Dergisi*, 7(1), 156-166.

- Işıldak, M. S. (2023). Çalışma Sermayesinin İşletme Karlılığına Etkisi: BİST Kkobı Endeksinde Bir Uygulama. İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 6(1), 15-30.
- 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.
- Özekenci, S. Y. (2025). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığına ve Firma Değerine Olan Etkisi: BİST Gıda Sanayi Üzerine Bir Uygulama. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 27(İerfm 2025 Özel Sayı), 1-18.
- Poyraz, E. (2012). İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Kârlılık Oranları Üzerindeki Etkisi (Akbank Ta Ş. Uygulaması). Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 27(1), 47-56.
- Serinoğlu, S. ve Güçlü, F. (2023). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığına Etkisi: BİST Ana Metal Sanayi Sektörü Örneği1. International Journal, 4(2).
- Topak, Ü. M. S. (2018). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Kârlılığa Etkisi: BİST Ticaret Endeksi Üzerine Bir Araştırma. Mali Çözüm Dergisi, 28, 71-93.
- Topaloğlu, T. N. (2019). Çalışma Sermayesi Yatırım ve Finansman Politikalarının Firma Karlılığına Etkisi: BİST 30 Firmaları Üzerine Panel Veri Analizi. Uluslararası Ekonomi Siyaset İnsan ve Toplum Bilimleri Dergisi, 2(2), 88-106.
- Tekin, B. ve Bastak, S. N. (2021). Borsa İstanbul'da İşlem Gören En Kârlı Şirketlerde İşletme Sermayesi-Kârlılık İlişkisinin Araştırılması: Panel Veri Analizi Yöntemi. Journal Of Financial Politic and Economic Reviews/ Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 58(658).
- Yenisu, E. (2019). İşletme Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığına Etkisi: BİST Bursa İşletmeleri Örneği. Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi, 6(2), 54-64.
- Yıldız, B. ve Deniz, T. İ. (2020). BİST Yıldız Endeksinde İşlem Gören Firmaların Kârlılıklarına Etki Eden Çalışma Sermayesi Faktörleri. Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi, 5(1), 91-110.