

# Ticari Kredi Politikasının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: BIST Kimya Sektörü Üzerine Bir Analiz

Adem Ruhan Sönmez<sup>1</sup>

## Özet

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören kimya sektörü firmalarında ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda, 2015Q1-2025Q3 döneminde BIST kimya sektöründe faaliyet gösteren 27 firmaya ait çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Çalışmada firma değeri TOBINQ ile temsil edilirken, ticari kredi politikası ticari alacakların net satışlara oranı ve ticari alacakların dönen varlıklara oranı üzerinden ölçülmüştür. Analizde öncelikle değişkenlerin durağanlık özellikleri Pesaran CIPS panel birim kök testi ile incelenmiş, ardından ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisi Sistem GMM yöntemiyle tahmin edilmiştir. Ayrıca değişkenler arasındaki dinamik nedensellik ilişkisi Juodis, Karavias ve Sarafidis (2021) panel Granger nedensizlik testi ile değerlendirilmiştir. Elde edilen bulgular, ticari alacakların net satışlara oranının firma değerini negatif ve anlamlı biçimde etkilediğini; ticari alacakların dönen varlıklar içindeki payının ise anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir. Ayrıca satış büyümesi ve firma büyüklüğü firma değerini artırırken, kaldıraç oranı firma değerini azaltmaktadır.

## 1. GİRİŞ

Ticari kredi, bir satıcının sunduğu mal veya hizmet teslimatında ödemenin derhal yapılmasını talep etmeyerek alıcıya tanıdığı, hem ticari hem de finansal nitelik taşıyan kısa vadeli bir borçlanma-borç verme ilişkisidir (Martínez-Sola vd., 2013, s. 792; Karaca, 2021). Ticari kredi hem zamanlama hem de değer bakımından mal değişimiyle doğrudan bağlanan özel bir kısa vadeli kredi türü olarak tanımlanabilir (Karaca ve Alsu, 2017; Ferris, 1981). Küresel ölçekte işletmelerin bilançolarında ticari alacaklar (accounts receivable) olarak izlenen

1 Dr. Öğr. Üyesi, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, İİBE, Finans ve Bankacılık Bölümü, aruhan.sonmez@erzincan.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6494-6482>

bu kalem, toplam varlıkların çok önemli bir kısmını oluşturmaktadır; nitekim Avrupa ülkelerinde ticari alacakların toplam varlıklar içindeki payı ortalama %30 seviyelerindeyken, ABD firmalarında %18-%20, Türkiye imalat sanayinde ise yaklaşık %23 civarındadır (McGuinness vd., 2018; Karaca, 2023b; Hill vd., 2012). Güney Asya ekonomilerinde bu oran %45'lere kadar çıkabilmektedir (Qureshi ve Mahmood, 2020).

Ticari kredi politikasının işletme açısından önemi, firmanın finansal sağlığı, sürdürülebilirliği ve piyasa değeri üzerindeki belirleyici rolünden kaynaklanmaktadır (Abubakar ve Olowe, 2019). Ticari alacaklar, işletmenin çalışma sermayesinin en dinamik ve hacimli unsurlarından biri olup, firmanın günlük operasyonlarını yürütme kabiliyetini ve finansal esnekliğini doğrudan etkiler (Karaca, 2020; Karaca, 2023). İşletmeler için bu politika; pazar payını artırmak, müşteri sadakati kazanmak, stok maliyetlerini yönetmek ve özellikle banka kredilerine erişimin kısıtlı olduğu kriz dönemlerinde finansal bir “can simidi” görevi görmek açısından kritik bir stratejik silahtır (Abuhommous, 2017; Karaca, 2023a; Ferrando, 2015). Etkin bir alacak yönetimi, likidite, risk ve kârlılık arasındaki hassas dengeyi sağlayarak firma değerini maksimize etmeyi hedeflerken; hatalı veya kontrolsüz politikalar nakit akışını bozabilir, şüpheli alacakları artırabilir ve işletmeyi iflas riskine kadar sürükleyebilir (Muthoni vd., 2020; Nthenge, 2013). Sonuç olarak, ticari kredi yönetimi sadece bir muhasebe işlemi değil, firmanın rekabet gücünü ve finansal performansını doğrudan şekillendiren temel bir kurumsal yönetim kararıdır (Pike ve Cheng, 2001).

İşletmelerin müşterilerine ticari kredi sağlamanın getirdiği avantajlar literatürde çeşitli teorik çerçevelerle açıklanmaktadır:

- **Bilgi Asimetrisi ve Ürün Kalitesi:** Ticari kredi, alıcı ile satıcı arasındaki bilgi asimetrisini azaltan bir mekanizmadır (Smith, 1987). Müşterilere, ödeme yapmadan önce ürün kalitesini denetleme imkanı sunarak “örtük bir kalite garantisini” görevi görür ve alıcı-satıcı ilişkisini güçlendirir (Lee ve Stowe, 1993; Long vd., 1993).
- **Fiyat Ayrımcılığı ve Satış Stratejisi:** İşletmeler, kredi vadelerini ve nakit iskontolarını kullanarak farklı risk gruplarındaki müşteriler arasında fiyat ayrımcılığı yapabilir ve özellikle talebin durgun olduğu dönemlerde satışlarını teşvik edebilirler (Brennan vd., 1988; Emery, 1984).
- **Finansal Aracılık:** Sermaye piyasalarına daha kolay erişime sahip olan güçlü firmalar, finansal kısıtları olan müşterilerine kredi sağlayarak bir nevi finansal aracı gibi hareket ederler (Schwartz, 1974; Karaca, 2023).

Bu noktada İşlem Maliyeti Teorisi, ticari alacak yönetiminde merkezi bir rol oynamaktadır. Bu teoriye göre ticari kredi, mal teslimatı ile nakit

ödeme rutinlerini birbirinden ayırarak işlem maliyetlerini düşürmektedir (Martínez-Sola vd., 2013; Karaca ve Alsu, 2017). Özellikle teslimatların sık yapıldığı iş kollarında, her teslimat için ayrı ödeme yapmak yerine ödemelerin tek bir vadede birleştirilmesi operasyonel verimlilik sağlar (Cheng ve Pike, 2003). Ticari kredi, ödemelerin zamanlamasını önceden belirlenebilir kılarak işletmelerin “ihtiyati nakit bulundurma” gereksinimini azaltır ve nakit akış yönetimini daha etkin hale getirir (Martínez-Sola vd., 2013; Ferris, 1981).

Ancak ticari kredi sağlamanın getirdiği bu avantajların yanı sıra, firma değerini tehdit edebilecek ciddi maliyetleri ve riskleri de bulunmaktadır. Alacaklara bağlanan fonlar, kârlı yatırım alanlarında kullanılabilecek nakdin bu kalemden atılmasına neden olarak bir fırsat maliyeti yaratmaktadır (Nadiri, 1969; Karaca, 2023). Ayrıca, vadeli satışlar ödemelerin gecikmesi veya temerrüde düşülmesi riskini beraberinde getirir; bu durum firmanın likiditesini bozarak finansal sıkıntı maliyetlerini ve idari takip maliyetlerini artırabilir (Martínez-Sola vd., 2013; Nthenge, 2013). Bu bağlamda, sağlanan ticari kredinin firma değerini doğrudan artırırken, fonların alacaklarda bağlanması nedeniyle kârlılığı dolaylı olarak azaltabildiğini, bu durumun işletme açısından kritik öneme sahip olduğunu vurgulamaktadır (Astvansh ve Jindal, 2022).

Güncel literatür, ticari kredi ile firma değeri arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını, aksine “ters U şeklinde” (içbükey) bir yapı sergilediğini savunmaktadır (Karaca, 2023; Martínez-Sola vd., 2013; Qureshi ve Mahmood, 2020). Bu “takas teorisi” (trade-off) uyarınca, düşük alacak seviyelerinde ticari kredinin sağladığı pazar payı artışı ve operasyonel verimlilik gibi faydalar maliyetlerden yüksektir ve bu aşamada alacaklardaki artış firma değerini pozitif etkiler (Martínez-Sola vd., 2013). Ancak, marjinal maliyetin marjinal faydayı eşitlediği “optimum seviye” aşıldığında, artan finansman yükü, fırsat maliyeti ve temerrüt riskleri firma değerini düşürmeye başlamaktadır (Karaca, 2023; Martínez-Sola vd., 2013). İşletmelerin bu hedeflenen optimum seviyeden uzaklaşmaları doğrudan piyasa değerinde azalmaya neden olmaktadır (Martínez-Sola vd., 2013; Karaca, 2023). Özellikle banka kredilerine erişimin kısıtlı olduğu gelişmekte olan piyasalarda, ticari kredinin bir finansman kaynağı olarak yönetimi firma değeri için kritik bir öneme sahiptir (Karaca, 2023; Fisman ve Love, 2003).

Bu çalışma, ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi BIST kimya sektörü firmaları özelinde inceleyerek mevcut literatüre katkı sunmayı amaçlamaktadır. Literatürde Martínez-Sola vd. (2013), Qureshi ve Mahmood (2020), Karaca (2019, 2023) ve Kim vd. (2024) gibi çalışmalar ticari alacaklar ile firma değeri ilişkisini çoğunlukla geniş imalat sanayi, finansal olmayan firmalar veya farklı ülke örneklemeleri üzerinden ele almıştır. Bu çalışma ise

Borsa İstanbul'da işlem gören kimya sektörü firmalarının 2015Q1-2025Q3 dönemine ait çeyrek dönem verilerini kullanarak söz konusu ilişkiyi alt sektör bağlamında değerlendirmektedir. Ayrıca çalışma, ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiye ilişkin önceki bulguları BIST kimya sektörü bağlamında ele alarak, ticari alacakların firma değeri üzerindeki etkisinin sektörel koşullar altında nasıl şekillendiğine yönelik güncel bulgular ile literatüre katkı sunmaktadır.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Ticari kredi politikası, firmaların müşterilerine vadeli satış imkânı tanınması yoluyla satış sürekliliğini destekleyen, müşteri ilişkilerini güçlendiren ve rekabetçi konumlarını etkileyen stratejik bir işletme sermayesi kararıdır. Bu yönüyle ticari alacaklar, yalnızca kısa vadeli varlık yapısının bir unsuru olarak değil, firma değerini etkileyebilecek finansal ve stratejik bir politika değişkeni olarak ele alınmaktadır. Cheng ve Pike (2003), ticari kredi sunumunun müşteri ilişkilerini geliştirme, fiyatlandırma esnekliği sağlama, müşterilere finansman kolaylığı yaratma ve sektör normlarına uyum sağlama gibi gerekçelerle açıklandığını ortaya koymuştur. Bu bulgu, ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisinin yalnızca alacak tutarının büyüklüğüyle değil, aynı zamanda bu politikanın rekabet, müşteri bağlılığı ve piyasa konumlanması içindeki rolüyle birlikte değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

Literatürde ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi açıklayan en güçlü yaklaşım, ilişkinin doğrusal olmadığı yönündedir. Martínez-Sola vd. (2013), ticari alacakların net satışlara oranı ve toplam aktiflere oranı ile firma değeri göstergeleri olan Tobin's Q ve Market/Book oranı arasında ters U biçiminde bir ilişki bulunduğunu göstermiştir. Bu sonuç, ticari alacakların belirli bir seviyeye kadar firma değerini artırdığını, ancak optimal düzeyin aşılması hâlinde firma değeri üzerinde azaltıcı etki yarattığını ortaya koymaktadır. Çalışmada optimal ticari alacak düzeyinden sapma değişkeninin firma değerini negatif etkilemesi, ticari kredi politikasında değer maksimizasyonunun alacak düzeyinin artırılmasından ziyade optimal seviyenin korunmasına bağlı olduğunu göstermektedir.

Türkiye bağlamında yapılan çalışmalar da ticari alacaklar ile firma değeri arasındaki ilişkinin doğrusal olmayan yapısını desteklemektedir. Karaca (2019), BIST imalat sanayi firmaları üzerinde yaptığı çalışmada ticari alacakların net satışlara oranı ve dönen varlıklara oranı ile Tobin's Q ve piyasa değeri/defter değeri oranı arasında kuadratik ve içbükey bir ilişki tespit etmiştir. Bu kapsamda ticari alacakların doğrusal terimleri firma değerini pozitif etkilerken, karesel terimleri negatif etki göstermektedir. Dolayısıyla düşük seviyedeki

ticari alacaklar firma değerini artırırken, yüksek seviyelerde ticari alacakların değer azaltıcı bir yapıya dönüştüğü görülmektedir. Bu bulgu, ticari kredi politikasının firma değeri açısından sınırsız biçimde genişletilebilecek bir politika olmadığını; aksine firma değerini maksimize eden belirli bir ticari alacak düzeyinin bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Karaca (2023) tarafından yapılan çalışma, ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiye dinamik bir boyut kazandırmaktadır. Çalışmada ticari kredi, alacakların net satışlara oranı ve alacakların dönen varlıklara oranı ile ölçülmüş; firma değeri ise Tobin's Q ve Market/Book oranı ile temsil edilmiştir. Bulgular, ticari kredi ile firma değeri arasında ters U biçiminde bir ilişki bulunduğunu ve optimal ticari kredi düzeyinden sapmaların firma değerini negatif etkilediğini göstermektedir. Ayrıca ticari kredi ile firma değeri arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin tespit edilmesi, ticari kredi politikasının yalnızca firma değerini etkileyen bir unsur olmadığını, firma değerindeki değişimlerin de ticari kredi kararlarını şekillendirebildiğini göstermektedir. Bu sonuç, ticari kredi politikasının dinamik, karşılıklı etkileşime açık ve firma değerine duyarlı bir finansal karar alanı olduğunu ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan piyasalara ilişkin kanıtlar da optimal ticari alacak düzeyi yaklaşımını desteklemektedir. Qureshi ve Mahmood (2020), Güney Asya yükselen piyasa ekonomilerinde ticari alacakların satışlara oranı ile firma değeri arasında doğrusal olmayan bir ilişki bulunduğunu belirlemiştir. Çalışmada firma değeri Tobin's Q ve Market/Book oranı ile ölçülmüş; ticari alacakların doğrusal terimi firma değerini pozitif, karesel terimi ise negatif etkilemiştir. Bu sonuç, ticari alacakların düşük düzeylerde değer yaratıcı, yüksek düzeylerde ise değer azaltıcı bir etki doğurduğunu göstermektedir. Böylece gelişmekte olan piyasalarda ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisinin, alacakların düzeyine ve bu düzeyin optimal sınırı aşp aşmadığına bağlı olarak farklılaştığı anlaşılmaktadır.

Ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin yönü, ticari alacak değişkeninin nasıl ölçüldüğüne göre de farklılaşabilmektedir. Alsu ve Karaca (2018), BIST imalat sanayi firmaları üzerinde ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisini incelemiş ve firma değerini Tobin's Q oranına göre ikili kategorik değişkene dönüştürmüştür. Çalışmada ticari alacakların net satışlara oranı firma değerini negatif ve anlamlı biçimde etkilerken, ticari alacakların toplam aktiflere oranı firma değerini pozitif ve anlamlı biçimde etkilemiştir. Bu farklılaşma, ticari alacakların satış hacmine göre mi yoksa varlık yapısı içindeki payına göre mi değerlendirildiğinin ampirik sonuçlar üzerinde belirleyici olabileceğini göstermektedir. Dolayısıyla ticari kredi politikası ile

firma değeri arasındaki ilişkinin analizinde değişken tanımı ve ölçüm biçimi kritik önem taşımaktadır.

Literatürde bazı çalışmalar, ticari alacakların firma değeri üzerindeki etkisinin her durumda optimalite çerçevesinde açıklanamayacağını göstermektedir. Kim vd. (2024), Kore’de iş grupları bağlamında ticari alacaklar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve ticari alacakların toplam aktiflere oranı ile Tobin’s Q arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Ayrıca bu negatif ilişkinin chaebol bağlantılı firmalarda daha güçlü olduğu belirlenmiştir. Ticari alacaklar ile chaebol kukla değişkeni arasındaki negatif etkileşim, iş gruplarına bağlı firmalarda ticari alacak politikasının firma değeri üzerindeki olumsuz etkisinin daha belirgin olabileceğini göstermektedir. Bu bulgu, bazı kurumsal yapılarda ticari alacakların değer yaratıcı bir satış politikası olmaktan ziyade etkin olmayan kaynak tahsisi, grup içi finansman ilişkileri veya piyasa tarafından olumsuz değerlendirilen bir işletme sermayesi kararı olarak algılanabileceğine işaret etmektedir.

Ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisi, sağlanan ve alınan ticari kredi ayrımı yapıldığında daha farklı bir boyut kazanmaktadır. Astvansh ve Jindal (2022), firmaların tedarikçilerinden aldığı ticari kredi ile müşterilerine sağladığı ticari kredinin firma değeri üzerindeki etkilerinin ayrıştığını göstermiştir. Çalışmada alınan ticari kredinin firma değerini doğrudan negatif etkilediği, müşterilere sağlanan ticari kredinin ise firma değerini doğrudan pozitif etkilediği belirlenmiştir. Bu sonuç, piyasanın sağlanan ticari krediyi müşteri ilişkileri, satış potansiyeli ve ticari ağ içindeki güçlü konumun bir göstergesi olarak değerlendirebildiğini göstermektedir. Buna karşılık alınan ticari kredinin firma değeri üzerindeki negatif etkisi, bu tür kredi kullanımının piyasa tarafından finansman ihtiyacı veya risk algısı ile ilişkilendirilebileceğine işaret etmektedir.

Firma değeri ile ticari kredi politikası arasındaki ilişkinin yönü, yalnızca ticari kredinin firma değeri üzerindeki etkisiyle sınırlı değildir. Shahzad vd. (2022), Çin firmaları üzerinde firma değerinin ticari kredi arzı ve ticari kredi talebi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada firma değeri Tobin’s Q ile ölçülmüş; ticari kredi arzı müşteri tahsilat günleri, ticari kredi talebi ise tedarikçi ödeme günleri ile temsil edilmiştir. Bulgular, firma değerinin ticari kredi arzını pozitif, ticari kredi talebini ise negatif etkilediğini göstermektedir. Bu durum, yüksek firma değerine sahip işletmelerin müşterilerine daha fazla ticari kredi sunabildiğini, buna karşılık tedarikçilerden ticari kredi kullanma ihtiyacının azalabildiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişki tek yönlü değil, karşılıklı ve dinamik bir yapı göstermektedir.

Ticari alacak politikasının firma değerine etkisi, alacakların yönetim biçimi ve kullanılan finansal araçlar üzerinden de değerlendirilmektedir. Michalski (2009), ticari alacak faktoringinin firma değeri üzerindeki etkisini teorik bir çerçevede ele almıştır. Çalışmada faktoringin işletme sermayesinde fonları serbest bırakma, tahsilat maliyetlerini azaltma, alacak riskini devretme ve sermaye maliyetini düşürme yoluyla firma değerini artırabileceği ifade edilmektedir. Bu yaklaşım, ticari alacakların firma değerine etkisinin yalnızca alacakların düzeyiyle sınırlı olmadığını, aynı zamanda bu alacakların nasıl finanse edildiği, nasıl tahsil edildiği ve hangi risk yönetimi araçlarıyla desteklendiğiyle de yakından ilişkili olduğunu göstermektedir.

Ticari kredi politikalarının belirleyicilerine odaklanan çalışmalar, firma değeriyle kurulan ilişkinin arka planını açıklama açısından tamamlayıcı niteliktedir. Niskanen ve Niskanen (2006), ticari alacak politikasının firma büyüklüğü, firma yaşı, satış büyümesi ve faaliyet bölgesi gibi firma özelliklerinden etkilendiğini göstermiştir. Firma büyüklüğü ve satış büyümesi ticari alacak düzeyini artırırken, firma yaşı ile ticari alacaklar arasında ters U biçiminde bir ilişki tespit edilmiştir. Karaca ve Alsu (2017) ise BIST imalat sanayi firmalarında ticari alacak politikası ile ticari borç politikası, satış etkinliği, stoklar ve hazır değerler arasında anlamlı ilişkiler bulunduğunu ortaya koymuştur. Bu sonuçlar, ticari alacak politikasının firma değerini etkileyebilecek bağımsız bir karar alanı olmakla birlikte, firmanın işletme sermayesi yapısı, satış politikası, likidite tercihi ve ticari borçlanma davranışıyla birlikte şekillendiğini göstermektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, literatürde ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin doğrusal, tek yönlü ve homojen bir yapı göstermediğini ortaya koymaktadır. Martínez-Sola vd. (2013), Karaca (2019), Qureshi ve Mahmood (2020) ile Karaca (2023), ticari alacaklar ile firma değeri arasında ters U biçiminde bir ilişki bulunduğunu göstererek optimal ticari alacak düzeyinin önemini vurgulamaktadır. Alsu ve Karaca (2018), ticari alacakların firma değeri üzerindeki etkisinin değişkenin ölçüm biçimine göre farklılaşabileceğini ortaya koymaktadır. Kim vd. (2024), bazı kurumsal yapılarda ticari alacakların firma değeri üzerinde doğrudan negatif etki yaratabileceğini gösterirken; Astvansh ve Jindal (2022), sağlanan ticari kredi ile alınan ticari kredinin firma değeri açısından farklı sonuçlar doğurduğunu ortaya koymaktadır. Shahzad vd. (2022) ise firma değerinin ticari kredi politikalarını etkileyebileceğini belirleyerek ilişkiye ters nedensellik boyutu kazandırmaktadır. Bu çerçevede ticari kredi politikası, firma değeri açısından hem değer yaratıcı hem de değer azaltıcı potansiyele sahip, optimal düzeyi, ölçüm biçimi, kurumsal bağlamı ve yönetim kalitesi dikkate alınması gereken stratejik bir finansal karar alanı olarak değerlendirilebilir.

### 3. VERİ ve METODOLOJİ

#### 3.1. Veri Seti

Bu çalışmanın temel amacı, ticari alacak uygulamalarıyla temsil edilen ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu doğrultuda çalışmanın analizinde, firmalar arası farklılıkları ve zaman boyutundaki değişimleri birlikte dikkate alan panel veri seti kullanılmıştır. Veri seti, 2015Q1-2025Q3 döneminde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören kimya sektörü firmalarından oluşmakta olup, 27 firmaya ait çeyrek dönemlik gözlemleri kapsamaktadır. Örnekleme yer alan firmalar, veri erişilebilirliği ve BIST'te işlem görme durumları dikkate alınarak belirlenmiştir. Bu durum, çalışmanın analizinin tutarlılığı ve güvenilirliği açısından önem taşımaktadır. Kimya sektörü; faaliyet yapısı, işletme sermayesi ihtiyacı, üretim süreçleri ve vadeli satış uygulamaları nedeniyle ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkilerinin incelenmesi açısından uygun bir araştırma alanı sunmaktadır. Genel olarak panel veri yapısı, hem firmalar arası farklılıkları hem de zaman içerisindeki değişimleri dikkate alarak BIST kimya sektörü özelinde ticari alacak politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin kapsamlı biçimde değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır. Bu kapsamda çalışmada kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 1'de verilmiştir.

*Tablo 1. Değişkenler ve Tanımları*

Bağımlı Değişken		
Kod	Değişken Adı	Açıklama
TOBINQ	Firma Değeri	Özkaynakların piyasa değeri ile toplam yükümlülüklerin toplamının, varlıkların defter değerine oranı
Bağımsız Değişkenler		
Kod	Değişken Adı	Açıklama
ARNS	Ticari Alacaklar/Net Satışlar	Ticari alacakların toplam satışlara oranı
ARCA	Ticari Alacaklar/Dön. Varlık	Ticari alacakların dönen varlıklara oranı
Kontrol Değişkenleri		
Kod	Değişken Adı	Açıklama
GROWTH	Satışlardaki Değişim	Yıllık satış büyüme oranı $[(t_2 - t_1) / t_1]$
SIZE	Firma Büyüklüğü	Net satışların doğal logaritması
LEV	Kaldıraç Oranı	Toplam borç/Toplam öz sermaye

Tablo 1’de çalışmanın analizinde kullanılan değişkenler ve bu değişkenlere ilişkin açıklamalara yer verilmektedir. Araştırmanın bağımlı değişkeni firma değeri olup, TOBINQ göstergesi ile temsil edilmiştir. Çalışmada ticari kredi politikası iki farklı göstergeyle ölçülmüştür. Bunlardan ARNS, ticari alacakların net satışlara oranını ifade ederek firmaların satış hacmi içinde vadeli satış uygulamalarının ağırlığını göstermektedir. ARCA ise ticari alacakların dönen varlıklara oranını temsil etmekte ve ticari alacakların işletme sermayesi yapısı içindeki payını ortaya koymaktadır. Bu iki değişken, ticari kredi politikasının hem satış politikası hem de kısa vadeli varlık yönetimi açısından değerlendirilmesine imkân tanımaktadır. Modelde ayrıca firma değerini etkileyebilecek temel firma içi unsurları kontrol etmek amacıyla satış büyümesi (GROWTH), firma büyüklüğü (SIZE) ve kaldıraç oranı (LEV) değişkenlerine yer verilmiştir.

### 3.2. Metodoloji

Bu çalışma, ticari kredi (ticari alacak) politikasının firma değeri üzerindeki etkilerini, dinamik panel veri çerçevesinde incelemeyi amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda ve ampirik sonuçların güvenilirliğini sağlamak üzere analizde, durağanlık testlerini, dinamik panel tahmin tekniklerini ve panel veri temelli nedensellik analizini bütünleştiren ekonometrik analiz çerçevesi benimsenmiştir. İlk aşamada değişkenlerin durağanlık özellikleri, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen Yatay Kesit Ortalamalarıyla Genişletilmiş IPS (CIPS) panel birim kök testi kullanılarak incelenmiştir. Bu test, firmalar arasında olası yatay kesit bağımlılığının bulunması dikkate alındığında özellikle uygun bir yöntemdir. Standart IPS yaklaşımını yatay kesit ortalamalarıyla genişleten CIPS testi, ortak şoklar ve karşılıklı bağımlılıkların bulunduğu panel veri yapılarında dahi güvenilir çıkarımlar yapılmasına olanak tanımaktadır (Karaca vd., 2025). Tüm değişkenler için birim kök temel hipotezi test edilmiş ve elde edilen sonuçlar serilerin düzey değerlerinde durağan olduğunu göstermiştir. Bu durum, fark alma işlemine gerek duyulmaksızın analizin sürdürülmesine imkân sağlamaktadır.

Durağanlık analizinin ardından temel ampirik model, Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (System GMM) tahmincisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu yaklaşım, panel veri analizinde içsellik, gözlenemeyen heterojenlik ve dinamik süreklilik gibi temel ekonometrik sorunları dikkate aldığından tercih edilmiştir. Gecikmeli bağımlı değişkenlerin modele dâhil edilmesi, firma değerindeki dinamik uyum sürecini belirlerken; potansiyel içsellik sorununu azaltmak amacıyla içsel araç değişkenlerden yararlanılmaktadır. Model, bir gecikmeli yapı ve sağlam standart hatalar kullanılarak tahmin edilmiş ve böylece tutarlı çıkarımlar elde edilmesi amaçlanmıştır. Model spesifikasyonunun ve araç değişken setinin geçerliliğini değerlendirmek amacıyla Arellano–Bond

otokorelasyon testleri (AR(1) ve AR(2)) ile aşırı tanımlama kısıtlarına ilişkin Sargan testi uygulanmıştır.

Nedenselliğin yönünü ve etkilerin dinamik aktarım sürecini daha ayrıntılı biçimde incelemek amacıyla çalışmada Juodis, Karavias ve Sarafidis (2021) panel Granger nedensizlik testi kullanılmıştır. Bu yaklaşım, yatay kesit birimleri arasında heterojen dinamiklere izin vermekte ve yarım panel jackknife tahmincisi kullanarak kısa panel veri setlerinde ortaya çıkabilecek potansiyel yanlışlıkları düzeltmektedir. Test, kaldıraç bileşenlerinin firma performansının Granger nedeni olup olmadığını incelemekte ve böylece gözlemlenen ilişkilerin altında yatan zamansal ve nedensel yapıya ilişkin kanıtlar sunmaktadır (Karaca, 2025).

Genel olarak CIPS birim kök testi, Sistem GMM tahmini ve panel nedensellik yöntemlerinin birlikte kullanılması; ticari alacaklar ile firma değeri arasındaki doğrusal ve dinamik ilişkinin kapsamlı bir biçimde incelenmesine olanak tanımaktadır. Bu yaklaşım, çalışmanın temel amacıyla doğrudan uyumlu olduğu düşünülmektedir. Test edilecek ampirik model aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

$$TOBINQ_{it} = \beta_0 + \beta_1(TOBINQ_{it-1}) + \beta_2(ARNS_{it}) + \beta_3(ARCA_{it}) + \beta_4(GROWTH_{it}) + \beta_5(SIZE_{it}) + \beta_6(LEV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Burada  $TOBINQ_{it}$  firma değerini ifade ederken,  $(TOBINQ_{it-1})$  TOBIN Q'nun bir dönem gecikmeli değerini temsil etmekte ve firma değerindeki dinamik sürekliliği yakalamak amacıyla modele dâhil edilmektedir.  $(LEV_{it})$  kaldıraç değişkenini ifade etmekte olup,  $(GROWTH_{it})$  ve  $(SIZE_{it})$  ise firmaya özgü kontrol değişkenlerini ifade etmektedir.

### 3.3. Analiz Sonuçları

*Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TOBINQ	1032	1.744	1.129	.145	10.029
ARNS	1032	.52	.523	0	4.336
ARCA	1032	.376	.178	0	.881
GROWTH	1032	.417	.735	-.776	12.745
SIZE	1032	20.334	2.305	14.657	27.421
LEV	1032	.628	38.209	-1173.735	113.711

Tablo 2'de analizde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. TOBINQ değişkeninin ortalama değerinin 1,744 olması, örneklem kapsamındaki firmaların piyasa değerinin genel olarak varlıklarının defter değerinin üzerinde gerçekleştiğini göstermektedir. Ticari kredi politikasını temsil eden ARNS değişkeninin ortalama değerinin 0,520 olması, ticari

alacakların net satışlar içinde önemli bir paya sahip olduğuna işaret etmektedir. ARCA değişkeninin ortalama değerinin 0,376 olması ise ticari alacakların dönen varlıklar içinde dikkate değer bir ağırlığa sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, BIST kimya sektörü firmalarında ticari alacakların hem satış politikası hem de işletme sermayesi yönetimi açısından önemli bir unsur olduğunu ortaya koymaktadır. Kontrol değişkenleri incelendiğinde, GROWTH değişkeninin pozitif ortalama değeri firmaların genel olarak satış büyümesi sergilediğini göstermektedir. SIZE değişkeni firmaların ölçek düzeyine ilişkin genel bir görünüm sunarken, LEV değişkenindeki geniş minimum ve maksimum değer aralığı firmaların borçluluk yapıları bakımından belirgin farklılıklar taşıdığını göstermektedir.

*Tablo 3. Korelasyon Tablosu*

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) TOBINQ	1.000					
(2) ARNS	0.002	1.000				
(3) ARCA	-0.010	0.569	1.000			
(4) GROWTH	0.296	-0.066	-0.037	1.000		
(5) SIZE	-0.023	-0.335	-0.212	0.111	1.000	
(6) LEV	-0.027	0.018	-0.011	-0.034	-0.005	1.000

Tablo 3'te değişkenlere ait korelasyon katsayıları sunulmaktadır. Firma değeri ile ticari kredi göstergeleri arasındaki korelasyon katsayılarının oldukça düşük olduğu görülmektedir. TOBINQ ile ARNS arasındaki ilişkinin sıfıra yakın olması, ticari alacakların net satışlara oranı ile firma değeri arasında basit korelasyon düzeyinde güçlü bir ilişkinin bulunmadığını göstermektedir. Benzer şekilde TOBINQ ile ARCA arasındaki negatif fakat oldukça zayıf ilişki, ticari alacakların dönen varlıklar içindeki payının firma değeriyle doğrudan güçlü bir doğrusal ilişki sergilemediğini ortaya koymaktadır. Buna karşılık GROWTH ile TOBINQ arasındaki pozitif korelasyon, satış büyümesinin firma değeri ile daha belirgin bir ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. ARNS ile ARCA arasındaki orta düzeyli pozitif korelasyon ise ticari kredi politikasını temsil eden iki değişkenin ilişkili olduğunu, ancak aynı yapıyı tamamen tekrar etmediğini göstermektedir. Genel olarak korelasyon katsayılarının yüksek düzeylerde olmaması, değişkenler arasında ciddi bir çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmadığını göstermektedir.

Tablo 4. Birim Kök Testi

Değişkenler	CIPS Statistic	10% CV	5% CV	1% CV	Durağanlık
TOBINQ	-2.627***	-2.08	-2.16	-2.3	Durağan
ARNS	-4.298***	-2.08	-2.16	-2.3	Durağan
ARCA	-3.556***	-2.08	-2.16	-2.3	Durağan
GROWTH	-2.646***	-2.08	-2.16	-2.3	Durağan
SIZE	-2.113*	-2.08	-2.16	-2.3	Durağan
LEV	-2.232**	-2.08	-2.16	-2.3	Durağan

Tablo 4'te değişkenlerin durağanlık özellikleri Pesaran CIPS panel birim kök testi aracılığıyla incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre TOBINQ, ARNS, ARCA ve GROWTH değişkenlerine ait test istatistikleri %1 anlamlılık düzeyinde kritik değerlerin altında gerçekleşmiş ve bu değişkenler için birim kök temel hipotezi reddedilmiştir. LEV değişkeni %5, SIZE değişkeni ise %10 anlamlılık düzeyinde durağan bulunmuştur. Bu sonuçlar, analizde kullanılan tüm değişkenlerin düzey değerlerinde durağan olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla model tahminlerinde değişkenlerin farklarının alınmasına gerek bulunmamakta ve analiz düzey değerleri üzerinden sürdürülebilmektedir. Değişkenlerin durağan olması, panel veri tahminlerinden elde edilecek sonuçların güvenilirliği açısından önemli bir ön koşulun sağlandığını göstermektedir.

Tablo 5. Sistem GMM Analiz Sonuçları

Değişkenler	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
L1.TOBINQ	.706	.019	36.87	.000	***
ARNS	-.09	.043	-2.09	.037	**
ARCA	-.588	.583	-1.01	.314	
GROWTH	.208	.014	14.64	.000	***
SIZE	.037	.017	2.19	.029	**
LEV	-.001	0	-39.86	.000	***
AR (1)			-3.0915	.002	***
AR (2)			-.88393	.376	
Sargan Test			23.01397	P>0.10	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Tablo 5'te ticari alacak politikasının firma değeri üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla uygulanan Sistem GMM analizine ilişkin bulgular sunulmaktadır. Modelde yer alan gecikmeli TOBINQ değişkeninin pozitif

ve %1 düzeyinde anlamlı olması, firma değerinin dinamik bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle, firmaların önceki dönem firma değeri cari dönem firma değerini güçlü biçimde açıklamaktadır. Bu bulgu, piyasa değerlemesinin kısa dönemde tamamen değişkenlik göstermediğini, geçmiş dönem firma değerinden önemli ölçüde etkilendiğini ortaya koymaktadır.

Ticari kredi politikası değişkenleri incelendiğinde, ARNS değişkeninin katsayısının negatif ve %5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuç, ticari alacakların net satışlara oranındaki artışın firma değeri üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle, satış hacmine kıyasla daha yüksek düzeyde ticari alacak taşıyan firmalarda piyasa değerinin olumsuz etkilenebileceği anlaşılmaktadır. Bu durum, vadeli satış uygulamalarının tahsilat riski, nakit akışı baskısı ve işletme sermayesinin alacaklarda bağlanması yoluyla firma değeri üzerinde negatif bir etki yaratabileceğine işaret etmektedir. ARCA değişkeninin katsayısı negatif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu nedenle ticari alacakların dönen varlıklar içindeki payının firma değeri üzerinde doğrudan ve istatistiksel olarak güçlü bir etkisinin bulunmadığı söylenebilir.

Kontrol değişkenleri açısından GROWTH değişkeninin pozitif ve %1 düzeyinde anlamlı olması, satış büyümesinin firma değerini artıran önemli bir unsur olduğunu göstermektedir. SIZE değişkeninin pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı bulunması, büyük ölçekli firmaların piyasa tarafından daha olumlu değerlendirilebildiğine işaret etmektedir. Buna karşılık LEV değişkeninin negatif ve %1 düzeyinde anlamlı olması, borçluluk düzeyindeki artışın firma değerini azalttığını göstermektedir. Bu sonuç, yüksek kaldıraç düzeyinin finansal risk algısını artırarak piyasa değerini baskılayabileceği şeklinde yorumlanabilir.

Modelin tanısıl test sonuçları da tahminlerin geçerliliğini desteklemektedir. AR(1) testinin anlamlı, AR(2) testinin ise anlamsız olması Sistem GMM yaklaşımı açısından beklenen bir durumdur. Özellikle AR(2) testinin anlamsız olması, ikinci dereceden otokorelasyon sorununun bulunmadığını göstermektedir. Sargan testinde aşırı tanımlama kısıtlarının reddedilmemesi ise kullanılan araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin destekleyici kanıt sunmaktadır. Bu çerçevede Sistem GMM sonuçları, ticari alacakların satışlara oranındaki artışın firma değerini olumsuz etkilediğini; büyüme ve firma ölçeğinin firma değerini desteklediğini, kaldıraç oranının ise firma değerini azalttığını ortaya koymaktadır.

Tablo 6. Juodis, Karavias and Sarafidis (2021) Granger non-causality Test

	Coefficient	Std. err.	z	P-value	Sig.
L1.ARNS	0.082	0.045	1.810	0.070	*
L1.ARCA	-0.595	0.331	-1.800	0.072	*
L1.GROWTH	0.237	0.038	6.310	0.000	***
L1.SIZE	0.058	0.036	1.600	0.109	
L1.LEV	-0.001	0.000	-12.240	0.000	***

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Tablo 6’da ticari alacak politikası ile firma değeri arasındaki nedensellik ilişkisini incelemek amacıyla uygulanan Juodis, Karavias ve Sarafidis (2021) panel Granger nedensellik testi sonuçları yer almaktadır. Elde edilen bulgulara göre, ticari alacakların net satışlara oranını ifade eden ARNS değişkeni %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuç, firmaların satışlarına kıyasla sahip oldukları ticari alacak düzeyinin firma değeri üzerinde zaman içinde açıklayıcı bir rol oynadığını göstermektedir. Ticari alacakların dönen varlıklara oranını temsil eden ARCA değişkeni de %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Ancak ARCA katsayısının negatif olması, ticari alacakların dönen varlıklar içindeki payının artmasının firma değeri üzerinde olumsuz bir etki oluşturabileceğine işaret etmektedir. Bu durum, ticari alacakların işletme sermayesi içinde yüksek bir ağırlığa sahip olmasının likidite yönetimini zorlaştırabileceği ve piyasa değerlemesini negatif yönde etkileyebileceği şeklinde yorumlanabilir. Kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde, GROWTH değişkeninin pozitif ve %1 düzeyinde anlamlı olması, satış büyümesinin firma değerini destekleyen güçlü bir unsur olduğunu ortaya koymaktadır. Buna karşılık SIZE değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olmaması, firma büyüklüğünün bu nedensellik ilişkisi içinde belirleyici bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir. LEV değişkeninin negatif ve %1 düzeyinde anlamlı bulunması ise borçluluk düzeyindeki artışın firma değeri üzerinde olumsuz bir etki yarattığını göstermektedir. Genel olarak Tablo 6 sonuçları, ticari alacak politikasının firma değeri üzerinde dinamik bir etkiye sahip olduğunu; ancak bu etkinin ticari alacakların satışlara oranı ya da dönen varlıklar içindeki payı üzerinden ölçülmesine bağlı olarak farklılaşabildiğini ortaya koymaktadır. Bu nedenle ticari alacak politikası, yalnızca satışları artırmaya yönelik bir uygulama olarak değil, aynı zamanda likidite yönetimi, tahsilat riski ve firma değeri üzerinde etkili olan stratejik bir finansal karar alanı olarak değerlendirilmelidir.

#### 4. SONUÇ, POLİTİKA ve ÖNERİLER

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören kimya sektörü firmalarında ticari kredi politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi 2015Q1-2025Q3 dönemi çeyrek dönemlik verileri üzerinden incelemiştir. Çalışmada firma değeri TOBINQ göstergesi ile temsil edilmiş; ticari kredi politikası ise ticari alacakların net satışlara oranı ve ticari alacakların dönen varlıklara oranı üzerinden değerlendirilmiştir. Analiz sürecinde öncelikle değişkenlerin durağanlık özellikleri Pesaran CIPS panel birim kök testi ile incelenmiş, ardından ticari alacak politikasının firma değeri üzerindeki etkisi Sistem GMM yöntemiyle tahmin edilmiş ve değişkenler arasındaki dinamik nedensellik ilişkisi Juodis, Karavias ve Sarafidis (2021) panel Granger nedensizlik testi ile araştırılmıştır.

Elde edilen bulgular, BIST kimya sektörü firmalarında firma değerinin dinamik bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Sistem GMM sonuçlarında gecikmeli TOBINQ değişkeninin pozitif ve anlamlı bulunması, önceki dönem firma değerinin cari dönem firma değerini güçlü biçimde açıkladığını ortaya koymaktadır. Bu sonuç, piyasa değerlemesinin kısa dönemde süreklilik gösterdiğini ve firmaların geçmiş dönem değerlendirme performansının cari değer üzerinde belirleyici olduğunu göstermektedir. Ticari kredi politikası açısından en dikkat çekici bulgu, ticari alacakların net satışlara oranının firma değeri üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olmasıdır. Bu sonuç, satış hacmine kıyasla yüksek düzeyde ticari alacak taşıyan firmalarda piyasa değerinin olumsuz etkilenebileceğine işaret etmektedir. Buna karşılık ticari alacakların dönen varlıklar içindeki payı negatif katsayıya sahip olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla çalışmanın temel bulgusu, ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisinin özellikle satışlara oranla ölçülen ticari alacak düzeyi üzerinden belirginleştiği yönündedir.

Kontrol değişkenlerine ilişkin bulgular da firma değerinin belirleyicileri açısından önemli sonuçlar sunmaktadır. Satış büyümesinin pozitif ve anlamlı etkisi, büyüme potansiyeli yüksek firmaların piyasa tarafından daha olumlu değerlendirildiğini göstermektedir. Firma büyüklüğünün pozitif etkisi, büyük ölçekli firmaların piyasa değerlemesi açısından daha avantajlı bir konuma sahip olabileceğine işaret etmektedir. Buna karşılık kaldıraç oranının negatif ve anlamlı etkisi, borçluluk düzeyindeki artışın firma değeri üzerinde baskılayıcı bir unsur olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sonuç, yüksek borçluluk düzeyinin finansal risk algısını artırarak yatırımcı değerlendirmelerini olumsuz etkileyebileceğini göstermektedir.

Nedensellik testi sonuçları, ticari alacak politikasının firma değeriyle zaman boyutunda ilişkili olduğunu desteklemektedir. Juodis, Karavias ve Sarafidis panel Granger nedensizlik testi bulgularına göre, ticari alacakların net satışlara oranı

ve ticari alacakların dönen varlıklara oranı firma değeri üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde açıklayıcı bir rol oynamaktadır. Bu sonuç, ticari alacak politikasının firma değeri üzerindeki etkisinin yalnızca eşanlı bir ilişki olarak değil, aynı zamanda dinamik bir yapı içinde de değerlendirilebileceğini göstermektedir. Ancak bu bulguların %10 anlamlılık düzeyinde elde edilmiş olması, sonuçların temkinli yorumlanmasını gerektirmektedir. Sistem GMM ve nedensellik bulguları birlikte değerlendirildiğinde, BIST kimya sektörü firmalarında ticari alacak politikasının firma değeri açısından önemli olduğu; ancak bu etkinin kullanılan ticari alacak göstergesine göre farklılaşabildiği görülmektedir.

Çalışmanın bulguları, BIST kimya sektörü firmalarında ticari alacak politikasının firma değeri açısından dikkatle yönetilmesi gereken stratejik bir karar alanı olduğunu göstermektedir. Ticari alacakların net satışlara oranındaki artışın firma değerini negatif etkilemesi, vadeli satış uygulamalarının kontrolsüz biçimde genişletilmesinin piyasa değeri üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabileceğine işaret etmektedir. Bu nedenle firmaların satış artırma hedefi ile tahsilat riski, nakit akışı dengesi ve işletme sermayesi yönetimi arasında daha dikkatli bir denge kurmaları gerekmektedir.

Firma yöneticileri açısından ticari kredi koşullarının müşteri bazlı risk değerlendirmesine dayalı olarak belirlenmesi önem taşımaktadır. Müşterilerin ödeme geçmiş, finansal gücü ve tahsilat performansı dikkate alınarak daha seçici bir kredi politikası izlenmelidir. Ayrıca alacak tahsil sürelerinin düzenli takip edilmesi, geciken alacaklara yönelik erken uyarı mekanizmalarının kullanılması ve gerektiğinde faktoring ya da alacak sigortası gibi araçlardan yararlanılması, ticari alacakların firma değeri üzerindeki olumsuz etkisini sınırlandırabilir.

Yatırımcılar açısından ise ticari alacakların satışlara oranı, firma değerlemesinde dikkate alınması gereken önemli bir gösterge olarak değerlendirilebilir. Satış büyümesi olumlu bir sinyal olmakla birlikte, bu büyümenin ne ölçüde nakde dönüştüğü ve ticari alacaklarda aşırı birikime yol açıp açmadığı ayrıca incelenmelidir. Bu nedenle yatırımcıların firma değerlemesi yaparken satış büyümesi, alacak yönetimi ve kaldıraç düzeyini birlikte değerlendirmeleri daha sağlıklı sonuçlar sunabilir.

Gelecek çalışmalarda farklı sektörlerin karşılaştırmalı olarak incelenmesi, ticari alacak politikasının firma değeri üzerindeki etkisinin sektörel koşullara göre değişip değişmediğini daha açık biçimde ortaya koyabilir. Ayrıca firma değeri için alternatif göstergelerin kullanılması ve alacak tahsil süresi, nakit dönüşüm süresi ya da şüpheli alacak karşılıkları gibi değişkenlerin modele dâhil edilmesi, ticari kredi politikasının firma değeri üzerindeki etkisine ilişkin daha kapsamlı bulgular sağlayabilir.

## Kaynakça

- Abubakar, Y., & Olowe, G. J. (2019). Accounts receivable management and financial performance of selected quoted firms in Nigeria. *International Journal of Research and Scientific Innovation (IJRSI)*, 6(4), 141-145.
- Abuhommous, A. A. (2017). The impact of offering trade credit on firms' profitability. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 28(6), 29-40.
- Alsü, E., & Karaca, C. (2018). Ticari kredi politikasının firma değeri üzerine etkisi: BIST imalat sanayi örneği. 22. *Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı* (ss. 1097-1112). Mersin.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Astvansh, V., & Jindal, N. (2022). Differential effects of received trade credit and provided trade credit on firm value. *Production and Operations Management*, 31(2), 781-798. <https://doi.org/10.1111/poms.13647>
- Brennan, M. J., Maksimovics, V., & Zechner, J. (1988). Vendor financing. *The journal of finance*, 43(5), 1127-1141.
- Cheng, N. S., & Pike, R. (2003). The trade credit decision: Evidence of UK firms. *Managerial and Decision Economics*, 24(6-7), 419-438. <https://doi.org/10.1002/mde.1049>
- Emery, G. W. (1984). A pure financial explanation for trade credit. *Journal of financial and quantitative analysis*, 19(3), 271-285.
- Ferrando, A. (2015). Discussion of the dynamics of trade credit and bank debt in SME finance: International evidence. In *RBA Annual Conference Volume (Discontinued)*. Reserve Bank of Australia.
- Ferris, J. S. (1981). A transactions theory of trade credit use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243-270.
- Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. *The Journal of finance*, 58(1), 353-374.
- Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial management*, 39(2), 783-805.
- Juodis, A., Karavias, Y., & Sarafidis, V. (2021). A homogeneous approach to testing for Granger non-causality in heterogeneous panels. *Empirical Economics*, 60(1), 93-112. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01970-9>
- Karaca, C. (2025). Finansal Kriz ve COVID-19 Etkisi altında Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerindeki Dinamikleri: MMQR ve Nedensellik Analizlerinden Yeni Kanıtlar. *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1), 79-98.

- Karaca, C. (2023b). A causal and nonlinear relationship between trade credit policy and firm value: Evidence from an emerging market. *Economics and Business Review*, 9(1), 153–178. <https://doi.org/10.18559/ebr.2023.4.1074>
- Karaca, C. (2023a). Dynamics of Trade Credit, Bank Credit Extension, Sustainable Economic Growth, and Imports: Evidence from the European Non-Financial Sector. *Sustainability*, 15(17), 12857.
- Karaca, C. (2021). Optimum ticari kredi politikası ve firma performansı: BIST enerji firmaları örneği. E. Altay & E. Demireli (Ed.), *Finans araştırmaları: Finansal piyasalar ve kurumsal finans* içinde (ss. 285–304). Der Kitabevi.
- Karaca, C. (2020). *Firmalarda ticari borç ve alacak yönetimi: Güncel yaklaşımlar ve analitik modeller*. Nobel Bilimsel Eserler.
- Karaca, C. (2019). Ticari alacaklar ile piyasa değeri arasındaki doğrusal olmayan ilişki: BİST imalat sanayinden kanıtlar. 23. *Finans Sempozyumunu Bildiri Kitabı* (ss. 754–764). İstanbul: Marmara Üniversitesi İşletme Fakültesi.
- Karaca, C., & Alsu, E. (2017). İşletmelerde ticari alacak ve borç politikasının belirleyicileri: BIST imalat sanayii üzerinde ekonometrik bir uygulama. *Researcher: Social Science Studies*, 5(4), 146–165.
- Karaca, C., Mensi, W., & Gemici, E. (2025). Inverted U-shaped dynamics of capital structure and firm value: Evidence from an emerging market. *Borsa Istanbul Review*, 25 (5), 939–952.
- Kim, W. S., Lee, S. H., Lee, K. J., & Park, K. (2024). Trade credit and firm value in business groups: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 31(4), 672–695. <https://doi.org/10.1080/16081625.2024.2336133>
- Lee, Y. W., & Stowe, J. D. (1993). Product risk, asymmetric information, and trade credit. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(2), 285–300.
- Long, M. S., Malitz, I. B., & Ravid, S. A. (1993). Trade credit, quality guarantees, and product marketability. *Financial Management*, 22(4), 117–127. <https://doi.org/10.2307/3665582>
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Trade credit policy and firm value. *Accounting & Finance*, 53(3), 791–808. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2012.00488.x>
- McGuinness, G., Hogan, T., & Powell, R. (2018). European trade credit use and SME survival. *Journal of Corporate Finance*, 49, 81–103.
- Michalski, G. (2009). Influence of the Accounts Receivable Factoring on the Firm Value. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, (48 Zarządzanie finansami firm: teoria i praktyka), 566–574.
- Muthoni, J. G., Kiprotich, I., Naibei, N., & Kipyego, M. (2020). Management of accounts receivable and financial performance of manufacturing firms listed in Nairobi Stock Exchange, Kenya. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 10(12), 513–523.

- Nadiri, M. I. (1969). The determinants of trade credit in the US total manufacturing sector. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 408-423.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006). The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: The case of Finnish small firms. *European Financial Management*, 12(1), 81–102. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00311.x>
- Nthenge, M. J. (2013). Relationship between trade credit and value of firms listed at the Nairobi securities exchange. *Unpublished Master Thesis*. School of Business University of Nairobi.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312. <https://doi.org/10.1002/jae.951>
- Pike, R., & Cheng, N. S. (2001). Credit management: an examination of policy choices, practices and late payment in UK companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(7-8), 1013-1042.
- Qureshi, M. U., & Mahmood, Z. (2020). Accounts receivable and firm value: Evidence from South Asian emerging economies. *Pakistan Social Sciences Review*, 4(2), 906–918. DOI: 10.35484/pssr.2020(4-II)74.
- Schwartz, R. A. (1974). An economic model of trade credit. *Journal of financial and quantitative analysis*, 9(4), 643-657.
- Shahzad, U., Zhao, L., Liu, J., & Luo, F. (2022). Corporate value and trade-credit policies: evidence from China. *Journal of Applied Economics*, 25(1), 412-432.
- Smith, J. K. (1987). Trade credit and informational asymmetry. *The journal of finance*, 42(4), 863-872.