

Çalışma Sermayesi Yönetiminde Dönemsel Önceliklerin Değişimi: BİST Tekstil Firmalarının ENTROPİ ve CRITIC Yöntemleriyle İncelenmesi

Cengizhan KARACA¹, Adem Ruhan SÖNMEZ², Selahattin YAVUZ³

¹ Doç. Dr., Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Gaziantep/Türkiye, ckaraca@gantep.edu.tr, ORCID: 0000-0002-8121-7142

² Sorumlu Yazar, Dr. Öğr. Üyesi, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Erzincan/Türkiye, aruhan.sonmez@erzincan.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6494-6482

³ Prof. Dr., Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Erzincan/Türkiye, syavuz@erzincan.edu.tr, ORCID: 0000-0003-3153-2774

Öz: Bu çalışma, işletme sermayesi yönetiminin farklı makroekonomik koşullar altında hangi bileşenler üzerinden şekillendiğini ve dönemsel önceliklerin nasıl değiştiğini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda, Borsa İstanbul'da Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri sektöründe faaliyet gösteren 17 firmanın 2014Q1–2025Q3 dönemine ait çeyreklik verileri kullanılmaktadır ve pandemi öncesi, pandemi dönemi ve enflasyonist dönem olmak üzere üç ayrı alt dönem ele alınmaktadır. Alacak devir süresi, stok devir süresi, ticari borç devir süresi, nakit/aktif oranı, nakit/dönen varlık oranı ve nakit dönüşüm süresi kriterleri, çok kriterli karar verme yöntemlerinden ENTROPİ ve CRITIC yaklaşımlarıyla objektif olarak ağırlıklandırılmıştır. Elde edilen bulgular, Pandemi öncesi dönemde ENTROPİ yöntemi firmalar arasındaki ayrışmanın stok ve alacak devir süreleri üzerinden gerçekleştiğini gösterirken, CRITIC yöntemi ticari borç devir süresini işletme sermayesi yapısının yapısal denge unsuru olarak öne çıkarmaktadır. Pandemi döneminde ENTROPİ sonuçları firmalar arası ayrışmanın ticari borç devir süresi ve nakit oranları üzerinden gerçekleştiğini gösterirken, CRITIC bulguları ticari borç devir süresinin yapısal önemini ve alacak devir süresinin kritik rolünü ortaya çıkarmaktadır. Enflasyonist dönemde ENTROPİ yöntemi firmalar arası ayrışmanın alacak devir süresi ve nakit dönüşüm süresi üzerinden gerçekleştiğini gösterirken, CRITIC sonuçları ticari borç devir süresinin yapısal ve sistemik önemini koruduğunu ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, bu çalışma tüm dönemler açısından çalışma sermayesi unsurlarına yönelik politika önerileri sunmaktadır.

Atf: Karaca, C., Sönmez, A. R., & Yavuz, S. (2026). Çalışma sermayesi yönetiminde dönemsel önceliklerin değişimi: BİST Tekstil firmalarının ENTROPİ ve CRITIC yöntemleriyle incelenmesi. *Fiscaeconomia*, 10(2), 1-28.
<https://doi.org/10.25295/fsecon.18832>
83

Geliş Tarihi: 06.02.2026

Kabul Tarihi: 23.07.2026



Telif Hakkı: © 2026. (CC BY)

(<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Anahtar Kelimeler: Çalışma Sermayesi Yönetimi, Tekstil Sektörü, ENTROPİ Yöntemi, CRITIC Yöntem

Jel Kodları: G31, G32, C44

The Change in Periodic Priorities in Working Capital Management: An Analysis of BIST Textile Companies with ENTROPY and CRITIC Methods

Abstract: This study aims to examine which components constitute working capital management under different macroeconomic conditions and how periodic priorities change. In this regard, quarterly data from 2014Q1–2025Q3 for 17 companies operating in the Textiles, Clothing, and Leather sector on the Istanbul Stock Exchange are used, and three distinct sub-periods are considered: pre-pandemic, pandemic, and inflationary periods. The criteria of accounts receivable turnover, inventory turnover, accounts payable turnover, cash/assets ratio, cash/current assets ratio, and cash conversion cycle are objectively weighted using the ENTROPY and CRITIC approaches from multi-criteria decision-making methods. The findings indicate that prior to the pandemic, the ENTROPY method shows differentiation between companies based on inventory and account receivables turnover, while the CRITIC method highlighted account payable turnover as a structural balance factor in the working capital structure. During the pandemic period, ENTROPY results show that differentiation between companies occurred through account payable turnover and cash ratios, while CRITIC findings reveal the structural importance of account payable turnover period and the critical role of account receivables

turnover. During the inflationary period, the ENTROPY method shows that differentiation between companies occurred through the receivables turnover and cash conversion, while CRITIC results reveal that the commercial debt turnover retained its structural and systemic importance. In this context, this study offers policy recommendations for working capital elements across all periods.

Keywords: Working Capital Management, Textile Industry, ENTROPY Method, CRITIC Method

Jel Codes: G31, G32, C44

1. Giriş

İşletmelerin günlük faaliyetlerini kesintisiz biçimde sürdürebilmesi, kısa vadeli yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesi ve finansal esnekliğini koruyabilmesi büyük ölçüde çalışma sermayesinin etkin yönetimine bağlıdır. Çalışma sermayesi, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki dengeyi ifade etmekte; nakit, alacaklar, stoklar ve ticari borçlar gibi temel unsurlar aracılığıyla işletmenin likidite-kârlılık-risk dengesini şekillendirmektedir. Özellikle finansal kısıtların belirgin olduğu, kredi maliyetlerinin yükseldiği ve belirsizliğin arttığı dönemlerde çalışma sermayesi, yalnızca operasyonel bir araç olmaktan çıkmakta; işletmenin hayatta kalmasını, şoklara karşı dayanıklılığını ve değer yaratma kapasitesini doğrudan etkileyen stratejik bir yönetim alanına dönüşmektedir. Bu yönüyle çalışma sermayesi yönetimi, firma performansının ve finansal istikrarın temel belirleyicilerinden biri olarak hem akademik literatürde hem de uygulamada merkezi bir konum edinmiştir.

Finansal kısıtlar ve banka kredilerine yüksek bağımlılık altında faaliyet gösteren işletmeler için işletme sermayesinin etkin yönetimi, işletmenin sürekliliğini ve hayatta kalmasını destekleyen, finansal sıkıntı riskini azaltan temel bir mekanizma olarak öne çıkmaktadır (Sensini & Vazquez, 2021; Karaca, 2023; García-Teruel & Martínez-Solano, 2007). Ayrıca, COVID-19 kaynaklı ekonomik kriz, kapsamı ve şiddeti itibarıyla önceki finansal krizlerden farklılaşmış; bu süreçte işletme sermayesi yönetimi, firmaların likiditesini koruması ve kriz koşullarında ayakta kalabilmesi açısından kritik bir politika aracı haline gelmiştir (Zimon & Tarighi, 2021; Song vd., 2021; Salehi vd., 2019). Özellikle COVID-19 sonrası dönemde, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de yaşanan yüksek enflasyon, firmalar açısından çalışma sermayesi yönetiminin ne denli kritik hale geldiğini bir kez daha ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, farklı makroekonomik koşullar altında işletme sermayesinin hangi bileşenleri üzerinden şekillendiği ve firmaların çalışma sermayesi yönetiminde dönemsel olarak hangi unsurlara öncelik verdiği sorusu, yalnızca akademik bir tartışma alanı değil; aynı zamanda firmaların krizlere ve enflasyonist ortamlara uyum kapasitesini belirleyen kritik bir araştırma problemine dönüşmektedir.

Literatürde işletme sermayesi yönetimi, firma kârlılığı ve firma değeri üzerindeki etkileri bakımından yoğun biçimde incelenmiş; nakit dönüşüm süresi, alacak, stok ve ticari borç devir süreleri ile likidite göstergelerinin ROA, ROE ve Tobin Q gibi performans ölçütleriyle ilişkisine dair negatif, pozitif ve doğrusal olmayan bulgular rapor edilmiştir (Nguyen vd., 2020; Sawarni vd., 2019; Baños-Caballero vd., 2020; Chambers & Cifter, 2022). Bu ilişkilerin yönü ve gücünün sektör, firma ölçeği, ülke gelişmişlik düzeyi ve makroekonomik koşullara bağlı olarak değiştiği; özellikle pandemi, kriz ve enflasyonist dönemlerde işletme sermayesi bileşenlerinin firma davranışlarını farklı kanallar üzerinden etkilediği vurgulanmaktadır (Akbar vd., 2021; Pant vd., 2022; Tsuruta, 2019; Roy, 2025). Son dönemde ise literatür, işletme sermayesi yönetimini çok boyutlu ve bütüncül bir çerçevede ele alarak, Entropi, CRITIC, AHP, TOPSIS ve WASPAS gibi çok kriterli karar verme yöntemleri aracılığıyla hangi bileşenlerin hangi koşullarda daha belirleyici olduğunu ortaya koymaya odaklanmıştır (Panahian vd., 2014; Babacan & Tuncay, 2022; Çanakçıoğlu, 2020; Korkmaz vd., 2023).

Bu çalışmanın temel katkısı, çalışma sermayesi yönetimini firma kârlılığı veya firma değeri üzerindeki sonuçları üzerinden değil, farklı makroekonomik rejimlerde çalışma sermayesi bileşenlerinin kendi iç göreceli önemlerinin nasıl değiştiği sorusu üzerinden incelemesidir. Çalışma sermayesi literatürü oldukça geniş olmakla birlikte, alacak, stok, ticari borç ve nakit göstergelerinin dönemsel önceliklerini nesnel ağırlıklandırma yöntemleriyle ve rejim-duyarlı bir çerçevede birlikte ele alan çalışmalar daha sınırlıdır. Bu çalışma, pandemi öncesi, pandemi dönemi ve enflasyonist dönem ayrımı altında ENTROPİ ve CRITIC yöntemlerini birlikte kullanarak, bir yandan firmalar arası farklılaşmayı taşıyan kriterleri, diğer yandan yapısal ve sistemik önemi yüksek kriterleri ayırt etmeyi amaçlamaktadır. Bu yönüyle çalışma, çalışma sermayesi yönetiminde hangi bileşenlerin hangi makroekonomik koşullarda öne çıktığını göstermeye odaklanan dönem-duyarlı bir karar destek çerçevesi sunmaktadır.

Çalışmanın izleyen bölümleri şu şekilde yapılandırılmıştır: İkinci bölümde, çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik çalışmalar ile pandemi, kriz ve enflasyonist dönemlere odaklanan literatür sistematik biçimde özetlenmektedir. Üçüncü bölümde, araştırmada kullanılan veri seti tanıtlmakta ve çalışma sermayesi bileşenlerinin dönemsel önceliklerini belirlemek amacıyla uygulanan ENTROPİ ve CRITIC çok kriterli karar verme yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde, pandemi öncesi, pandemi dönemi ve enflasyonist döneme ilişkin analiz bulguları sunulmakta ve elde edilen sonuçlar dönemsel bir perspektifle yorumlanmaktadır. Son bölümde ise, bulgular ışığında çalışma sermayesi yönetimine yönelik dönem-bağımlı politika önerileri geliştirilmekte ve çalışmanın genel değerlendirmesi yapılmaktadır.

2. Literatür Taraması

Literatürde çalışma sermayesi yönetimi farklı açılardan ele alınarak incelenmiştir. Burada ise çalışma sermayesi ile karlılık (finansal performans veya firma performansı), firma değeri ilişkileri ile Covid-19 dönemi, kriz dönemi ve enflasyonist döneme ilişkin ve çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili çok kriterli karar verme teknikleri ile yapılmış çalışmalara alt başlıklar halinde yer verilecektir.

2.1. Çalışma Sermayesi ile Karlılık ve Firma Performansı Literatür

Çalışma sermayesi yönetimi literatüründe nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi ve likidite göstergeleri, firmaların kârlılık ve değer yaratma süreçlerini açıklamada yaygın biçimde kullanılan temel değişkenler arasında yer almaktadır. Bu alandaki bulgular genel olarak çalışma sermayesi bileşenlerinin firma performansı üzerindeki etkisinin tek yönlü ve homojen olmadığını göstermektedir. Nitekim nakit dönüşüm süresinin kısalmasının aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve firma değeri üzerinde olumlu sonuçlar doğurabileceğini ortaya koyan çalışmalar, çalışma sermayesinin etkin yönetiminin finansal performans açısından önemini vurgulamaktadır. Bu kapsamda Nguyen vd. (2020), Sawarni vd. (2019), Sensini & Vazquez (2021), Fernández-López vd. (2020) ile Kıymaz vd. (2024), nakit dönüşüm süresi ile ROA, ROE ve Tobin Q gibi performans göstergeleri arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit etmiştir. Buna karşılık Eskin & Güvemli (2020), Özkan (2021) ile Kaya vd. (2021), nakit dönüşüm süresinin söz konusu performans göstergeleri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını belirlemiştir. Anton & Nucu (2021) ile Chambers & Cifter (2022) ise ilişkinin doğrusal olmadığını ve belirli bir eşiğe kadar çalışma sermayesi yatırımının firma performansını destekleyebileceğini, ancak optimal düzeyin aşılması hâlinde bu etkinin zayıflayabileceğini göstermiştir. Bu bulgular, nakit dönüşüm süresinin performans üzerindeki etkisinin yalnızca sürenin kısalığı veya uzunluğu üzerinden değil, firmanın faaliyet koşulları ve dönemsel finansman ihtiyaçlarıyla birlikte değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Çalışma sermayesinin önemli bileşenlerinden biri olan alacak tahsil süresi de literatürde firma kârlılığı ve performansı açısından farklı sonuçlarla

ilişkilendirilmektedir. Alacak tahsil süresinin uzaması, tahsilat riskini ve fonların alacaklarda bağlı kalma süresini artırarak kârlılığı sınırlayabilmektedir. Bu yönde Çınar & Kaymaz (2020), Nguyen vd. (2020), Erkan (2023) ile Sawarni vd. (2019), alacak tahsil süresi ile ROA, ROE ve firma performansı arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit etmiştir. Bununla birlikte Sensini & Vazquez (2021), Fernández-López vd. (2020) ile Özkan (2021), alacak tahsil süresinin kârlılık ve firma performansı üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymuştur. Braimah vd. (2021) ile Chambers & Cifter (2022) ise alacak tahsil süresi ile ROA arasındaki ilişkinin doğrusal olmayabileceğini ve firmalar açısından optimal bir alacak yönetimi düzeyinin söz konusu olabileceğini belirtmiştir. Dolayısıyla alacakların yalnızca tahsilat hızına indirgenmesi yerine, satışları destekleme, müşteri ilişkilerini koruma ve likidite riskini sınırlama işlevleriyle birlikte ele alınması gerekmektedir.

Stok yönetimi ve ticari borç ödeme süresi de çalışma sermayesi-performans ilişkisinde belirleyici unsurlar arasında yer almaktadır. Stok devir süresine ilişkin literatürde iki farklı eğilim öne çıkmaktadır. Nguyen vd. (2020), Sensini & Vazquez (2021), Serinoğlu & Güçlü (2023) ile Erkan (2023), stok devir süresi ile ROA, ROE ve Tobin Q arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit ederek stoklarda uzun süreli fon bağlanması kârlılığı azaltabileceğini göstermiştir. Buna karşılık Çanakçıoğlu & Ersan (2020), Aldubhani vd. (2021), Özekenci (2024) ile Chambers & Cifter (2022), stok devir süresinin kârlılık ve firma performansı üzerinde pozitif etkiler doğurabileceğini belirlemiştir. Sawarni vd. (2019) ile Kıymaz vd. (2024) ise bu ilişkinin sektör ve ülke gelişmişlik düzeyine bağlı olarak farklılaşabildiğini ortaya koymuştur. Benzer biçimde ticari borç ödeme süresi açısından da tek yönlü bir literatür bulgusundan söz etmek güçtür. Braimah vd. (2021), Aldubhani vd. (2021) ile Deb vd. (2023), ticari borç ödeme süresinin ROA, ROE ve firma performansı üzerinde pozitif etkiler doğurabileceğini belirtirken; Fernández-López vd. (2020), Sensini & Vazquez (2021) ile Erkan (2023), bu değişken ile kârlılık ve performans arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit etmiştir. Çınar & Kaymaz (2020), Özkan (2021) ile Kaya vd. (2021) ise ticari borç ödeme süresinin etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermiştir. Bu farklılaşan bulgular, stok ve borç yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisinin faaliyet döngüsü, tedarikçi ilişkileri, finansman maliyetleri ve sektörel dinamiklere duyarlı olduğunu göstermektedir.

Likidite oranları ve çalışma sermayesi politikaları da firma performansı açısından tamamlayıcı bir değerlendirme alanı sunmaktadır. Amponsah-Kwatiahi & Asiamah (2020), Toraman & Sönmez (2022) ile Erkan (2023), cari oran gibi likidite göstergeleri ile ROA, ROE ve firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit ederek likidite kapasitesinin faaliyet sürekliliği ve kârlılık açısından destekleyici olabileceğini ortaya koymuştur. Buna karşın Bintara (2020), Özkan (2021) ile Serinoğlu & Güçlü (2023), likidite oranlarının kârlılık ve performans üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını belirlemiştir. Çalışma sermayesi etkinliği açısından Kaya vd. (2021), çalışma sermayesi etkinliği endeksleri ile ROA arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit etmiştir. Erbul & Özdemir (2021), Ayriçay vd. (2021), Timur & Korkmaz (2021) ile Işıldak (2023) ise muhafazakâr çalışma sermayesi yatırım politikalarının ROA, ROE ve firma değeri üzerinde olumlu; agresif çalışma sermayesi finansman politikalarının ise ROA ve Tobin Q üzerinde negatif ve anlamlı etkiler doğurabileceğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede çalışma sermayesi yönetimi, yalnızca dönen varlıkların veya kısa vadeli yükümlülüklerin düzeyini değil, aynı zamanda firmanın risk alma kapasitesini, finansman tercihini ve likidite-kârlılık dengesini yansıtan stratejik bir karar alanı olarak değerlendirilmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık ve firma performansı arasındaki ilişkiye dair literatür, değişkenler arasında tek biçimli bir etki yapısından ziyade bağlama duyarlı ve dönemsel olarak farklılaşabilen bir yapı bulunduğunu göstermektedir. Sawarni vd. (2019), Kıymaz vd. (2024), Deb vd. (2023), Banerjee & Deb (2023) ile Yousaf & Bris (2021), çalışma sermayesi bileşenlerinin performans üzerindeki etkilerinin sektör, firma ölçeği, ülke gelişmişlik düzeyi, bilgi teknolojisi yatırımları ve yönetici yeteneği gibi unsurlara bağlı olarak ROA, ROE ve Tobin

Q açısından farklı yönlerde ve farklı anlamlılık düzeylerinde ortaya çıkabileceğini göstermiştir. Bu nedenle çalışma sermayesi-performans ilişkisini yalnızca ortalama etki üzerinden incelemek, firmaların farklı dönemlerde hangi çalışma sermayesi bileşenlerine öncelik vermesi gerektiğini açıklamada sınırlı kalabilmektedir. Mevcut literatürdeki bu heterojen yapı, çalışma sermayesi bileşenlerinin firma performansı üzerindeki görece öneminin dönemsel koşullar altında yeniden değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda dönemsel öncelik analizi, çalışma sermayesi yönetiminin hangi bileşenlerinin belirli dönemlerde daha kritik hâle geldiğini ortaya koyarak literatürdeki bulguların daha bütüncül biçimde yorumlanmasına katkı sağlayabilecek bir yaklaşım sunmaktadır.

2.2. Çalışma Sermayesi ile Firma Değeri İlişkisi Literatür Taraması

Çalışma sermayesi yönetimi ile firma değeri arasındaki ilişki, literatürde nakit dönüşüm süresi, net işletme sermayesi, likidite göstergeleri ve çalışma sermayesi bileşenleri üzerinden farklı boyutlarda ele alınmaktadır. Bu alandaki çalışmaların önemli bir bölümü, çalışma sermayesine bağlanan fonların firma değeri üzerinde maliyet oluşturabileceğini ve özellikle nakit dönüşüm süresinin uzamasının piyasa temelli performans göstergelerini olumsuz etkileyebileceğini göstermektedir. Bu doğrultuda Bilgin & Turan (2023), Sianipar & Prijadi (2018), Vijayakumaran (2019) ile Baños-Caballero vd. (2020), nakit dönüşüm süresi ile Tobin Q, piyasa/defter değeri, hisse senedi getirileri ve EV/EBITDA gibi firma değeri göstergeleri arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit etmiştir. Buna karşılık Özekenci (2024), nakit dönüşüm süresi ile firma değeri arasında pozitif ilişki bulurken, Indrati & Artikasari (2023) bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymuştur. Sianipar & Prijadi (2018) ile Bashir & Ahmad (2025) ise nakit dönüşüm süresi ve net işletme sermayesi göstergeleri ile firma değeri arasında doğrusal olmayan, ters-U biçimli bir ilişki bulunduğunu göstermiştir. Bu bulgular, çalışma sermayesi düzeyinin firma değeri üzerindeki etkisinin yalnızca artış veya azalış yönüyle değil, optimal düzey ve dönemsel koşullar çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Çalışma sermayesi bileşenleri açısından bakıldığında, alacak, stok ve ticari borç yönetiminin firma değeri üzerindeki etkilerine ilişkin bulguların da homojen olmadığı görülmektedir. Adebola vd. (2023), alacak tahsil süresi ile firma değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit ederken, Özekenci (2024), bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını belirlemiştir. Benzer şekilde Adebola vd. (2023) ile Vijayakumaran (2019), stok devir süresi ve ticari borç ödeme süresi ile firma değeri arasında negatif ve anlamlı ilişkiler ortaya koyarken, Özekenci (2024) bu değişkenlerin firma değeri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermiştir. Bu farklılaşan sonuçlar, çalışma sermayesi bileşenlerinin firma değeri üzerindeki etkisinin faaliyet döngüsü, satış politikası, stok tutma ihtiyacı, tedarikçi finansmanı ve piyasa koşullarına bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir. Dolayısıyla çalışma sermayesi yönetiminde hangi bileşenin firma değeri açısından daha kritik olduğu, sabit ve genel geçer bir sonuçtan ziyade dönemsel olarak değişebilen bir öncelik meselesi olarak değerlendirilmelidir.

Likidite göstergeleri üzerinden yapılan çalışmalar da çalışma sermayesi-firma değeri ilişkisinin tek boyutlu olmadığını desteklemektedir. Bilgin & Turan (2023) ile Dhole vd. (2019), nakit oranı ile firma değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit ederek likit varlıkların finansal esneklik ve değer yaratma kapasitesi açısından önem taşıyabileceğini göstermiştir. Buna karşılık Meder Çakır & Küçükkaplan (2012) ile Senan vd. (2022), cari oran, asit-test oranı ve net işletme sermayesinin firma değeri üzerindeki etkisinin bazı durumlarda anlamsız, bazı durumlarda ise negatif olabileceğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede likidite fazlasının her zaman firma değerini artıran bir unsur olarak yorumlanamayacağı; belirli dönemlerde finansal güvence sağlarken, bazı dönemlerde âtil kaynak maliyeti yaratabileceği söylenebilir. Bu durum, çalışma sermayesi kararlarının likidite-kârlılık dengesi kadar değer yaratma kapasitesi açısından da dönemsel olarak analiz edilmesini gerekli kılmaktadır.

Çalışma sermayesi ile firma değeri arasındaki ilişkinin kurumsal çevre, finansal kısıtlar ve firma özelliklerine bağlı olarak farklılaştığını gösteren çalışmalar, konuya daha bağlamsal bir perspektif kazandırmaktadır. Autukaite & Molay (2013) ile Baños-Caballero vd. (2020), net işletme sermayesi ve nakit tutma ile firma değeri arasındaki ilişkinin ülkesel kurumsal yapı, yatırımcı koruması ve piyasa gelişmişliği düzeyine göre değişebileceğini ortaya koymuştur. Rinaldy & Kalalo (2022) ile Habib (2022), çalışma sermayesi devir hızı ve çalışma sermayesi yönetimi etkinliği ile firma değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit ederken; Dhole vd. (2019), Indrati & Artikasari (2023) ile Wasiuzzaman (2015), bu ilişkinin finansal kısıtlar, firma büyüklüğü ve kârlılık kanalları üzerinden zayıflayabileceğini veya istatistiksel olarak anlamsızlaşabileceğini belirlemiştir. Ayrıca Ata & Buğan (2016), Baños-Caballero vd. (2020), Senan vd. (2022) ile Bashir & Ahmad (2025), çalışma sermayesi-firma değeri ilişkisinin firma ölçeği, finansman kısıtları, pazar gücü, ülke, sektör ve kurumsal yapı bağlamında yön ve anlamlılık bakımından farklılaştığını göstermiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, literatür çalışma sermayesi yönetiminin firma değeri üzerindeki etkisinin doğrusal, tek yönlü ve tüm firmalar için aynı biçimde ortaya çıkan bir ilişki olmadığını göstermektedir. Nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi, nakit oranı ve net işletme sermayesi gibi göstergelerin firma değerine etkisi; firma ölçeği, finansal kısıtlar, sektör yapısı, ülke koşulları, kurumsal çevre ve piyasa gelişmişliği gibi faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir. Bu nedenle çalışma sermayesi-firma değeri ilişkisini yalnızca ortalama etki veya tekil değişken düzeyinde incelemek, firmaların farklı dönemlerde hangi çalışma sermayesi unsuruna öncelik vermesi gerektiğini açıklamada sınırlı kalmaktadır. Mevcut literatürdeki bu heterojen ve bağlama duyarlı yapı, dönemsel öncelik analizinin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda dönemsel öncelik analizi, çalışma sermayesi bileşenlerinin firma değeri açısından hangi dönemlerde daha belirleyici hâle geldiğini göstererek literatürdeki farklı bulguların daha bütüncül biçimde yorumlanmasına olanak sağlamaktadır.

2.3. Covid-19, Kriz ve Enflasyonist Döneme İlişkin Literatür

Çalışma sermayesi yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişki, olağan dönemlerde olduğu gibi kriz, pandemi ve enflasyonist dönemlerde de firmaların likidite, kârlılık ve değer yaratma kapasiteleri açısından önemli bir araştırma alanı oluşturmaktadır. Ancak bu dönemlerde ilişkinin yönü ve anlamlılığı daha belirgin biçimde farklılaşabilmektedir. Pandemi dönemine odaklanan çalışmalarda Pant vd. (2022) ve Roy (2025), nakit dönüşüm süresi ile ROA, ROE ve firma performansı/firma değeri göstergeleri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit ederek, belirsizlik koşullarında daha yüksek çalışma sermayesi düzeyinin faaliyet sürekliliğini destekleyebileceğini göstermiştir. Buna karşılık Akbar vd. (2021), pandemi döneminde nakit dönüşüm süresi ile ROA ve Tobin Q arasında negatif ve anlamlı ilişki bulmuş; Haron & Nomran (2016) ise nakit dönüşüm süresi ile kârlılık ve firma performansı göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Kriz dönemlerine ilişkin bulgular da çalışma sermayesinin firma performansı üzerindeki etkisinin koşullara duyarlı olduğunu göstermektedir. Kesimli ve Günay (2011) ile Tsuruta (2019), kriz dönemlerinde uzayan nakit dönüşüm süresinin ROA ve Tobin Q üzerinde negatif ve anlamlı etkiler doğurduğunu ortaya koyarken; Munandar vd. (2019) ile Azizi & Jokar (2021), enflasyonist dönemlerde nakit dönüşüm süresi ile ROA, ROE ve Tobin Q arasındaki ilişkinin zayıf veya istatistiksel olarak anlamsız olduğunu belirlemiştir. Bu farklılaşan sonuçlar, çalışma sermayesi-performans ilişkisinin kriz, pandemi ve enflasyon gibi dönemsel koşullardan bağımsız biçimde yorumlanamayacağını göstermektedir.

Çalışma sermayesi bileşenleri açısından değerlendirildiğinde, alacak, stok ve ticari borç yönetiminin performans üzerindeki etkilerinin de dönemsel koşullara göre değiştiği görülmektedir. Alacak yönetimi kapsamında Akbar vd. (2021), pandemi döneminde alacak devir süresi ile ROA ve ROE arasında negatif ve anlamlı ilişki tespit ederken,

Haron & Nomran (2016) alacak devir süresi ile kârlılık göstergeleri arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Kriz dönemlerinde ise Kesimli & Günay (2011) ile Akgün & Karataş (2019), alacak devir süresinin firma kârlılığı ve firma değeri üzerinde negatif ve anlamlı etkiler doğurabileceğini göstermiştir. Buna karşılık Munandar vd. (2019), enflasyonist dönemlerde alacak devir süresi ile firma performansı göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını raporlamıştır. Bu bulgular, tahsilat süresinin özellikle nakit akışlarının bozulduğu dönemlerde daha kritik bir performans belirleyicisine dönüşebileceğini; ancak enflasyonist koşullarda bu etkinin zayıflayabileceğini göstermektedir.

Stok yönetimi ve ticari borç ödeme süresi açısından da benzer bir dönemsel ayrışma söz konusudur. Pant vd. (2022), pandemi döneminde stok devir süresi ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit ederek stok bulundurma kapasitesinin belirsizlik dönemlerinde faaliyet sürekliliği açısından önem kazanabileceğini ortaya koymuştur. Buna karşılık Akbar vd. (2021), stok devir süresi ile ROA arasında negatif ve anlamlı ilişki bulmuş; Haron & Nomran (2016) ise stok devir süresi ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Kriz dönemlerinde Akgün & Karataş (2019) ile Tsuruta (2019), stok devir süresinin ROA ve EBIT marjı üzerinde negatif ve anlamlı etkiler doğurduğunu göstermiş; Azizi & Jokar (2021), enflasyonist dönemlerde stok devir süresi ile firma performansı arasındaki ilişkinin zayıfladığını veya anlamsızlaştığını ortaya koymuştur. Ticari borç ödeme süresi bakımından da Pant vd. (2022) pozitif ve anlamlı, Akbar vd. (2021) ise negatif ve anlamlı ilişki tespit ederken; Haron & Nomran (2016), ticari borç ödeme süresi ile firma kârlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Kesimli & Günay (2011) ile Tsuruta (2019), kriz dönemlerinde ticari borç ödeme süresindeki artışın firma performansı üzerinde negatif ve anlamlı etkiler oluşturduğunu belirlemiş; Munandar vd. (2019) ise enflasyonist dönemlerde ticari borç ödeme süresi ile ROA, ROE ve Tobin Q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir. Bu sonuçlar, stok ve ticari borç yönetiminin performans üzerindeki etkisinin tedarik zinciri koşulları, finansman ihtiyacı ve ödeme vadelerinin dönemsel niteliğine bağlı olarak farklılaşabildiğini göstermektedir.

Net çalışma sermayesi, likidite oranları ve çalışma sermayesi politikalarına ilişkin bulgular, dönemsel koşullar altında likidite-kârlılık dengesinin daha karmaşık bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Akbar vd. (2021), Pant vd. (2022) ve Roy (2025), pandemi döneminde net çalışma sermayesi, cari oran, likidite oranı ve nakit oranı gibi göstergeler ile ROA, ROE ve Tobin Q arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit ederek, belirsizlik dönemlerinde likidite kapasitesinin firma performansını destekleyebileceğini göstermiştir. Buna karşılık Tsuruta (2019) ile Akgün & Karataş (2019), kriz dönemlerinde yüksek net çalışma sermayesi düzeyinin firma kârlılığı ve firma değeri üzerinde negatif ve anlamlı etkiler doğurabileceğini ortaya koymuştur. Azizi & Jokar (2021), enflasyonist dönemlerde net çalışma sermayesi ve nakit tutma düzeyi ile firma performansı arasında doğrusal olmayan, ters-U biçimli bir ilişki bulunduğunu belirlerken; Munandar vd. (2019), işletme sermayesi kredileri ve faiz oranları ile ROA, ROE ve Tobin Q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir. Bu bulgular, likidite düzeyinin bazı dönemlerde koruyucu bir tampon işlevi görürken, bazı dönemlerde âtıl kaynak veya finansman maliyeti kanalıyla performansı sınırlayabileceğine işaret etmektedir.

Çalışma sermayesi politikaları açısından bakıldığında, muhafazakâr ve agresif stratejilerin performans üzerindeki etkilerinin de dönemsel koşullara bağlı olarak ayrıştığı görülmektedir. Pant vd. (2022) ve Roy (2025), pandemi döneminde muhafazakâr çalışma sermayesi yatırım politikaları ile firma kârlılığı ve firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit etmiştir. Buna karşılık Akbar vd. (2021), agresif kısa vadeli finansman politikalarının firma performansı üzerinde negatif ve anlamlı etkiler doğurduğunu belirlemiştir. Tsuruta (2019), bu negatif etkinin kriz dönemlerinde daha belirgin hâle geldiğini ortaya koyarken; Munandar vd. (2019) ile Azizi & Jokar (2021), enflasyonist dönemlerde çalışma sermayesi politikaları ile firma performansı arasındaki

ilişkinin istatistiksel olarak anlamsızlaşabildiğini göstermiştir. Bu çerçevede çalışma sermayesi politikalarının performans etkisi, yalnızca muhafazakâr veya agresif strateji ayrımıyla değil, ilgili dönemin finansman koşulları, talep belirsizliği, tedarik zinciri yapısı ve enflasyonist baskılarıyla birlikte değerlendirilmelidir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, kriz, pandemi ve enflasyonist dönemlere ilişkin literatür, çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisinin dönemsel koşullara yüksek ölçüde duyarlı olduğunu göstermektedir. Pandemi döneminde likidite ve net çalışma sermayesinin faaliyet sürekliliğini destekleyebildiği, kriz dönemlerinde uzayan nakit dönüşüm süresi, tahsilat süresi, stok devir süresi ve ticari borç ödeme süresinin performans üzerinde baskı oluşturabildiği; enflasyonist dönemlerde ise çalışma sermayesi göstergeleri ile performans arasındaki ilişkinin zayıflayabildiği, anlamsızlaşabildiği veya doğrusal olmayan bir yapıya dönüşebildiği görülmektedir. Bu heterojen yapı, çalışma sermayesi bileşenlerinin firma performansı üzerindeki etkisinin sabit bir ilişki olarak değil, dönemsel koşullara göre değişen bir öncelik yapısı içinde ele alınması gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla dönemsel öncelik analizi, çalışma sermayesi yönetiminde hangi bileşenlerin kriz, pandemi veya enflasyonist dönemlerde daha kritik hâle geldiğini ortaya koyarak literatürdeki farklı bulguların daha bütüncül biçimde yorumlanmasına olanak sağlamaktadır.

2.4. Çok Kriterli Karar Verme Tekniklerine İlişkin Literatür

Çalışma sermayesi yönetimini Çok Kriterli Karar Verme (ÇKKV) yöntemleriyle ele alan çalışmalar, likidite, kârlılık ve risk arasındaki dengeyi çok boyutlu bir karar problemi olarak değerlendirmektedir. Bu yaklaşımda çalışma sermayesi yönetimi yalnızca nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi, stok devir süresi veya kısa vadeli borç düzeyi gibi tekil göstergeler üzerinden değil; birden fazla kriterin eş zamanlı etkisini dikkate alan bütünlük bir karar yapısı içinde ele alınmaktadır. Literatürde bu çerçeve genel olarak iki ana eksende gelişmektedir. İlk eksen, çalışma sermayesi bileşenlerinin optimal bileşimini belirlemeye odaklanan hedef programlama temelli yaklaşımlardan oluşmaktadır. İkinci eksen ise işletme, sektör veya dönem performansını çalışma sermayesi ve finansal performans göstergeleriyle birlikte değerlendiren sıralama ve ağırlıklandırma temelli ÇKKV uygulamalarını kapsamaktadır. Panahian vd. (2014), Dash & Hanuman (2009), Babacan & Tuncay (2022) ile Çanakçıoğlu (2020), çalışma sermayesi kararlarının çok amaçlı ve çok kriterli yapısına dikkat çekerek, bu kararların yalnızca oran analiziyle değil, kriterler arası önceliklerin belirlenmesine imkân veren karar modelleriyle incelenmesi gerektiğini göstermektedir.

Bileşen odaklı optimizasyon çalışmalarında çalışma sermayesi kalemleri doğrudan karar değişkeni olarak ele alınmakta ve nakit, alacak, stok, kısa vadeli yatırım ve kısa vadeli borçlar arasında optimal bir denge kurulmaya çalışılmaktadır. Panahian vd. (2014), AHP ile belirlenen kriter ağırlıklarını hedef programlama modeline entegre ederek bir ilaç firmasında nakit, kısa vadeli yatırım, alacak ve stok düzeyleri için optimal bileşimi ortaya koymuştur. Dash & Hanuman (2009) ise likidite ve kârlılık arasındaki gerilimi hedef programlama çerçevesinde inceleyerek, özellikle stok ve alacak düzeylerindeki değişimlerin çalışma sermayesi kararları açısından belirleyici olabileceğini göstermiştir. Bu çalışmaların ortak katkısı, çalışma sermayesini tek bir finansal oran üzerinden değerlendirmek yerine, bileşenler arası denge ve öncelik yapısı üzerinden analiz etmeleridir. Böylece çalışma sermayesi yönetiminin, sabit bir politika tercihi olmaktan çok, farklı amaçlar ve kısıtlar altında yeniden şekillenen bir karar problemi olduğu ortaya konulmaktadır.

Çalışma sermayesi yönetiminde performans ölçümü ve sıralama odaklı ÇKKV çalışmaları ise, işletmelerin veya sektörlerin birden fazla finansal göstergeye göre karşılaştırılmasına imkân sağlamaktadır. Babacan & Tuncay (2022), enerji sektöründe AHP ve SWARA ile kriter ağırlıklarını belirleyip TOPSIS ile performans sıralaması yaparak, likidite göstergeleri, çalışma sermayesi çevrimiyle ilişkili süreler ve kârlılık ölçütlerinin birlikte değerlendirilebileceğini göstermiştir. Çanakçıoğlu (2020), Entropi ve

WASPAS yöntemlerini birlikte kullanarak, objektif ağırlıklandırma ve sıralama kurallarının firma performansı değerlendirmesinde nasıl farklı sonuçlar üretebileceğini ortaya koymuştur. Korkmaz vd. (2023) ise panel veri analizi ile AHP/FAHP tabanlı ÇKKV sonuçlarını birlikte değerlendirerek, ampirik ilişki testleri ile uzman temelli ağırlıklandırma yaklaşımlarının her zaman aynı sonuçlara ulaşmayabileceğini, ancak yöntemlerin birlikte kullanılmasının daha güçlü bir değerlendirme zemini sunabileceğini göstermiştir. Bu bulgular, çalışma sermayesi yönetiminde yalnızca değişkenler arası istatistiksel ilişkinin değil, bu değişkenlerin göreceli önem düzeylerinin de analiz edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

ÇKKV literatürünün çalışma sermayesi yönetimi açısından sunduğu temel katkı, birden fazla finansal göstergenin aynı anda değerlendirilmesine ve karar kriterleri arasında önceliklendirme yapılmasına imkân sağlamasıdır. Ancak mevcut çalışmaların önemli bir kısmı, çalışma sermayesi bileşenlerinin optimal düzeyini, firma performans sıralamasını veya yöntemler arası farklılıkları belirli bir dönem ya da örneklem üzerinden değerlendirmektedir. Bu durum, çalışma sermayesi bileşenlerinin önem derecelerinin zaman içinde değişip değişmediği sorusunu daha görünür hâle getirmektedir. Oysa çalışma sermayesi yönetiminde nakit, alacak, stok ve kısa vadeli borç kalemlerinin firma performansı açısından taşıdığı ağırlık; ekonomik konjonktür, finansman koşulları, likidite ihtiyacı, talep belirsizliği ve sektörel dinamiklere bağlı olarak dönemsel biçimde farklılaşabilmektedir.

Bu bağlamda dönemsel öncelik analizi, ÇKKV literatürünün sunduğu ağırlıklandırma ve sıralama mantığını çalışma sermayesi yönetiminin zaman boyutuyla birleştirmektedir. Panahian vd. (2014) ve Dash & Hanuman (2009) çalışma sermayesi bileşenleri arasında optimal denge arayışını öne çıkarırken; Babacan & Tuncay (2022), Çanakçıoğlu (2020) ve Korkmaz vd. (2023) çok kriterli performans değerlendirmesinin çalışma sermayesi analizinde kullanılabilirliğini göstermektedir. Bu çalışmalar birlikte değerlendirildiğinde, çalışma sermayesi yönetiminde yalnızca hangi değişkenin performansı etkilediği değil, hangi dönemde hangi bileşenin daha öncelikli hâle geldiği sorusu önem kazanmaktadır. Dolayısıyla dönemsel öncelik analizi, mevcut ÇKKV çalışmalarını tamamlayıcı biçimde, çalışma sermayesi bileşenlerinin zaman içinde değişen göreceli önemini ortaya koyarak literatürdeki yönetsel ve uygulamalı tartışmaya katkı sağlayabilecek bir değerlendirme çerçevesi sunmaktadır.

Özetle literatür üç önemli noktayı ortaya koymaktadır. Birincisi, çalışma sermayesi yönetimi ile kârlılık, performans ve firma değeri arasındaki ilişkiler geniş bir ampirik literatürde incelenmiştir; ancak bu çalışmaların büyük bölümü sonuç değişkenlerine odaklanmaktadır. İkincisi, pandemi, kriz ve enflasyon gibi farklı makroekonomik rejimlerde çalışma sermayesi göstergelerinin etkileri yön değiştirebilmekte; dolayısıyla çalışma sermayesinin öncelikleri dönem-duyarlı bir yapı sergileyebilmektedir. Üçüncüsü, ÇKKV literatürü kriterlerin göreceli önemini nesnel biçimde tartışmaya imkân verse de çalışma sermayesi bileşenlerinin dönemsel önceliklerini ENTROPİ ve CRITIC yaklaşımlarını birlikte kullanarak karşılaştıran uygulamalar görece sınırlıdır. Bu çalışma, söz konusu boşluğu, çalışma sermayesi göstergelerinin farklı makroekonomik rejimlerde nasıl ağırlık kazandığını ve hangi unsurların daha yapısal bir rol üstlendiğini ortaya koyarak doldurmayı amaçlamaktadır.

3. Metodoloji

3.1. Veri Seti

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören ve Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri sektöründe faaliyet gösteren 17 şirketin 2014Q1-2025Q3 dönemlerine ait verileri kullanılmıştır. Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri sektöründe 2025 yılı itibarı ile 27 şirketin hisse senedi işlem görmektedir. Söz konusu sektörde yer alan şirketlerden 10 tanesinin araştırma kapsamındaki yıllara ait verilerine ulaşamadığından ve veri sürekliliğini sağlamak amacıyla veri setinden çıkarılmıştır. Çalışmanın veri seti pandemi öncesi,

pandemi dönemi ve enflasyonist dönem olmak üzere üç döneme ayrılmıştır. Bu üç dönemin ayrılmasının temel nedeni söz konusu dönemlere ait şirket verileri ile çalışma sermayesi değişkenlerine ilişkin kriter ağırlıklandırması yapabilmek ve bu üç döneme ait politika önerisi ortaya koyabilmektir. Çalışma sermayesine ilişkin belirtilen dönemlere ait politika önerisinde bulunabilmek amacıyla çok kriterli karar verme yöntemlerinden olan Entropi ve CRITIC yöntemleri kullanılacaktır. Bu bağlamda, pandemi öncesi dönem 2014Q3-2020Q1, pandemi dönemi 2020Q2-2022Q4, enflasyonist dönem ise 2023Q1-2025Q3 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan kriterlere ait veriler Finnet Mali Analiz programından elde edilmiştir.

Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri sektöründe faaliyet gösteren ve çalışmanın veri setinde yer alan şirketlerin isim ve kodları Tablo 1’de verilmiştir.

Tablo 1. Şirket İsim ve Kodları

1	ARSAN	Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.	10	KRTEK	Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.Ş.
2	BLCYT	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11	KORDS	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.
3	BRKO	Birko Birleşik Koyunlular Mensucat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	12	LUKSK	Lüks Kadife Ticaret ve Sanayii A.Ş.
4	BRMEN	Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmesi A.Ş.	13	MNDRS	Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
5	BOSSA	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.	14	SKTAS	Söktaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
6	DAGI	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15	SNPAM	Sönmez Pamuklu Sanayii A.Ş.
7	DERIM	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	16	YATAS	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.
8	DESA	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	17	YUNSA	Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.
9	HATEK	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.			

ENTROPİ ve CRITIC yönteminde kullanılan ve çalışmanın analizinde yer alan kriterlere ve CRITIC yönteminde dikkate alınacak yönlere ait bilgiler Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2. Araştırmada Kullanılan Kriter ve Yönleri

Değerlendirme Kriterleri	Amaç (Yön)
Alacak Devir Süresi	Minimum
Stok Devir Süresi	Minimum
Nakit Dönüş Süresi	Minimum
Ticari Borç Devir Süresi	Maksimum
Nakit/Dönen Varlıklar	Maksimum
Nakit/Toplam Aktif	Maksimum

Çalışmada nakit dönüşüm süresi (CCC), alacak devir süresi, stok devir süresi ve ticari borç devir süresiyle birlikte analize dâhil edilmiştir. Bununla birlikte, CCC’nin söz konusu üç bileşenin bileşik bir göstergesi olması nedeniyle ilgili değişkenler arasında kavramsal ve istatistiksel örtüşme potansiyeli bulunduğu dikkate alınmalıdır. Bu nedenle CCC bu çalışmada bağımsız bir “yeni” bileşen olarak değil, işletme sermayesi döngüsünün bütüncül sonucunu temsil eden tamamlayıcı bir gösterge olarak değerlendirilmiştir. Bulgular yorumlanırken, CCC’nin yüksek ağırlık aldığı dönemlerde bunun alt bileşenlerle ilişkili birleşik bir bilgi içeriği taşıdığı; dolayısıyla alt bileşenlerden tamamen bağımsız yapısal bir öncelik anlamına gelmeyebileceği gözetilmiştir.

3.2. Yöntem

Analiz kapsamında ilk olarak Entropi yöntemine bakıldığında, enformasyon teorisine göre entropi, rassal değişkenlerle ilgili belirsizliğin ölçüsüdür (Bakır & Atalık, 2018, s. 621-622; Zhang vd., 2011, s. 444). Entropi yöntemi, karar vericilerin kriterlerin önem düzeyini belirlemede öznel yargılarına gerek kalmadan, alternatiflerin bu kriterler açısından aldığı değerleri dikkate alarak kriterlerin ağırlıklarını objektif olarak belirleyen bir yöntemdir (Karaatlı, 2016, s. 66).

Entropi yönteminde kriter ağırlıklarının belirlenmesinde takip edilen aşamalar aşağıdaki gibidir (Zhu, 2020, s. 2; Arsu, 2021, s. 20-21; Ayçin, 2020, s. 133-134; Karami & Johansson, 2014, s. 5-6; Shemshadi vd., 2011, s. 12162; Yavuz & Sönmez, 2023, s. 283):

1.Aşama: Bu aşamada karar matrisi oluşturulur. Karar matrisi D harfiyle gösterilir ve x_{ij} değerlerinden (i-inci alternatifin j-inci kritere göre değeri) oluşur. Karar matrisi Eşitlik-1 ile ifade edilir.

$$D = [x_{ij}]_{m \times n} \quad i = 1,2,3, \dots, m ; j = 1,2,3, \dots, n \quad (1)$$

Burada m alternatif sayısı, n ise kriter sayısıdır.

2.Aşama: Bu aşamada, farklı birimlerden elde edilen değerler normalize edilir. Normalizasyon işlemi sırasında her değer standartlaştırılır ve [0, 1] aralığında bir değer alır. Normalizasyon için Eşitlik-2 kullanılır.

$$p_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sum_{i=1}^m x_{ij}} \quad \forall i, j \text{ için} \quad (2)$$

3.Aşama: Bu aşamada kriterlere ilişkin entropi değerleri (e_j) bulunur. Entropi değerleri (e_j) için Eşitlik-3 kullanılır.

$$e_{ij} = -\frac{1}{\ln(m)} \sum_{j=1}^n [p_{ij} \cdot \ln(p_{ij})] \quad \forall i, j \text{ için} \quad (3)$$

4.Aşama: Bu aşamada bir önceki aşamada elde edilen entropi değerleri kullanılarak her bir kriter için farklılaşma dereceleri Eşitlik-4 kullanılarak bulunur.

$$d_j = 1 - e_{ij} \quad \forall j \text{ için} \quad (4)$$

5.Aşama: Bu son aşamada kriterlerin ağırlıkları belirlenir. Kriter ağırlıkları Eşitlik-5 ile elde edilir.

$$w_{ij} = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^n d_j} \quad \forall j \text{ için} \quad (5)$$

Diğer bir analiz yöntemine geçildiğinde, kriterlerin objektif olarak ağırlıklarının belirlenmesinde yararlanılan CRITIC (The Criteria Impatance Through Intercriteria Correlation) yöntemi Diakoulaki ve diğerleri (1995) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem, herhangi bir karar vericinin görüşünü dikkate almadan, objektif kriter ağırlıklarının doğrudan bir karar matrisinden türetilmesine olanak tanır. Kriterler arasındaki zıtlıkları belirlemek için korelasyon analizini kullanır (Dinçer, 2019, s. 41-42).

Critic yönteminin aşamaları aşağıdaki gibidir (Ayçin, 2020, s. 77-78; Akçakanat vd., 2018, s. 5-7; Yavuz & Sönmez, 2023, s. 284):

1.Aşama: Bu aşamada karar matrisi oluşturulur. Karar matrisi D harfiyle gösterilir ve x_{ij} değerlerinden (i-inci alternatifin j-inci kritere göre değeri) oluşur. Karar matrisi Eşitlik-6 ile ifade edilir.

$$X = [x_{ij}]_{m \times n} \quad i = 1,2,3, \dots, m ; j = 1,2,3, \dots, n \quad (6)$$

Burada m alternatif sayısı, n ise kriter sayısıdır.

2.Aşama: Bu aşamada, farklı birimlerden elde edilen değerler normalize edilir. Normalizasyon işlemi sırasında her değer standartlaştırılır ve [0, 1] aralığında bir değer alır. Normalizasyon işlemi fayda yönlü kriterler için Eşitlik-7, maliyet yönlü kriterler için Eşitlik-8 kullanılır.

$$r_{ij} = \frac{x_{ij} - x_j^{\min}}{x_j^{\max} - x_j^{\min}} \quad j = 1,2,3, \dots, n \quad (7)$$

$$r_{ij} = \frac{x_j^{\max} - x_{ij}}{x_j^{\max} - x_j^{\min}} \quad j = 1,2,3, \dots, n \quad (8)$$

3.Aşama: Bu aşamada doğrusal ilişki katsayılarından oluşan ilişki katsayısı matrisi oluşturulur. İlişki katsayısı matrisi Eşitlik-9 ile elde edilir.

$$\rho_{jk} = \frac{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - \bar{r}_j)(r_{ik} - \bar{r}_k)}{\sqrt{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - \bar{r}_j)^2 \cdot \sum_{i=1}^m (r_{ik} - \bar{r}_k)^2}} \quad j, k = 1, 2, 3, \dots, n \quad (9)$$

4.Aşama: Bu aşamada j. kriterde bulunan toplam bilgiyi ifade eden C_j değerleri hesaplanır. C_j değerleri için Eşitlik-10 ve Eşitlik-11 kullanılır.

$$\sigma_j = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - \bar{r}_j)}{m - 1}} \quad (10)$$

$$C_j = \sigma_j \cdot \sum_{k=1}^n (1 - \rho_{jk}) \quad j = 1, 2, 3, \dots, n \quad (11)$$

5.Aşama: Bu son aşamada kriter ağırlıkları (w_j) değerleri elde edilir. Kriter ağırlık değerleri için Eşitlik-12 kullanılır.

$$w_j = \frac{C_j}{\sum_{k=1}^n C_j} \quad (12)$$

Bu noktada iki metodolojik hususun ayrıca belirtilmesi gerekir. İlk olarak, ENTROPİ ve CRITIC yöntemleri kriterlerin göreceli bilgi içeriğini ve yapısal önemini nesnel biçimde ağırlıklandırmakta; ancak değişkenler arasındaki nedenselliği test etmemektedir. Bu nedenle özellikle CCC gibi bileşik göstergelerin yorumunda, alt bileşenlerle olan kavramsal örtüşme dikkate alınmalıdır. İkinci olarak, ÇKKV tabanlı ağırlıklandırma yaklaşımları genel olarak kriterlerdeki yüksek veya düşük değerleri yön bilgisine göre avantajlı kabul etmektedir; oysa finans literatüründe bazı göstergeler için en uygun düzey uç değerler değil, belirli bir optimal bant olabilir. Dolayısıyla bu çalışmanın bulguları, çalışma sermayesi göstergeleri için “optimal hedef değer” önermemekte; yalnızca farklı dönemlerde hangi göstergelerin göreceli olarak daha ayırt edici ve yapısal öneme sahip olduğunu göstermektedir. Bu çerçevede bulgular, eşik değer üreten normatif politika reçeteleri olarak değil, dönem-duyarlı öncelik haritası olarak okunmalıdır.

4. Ampirik Bulgular

Bu bölümde 17 şirketin Pandemi Öncesi, Pandemi Sonrası ve Enflasyonist Dönem için 2014Q1-2025Q3 yıllarına arasına ait Alacak Devir Süresi, Stok Devir Süresi, Ticari Borç Devir Süresi, CASH₁, CASH₂ ve CCC değerleri (kriterleri) dikkate alınarak kriterlere ilişkin ağırlık değerleri çok kriterli karar verme yöntemlerinden ENTROPİ ve CRITIC yöntemleri uygulanarak elde edilen analiz sonuçları verilmiştir. Her bir firma için pandemi öncesine ait 2014Q1-2020Q3 arasındaki değerlerin ortalaması alınarak bir tek değere indirgenmiştir. Burada Pandemi Öncesine ilişkin analiz sürecine detaylı bir şekilde yer verilecek olup Pandemi Sonrası ve Enflasyonist Dönemlerine ilişkin analiz sonuçları ise özet olarak verilecektir.

4.1. Tüm Örneklem Entropi Yöntemi ile Kriter Ağırlıklarının Belirlenmesi

Entropi yöntemi karar vericilerin sübjektif yargılarına gerek kalmadan elde edilen verileri kullanarak kriterlerin objektif bir biçimde ağırlıklandırılmasını sağlayan bir yöntemdir.

Entropi yöntemi ile kriter ağırlıklarının belirlenmesi için aşağıdaki adımlar takip edilmiştir.

1.Aşama: Firmalar ve kriter değerlerine ilişkin karar matrisi Tablo 3’te verilmiştir.

Tablo 3. Karar Matrisi

	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
ARSAN	207,0860	285,7432	62,2833	0,0506	0,1511	430,5460
BLCYT	217,8872	283,8441	64,5194	0,0555	0,1616	437,2118
BOSSA	222,9763	277,6167	64,2592	0,0557	0,1616	436,3338
BRKO	226,7645	274,0846	66,0041	0,0553	0,1597	434,8450
BRMEN	229,3809	270,4190	65,8608	0,0536	0,1547	433,9392
DAGI	245,0321	248,3787	64,7877	0,0529	0,1522	428,6231
DERIM	249,1498	242,7069	66,5540	0,0528	0,1513	425,3027
DESA	250,9847	238,2561	66,6933	0,0528	0,1517	422,5475
HATEK	252,6538	235,2135	65,9536	0,0525	0,1509	421,9137
KORDS	260,7325	230,6329	63,6634	0,0538	0,1546	427,7020
KRTEK	265,3417	228,7317	63,1734	0,0515	0,1490	430,9000
LUKSK	269,0788	228,8428	62,8649	0,0491	0,1423	435,0567
MNDRS	272,4893	228,9724	63,0697	0,0477	0,1382	438,3921
SKTAS	277,5127	215,0825	61,1410	0,0463	0,1342	431,4542
SNPAM	283,1573	207,5022	60,8277	0,0454	0,1317	429,8318
YATAS	286,8921	204,5965	60,7423	0,0455	0,1315	430,7463
YUNSA	290,9583	202,5186	60,5443	0,0431	0,1246	432,9327

2.Aşama: Bu aşamada Eşitlik-2 kullanılarak karar probleminde farklı birimlere sahip kriterlere ait değerler normalizasyon işlemiyle [0, 1] aralığında değer alacak şekilde standartlaştırılır. Normalizasyon matrisi değerleri Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4. Normalizasyon Matrisi

	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
ARSAN	0,0481	0,0696	0,0575	0,0586	0,0604	0,0588
BLCYT	0,0506	0,0692	0,0596	0,0642	0,0646	0,0597
BOSSA	0,0518	0,0677	0,0593	0,0644	0,0646	0,0595
BRKO	0,0526	0,0668	0,0609	0,0639	0,0639	0,0593
BRMEN	0,0532	0,0659	0,0608	0,0620	0,0618	0,0592
DAGI	0,0569	0,0605	0,0598	0,0613	0,0609	0,0585
DERIM	0,0578	0,0592	0,0615	0,0610	0,0605	0,0580
DESA	0,0583	0,0581	0,0616	0,0612	0,0607	0,0577
HATEK	0,0586	0,0573	0,0609	0,0608	0,0603	0,0576
KORDS	0,0605	0,0562	0,0588	0,0622	0,0618	0,0584
KRTEK	0,0616	0,0557	0,0583	0,0596	0,0596	0,0588
LUKSK	0,0625	0,0558	0,0581	0,0568	0,0569	0,0594
MNDRS	0,0633	0,0558	0,0582	0,0553	0,0552	0,0598
SKTAS	0,0644	0,0524	0,0565	0,0536	0,0537	0,0589
SNPAM	0,0657	0,0506	0,0562	0,0526	0,0527	0,0587
YATAS	0,0666	0,0499	0,0561	0,0527	0,0526	0,0588
YUNSA	0,0675	0,0494	0,0559	0,0499	0,0498	0,0591

3.Aşama: Bu aşamada Eşitlik-3 kullanılarak her bir kriterin Entropi değerleri (ej) bulunur. Bu entropi değerlerini elde edebilmek için önce Tablo 4'te verilen değerler kendi doğal logaritmasıyla çarpılır. Elde edilen değerler kullanılarak Entropi değerleri elde edilir. Firma sayısı olan m değeri 17 olmak üzere kriterlere ilişkin Entropi değeri Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5. Entropi Değerleri

	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
Ln(m)			0,35296			
e _j	0,99828	0,99781	0,99982	0,99900	0,99900	0,99998

4.Aşama: Bu son aşamada Eşitlik-4 kullanılarak her bir kriter için farklılaşma dereceleri (dj) hesaplanır. Farklılaşma dereceleri (dj) hesaplandıktan sonra Eşitlik-5 kullanılarak her bir kriter için kriter ağırlık değeri (wj) bulunur. Pandemi Öncesi için kriterlere ait farklılaşma dereceleri (dj) ve kriter ağırlık değerleri (wj) Tablo 6'da verilmiştir. Bu bağlamda benzer işlemler yapılarak Pandemi Dönemi ve Enflasyonist Dönem için elde edilen kriter ağırlık değerleri (wj) de aynı tabloda (Tablo 6) birlikte verilmiştir.

Tablo 6. ENTROPI Yöntemi Kriter Ağırlık Değerleri

Dönemler	Kriterler Ağırlık	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁ (Nakit/Dön. Varlık)	CASH ₂ (Nakit/Topl. Varlık)	CCC (Nakit Dönüşüm Süresi)
	dj	0,00172	0,00219	0,00018	0,00100	0,00100	0,00002
Pandemi Öncesi	wj	0,2810	0,3582	0,0298	0,1642	0,1632	0,0033
Pandemi Dönemi	wj	0,1417	0,1223	0,2500	0,1828	0,1803	0,1227
Enflasyonist Dönem	wj	0,4232	0,0330	0,0417	0,0650	0,0733	0,3635

Tablo 6'da görüldüğü üzere Entropi Yöntemi'ne göre Pandemi Öncesi için en önemli kriterin Stok Devir Süresi (0,3582) kriteri olduğu görülmektedir. Bu kriteri sırasıyla Alacak Devir Süresi (0,2810), CASH₁ (0,1642), CASH₂ (0,1632), Ticari Borç Devir Süresi (0,0298) ve CCC (0,0033) kriterleri izlemektedir. Pandemi Dönemine ait veriler ile yapılan analiz sonucunda en önemli kriterin Ticari Borç Devir Süresi (0,2500) kriteri olduğu görülmektedir. Bu kriteri sırasıyla CASH₁ (0,1828), CASH₂ (0,1803), Alacak Devir Süresi (0,1417), CCC (0,1227) ve Stok Devir Süresi (0,1223) kriterlerinin izlediği görülmektedir. Entropi Yöntemine göre benzer işlemler Enflasyonist Dönem için yapıldığında en önemli kriterin Alacak Devir Süresi (0,4232) kriteri olduğu görülmektedir. Bu kriteri sırasıyla CCC (0,3635), CASH₂ (0,0733), CASH₁ (0,0650), Ticari Borç Devir Süresi (0,0417) ve Stok Devir Süresi (0,0330) kriterleri izlemiştir.

4.2. Tüm Örneklem CRITIC Yöntemi ile Kriter Ağırlıklarının Belirlenmesi

Kriterlerin objektif olarak ağırlıklandırılması için kullanılan yöntemlerden biri olan CRITIC yöntemi, Diakoulaki vd. (1995) tarafından geliştirilmiştir. Doğrudan karar matrisinden yararlanarak kriterlerin objektif bir biçimde ağırlıklarının bulunmasına imkân veren bu yöntem kriterler arasındaki zıtlığı belirlemek için korelasyon analizinden hareket etmektedir (Dinçer, 2019, s. 41).

CRITIC yöntemine ilişkin gerçekleştirilen detaylı açıklamalar Pandemi Öncesi Dönem için yapılmıştır. CRITIC yöntemi ile kriter ağırlıklarının belirlenmesi için aşağıdaki adımlar takip edilmiştir.

1.Aşama: Karar matrisi, Entropi yöntemi başlığı altındaki Tablo 3'te verilmiştir.

Kriterlerin yönleri ile her bir kriterin maksimum (en büyük) ve minimum (en küçük) değerleri Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7. Kriter Yönleri ve Kriterlerin En Büyük ve En Küçük Değerleri

Kriter Yönü	Min.	Min.	Max.	Max.	Max.	Min.
Kriterler	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
MİN.	52,3098	48,5405	54,9389	0,0071	0,0084	169,3913
MAX.	638,4381	843,8399	413,3691	0,1737	0,3666	834,8942

2.Aşama: Bu aşamada normalizasyon işlemi yapılır. Normalizasyon işleminde, fayda yönlü kriterler için Eşitlik-7, maliyet yönlü kriterler için Eşitlik-8 kullanılır. Elde edilen normalizasyon matrisi değerleri Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8. Normalizasyon Matrisi

Kriter Yönü	Min.	Min.	Max.	Max.	Max.	Min.
	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
ARSAN	0,7359	0,7017	0,0205	0,2613	0,3983	0,6076
BLCYT	0,5110	0,8013	0,0170	0,1553	0,1968	0,5266
BOSSA	0,7470	0,7864	0,4730	0,0938	0,1571	0,9622
BRKO	0,3517	0,3452	0,3117	0,0000	0,0314	0,0000
BRMEN	0,4365	0,7445	0,4125	0,0442	0,1944	0,6061
DAGI	0,7419	0,5487	0,0000	1,0000	0,7490	0,4189
DERIM	0,0000	1,0000	1,0000	0,0054	0,0000	0,8434
DESA	1,0000	0,0000	0,9670	0,0866	0,0636	0,5113
HATEK	0,7608	0,7426	0,3678	0,0438	0,0811	0,8653
KORDS	0,8340	0,7559	0,1818	0,1125	0,1380	0,8456
KRTEK	0,6593	0,8206	0,1472	0,5614	0,4837	0,7504
LUKSK	0,6173	0,6434	0,1759	0,2448	0,3906	0,5170
MNDRS	0,9450	0,5752	0,3080	0,2225	0,1852	0,7953
SKTAS	0,8778	0,7722	0,3609	0,1052	0,2141	1,0000
SNPAM	0,7241	0,8323	0,1089	0,6448	1,0000	0,8008
YATAS	0,9080	0,6150	0,5861	0,3848	0,3184	0,9601
YUNSA	0,6880	0,7134	0,3077	0,2145	0,1370	0,7340

3.Aşama: Bu aşamada ilişki katsayı matrisi oluşturulur. Eşitlik-9 kullanılarak kriterler arası doğrusal ilişki katsayıları (qjk) elde edilir. Elde edilen doğrusal ilişki katsayıları (qjk) değerleri Tablo 9’da verilmiştir.

Tablo 9. İlişki Katsayıları Matrisi

	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
Alacak Devir Süresi	1,0000	-0,4113	-0,1715	0,2534	0,2086	0,3181
Stok Devir Süresi	-0,4113	1,0000	-0,2537	0,0382	0,1695	0,5522
Ticari Borç Devir Süresi	-0,1715	-0,2537	1,0000	-0,4959	-0,5616	0,2123
CASH ₁	0,2534	0,0382	-0,4959	1,0000	0,8795	-0,0531
CASH ₂	0,2086	0,1695	-0,5616	0,8795	1,0000	0,0069
CCC	0,3181	0,5522	0,2123	-0,0531	0,0069	1,0000

4.Aşama: Bu aşamada Eşitlik-10 ve Eşitlik-11 kullanılarak bir önceki aşamalarda elde edilen normalizasyon değerleri ve ilişki katsayıları (q_{jk}) değerleri kullanılarak standart sapma (σ_j) ve j . kriterde yayılmış olan bilgi miktarı olan C_j değerleri hesaplanır. Hesaplanan değerler Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10. σ_j ve C_j Değerleri

1- q_{jk} Değerleri						
	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁	CASH ₂	CCC
Alacak Devir Süresi	0,0000	1,4113	1,1715	0,7466	0,7914	0,6819
Stok Devir Süresi	1,4113	0,0000	1,2537	0,9618	0,8305	0,4478
Ticari Borç Devir Süresi	1,1715	1,2537	0,0000	1,4959	1,5616	0,7877
CASH ₁	0,7466	0,9618	1,4959	0,0000	0,1205	1,0531
CASH ₂	0,7914	0,8305	1,5616	0,1205	0,0000	0,9931
CCC	0,6819	0,4478	0,7877	1,0531	0,9931	0,0000
Toplam	4,8027	4,9051	6,2705	4,3779	4,2970	3,9636
σ_j	0,2462	0,2239	0,2938	0,2672	0,2643	0,2503
C_j	1,1824	1,0983	1,8421	1,1699	1,1355	0,9922

5.Aşama: Bu son aşamada Eşitlik-12 kullanılarak bir önceki aşamada elde edilen C_j değerleri kendi toplam değerine bölünerek kriter ağırlıkları (w_j) elde edilir. Pandemi Öncesi için elde edilen kriter ağırlık değerleri (w_j) Tablo 11'de verilmiştir. Bu bağlamda benzer işlemler yapılarak Pandemi Dönemi ve Enflasyonist Dönem için elde edilen kriter ağırlık değerleri (w_j) de aynı tabloda (Tablo 11) birlikte verilmiştir.

Tablo 11. Kriter Ağırlıkları

CRITIC Yöntemi Kriter Ağırlık Değerleri							
Dönemler	Kriterler Ağırlık	Alacak Devir Süresi	Stok Devir Süresi	Ticari Borç Devir Süresi	CASH ₁ (Nakit/Dön. Varlık)	CASH ₂ (Nakit/Topl. Varlık)	CCC (Nakit Dönüşüm Süresi)
Pandemi Öncesi	w_j	0,1593	0,1480	0,2482	0,1576	0,1530	0,1337
Pandemi Dönemi	w_j	0,1777	0,1664	0,2025	0,1538	0,1697	0,1297
Enflasyonist Dönem	w_j	0,1229	0,1630	0,2951	0,1529	0,1447	0,1210

Tablo 13'te görüldüğü üzere Critic Yönteme göre Pandemi Öncesi dönem için en önemli kriterin Ticari Borç Devir Süresi (0,2482) kriteri olduğu görülmektedir. Bu kriteri sırasıyla Alacak Devir Süresi (0,1593), CASH₁ (0,1577), CASH₂ (0,1530), Stok Devir Süresi (0,1480) ve CCC (0,1337) kriterleri izlemektedir. Pandemi Dönemine ait veriler ile yapılan analiz sonucunda en önemli kriterin en önemli kriterin Ticari Borç Devir Süresi (0,2025) kriteri olduğu görülmektedir. Bu kriteri sırasıyla Alacak Devir Süresi (0,1777), CASH₂ (0,1697), Stok Devir Süresi (0,1664), CASH₁ (0,1538) ve CCC (0,1297) kriterlerinin izlediği görülmektedir. Entropi Yöntemine göre benzer işlemler Enflasyonist Dönem için yapıldığında en önemli kriterin Ticari Borç Devir Süresi (0,2951) kriteri olduğu görülmektedir. Bu kriteri sırasıyla Stok Devir Süresi (0,1630), CASH₁ (0,1529), CASH₂

(0,1447), Alacak Devir Süresi (0,1229) ve CCC (0,1210) kriterlerinin izlediği görülmektedir.

4.3. Pandemi Öncesi Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralaması

Pandemi öncesi döneme ait Critic ve Entropi analizi sonucunda elde edilen kriter sıralamaları ve buna ilişkin yorumlar Tablo 12’de verilmiştir.

Tablo 12. Pandemi Öncesi ENTROPİ ve CRITIC Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralamaları

Kriter Değişken	ENTROPİ Ağırlık	ENTROPİ Sıralama	CRITIC Ağırlık	CRITIC Sıralama
Stok Devir Süresi	0,3582	1	0,1480	5
Alacak Devir Süresi	0,2810	2	0,1593	2
Ticari Borç Devir Süresi	0,0298	5	0,2482	1
Nakitler / Aktif	0,1642	3	0,1576	3
Nakitler / Dönen Varlık	0,1632	4	0,1530	4
Nakit Dönüşüm Süresi	0,0033	6	0,1337	6

Pandemi öncesi döneme ilişkin ENTROPİ yöntemi sonuçları, işletme sermayesi bileşenleri arasında stok devir süresinin en yüksek ağırlığa (0,3582) sahip olduğunu ve ilgili dönemde firmalar arasındaki farklılaşmayı en güçlü biçimde açıklayan değişken konumunda bulunduğunu göstermektedir. Bunu alacak devir süresi (0,2810) izlemekte olup, tahsilat performansının da operasyonel etkinlik açısından önemli bir ayırıştırıcı unsur olduğu görülmektedir. Buna karşılık nakit çevrim süresi (CCC), oldukça düşük bir ağırlık değeri (0,0033) ile pandemi öncesi dönemde sınırlı bir bilgi içeriğine sahip olup, firmalar arasında belirgin bir ayırt edicilik sunmamaktadır. Bu durum, söz konusu dönemde nakit çevrim süresinin görece istikrarlı bir yapı sergilediğine işaret etmektedir. CRITIC yöntemi bulguları ise farklı bir perspektif sunmaktadır. Bu yöntemle göre ticari borç devir süresi, en yüksek ağırlık değerine (0,2482) sahip olup pandemi öncesi dönemde işletme sermayesi yapısının en önemli yapısal belirleyicisi olarak öne çıkmaktadır. CRITIC yaklaşımının değişkenler arası korelasyon ve varyansı birlikte dikkate alan yapısı göz önüne alındığında, ticari borç devir süresinin diğer kriterlerden görece bağımsız hareket ettiği ve sistemik bir rol üstlendiği anlaşılmaktadır. Alacak devir süresi (0,1593) ikinci sırada yer alırken, stok devir süresi (0,1480) ENTROPİ sonuçlarının aksine daha sınırlı bir yapısal öneme sahiptir. Nakit oranlarını temsil eden CASH₁ (nakit/aktifler) ve CASH₂ (nakit/dönen varlıklar) değişkenleri her iki yöntemde de orta düzey ağırlıklar almış ve benzer sıralamalar sergilemiştir. Bu bulgu, pandemi öncesi dönemde nakit pozisyonunun ne baskın bir ayırıştırıcı unsur ne de önemsiz bir değişken olduğunu; aksine işletme sermayesi yapısında dengeleyici ve tampon görevi gören bir rol üstlendiğini göstermektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde, pandemi öncesi dönemde ENTROPİ yöntemi operasyonel süreçlerdeki farklılıkların (özellikle stok ve alacak yönetimi) firmalar arasındaki ayrışmayı açıkladığını ortaya koyarken; CRITIC yöntemi ticari borç yönetiminin dönemsel dalgalanmalardan bağımsız olarak işletme sermayesi yapısında yapısal bir belirleyici olduğunu göstermektedir. Bu durum, iki yöntemin birbirini tamamlayıcı nitelikte sonuçlar ürettiğini ve işletme sermayesi yönetiminin hem operasyonel hem de finansal yapı boyutlarıyla ele alınması gerektiğini ortaya koymaktadır.

4.4. Pandemi Dönemi Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralaması

Tablo 13. Pandemi Dönemi ENTROPİ ve CRITIC Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralamaları

Kriter	ENTROPİ Ağırlık	ENTROPİ Rank	CRITIC Ağırlık	CRITIC Rank
Alacak Devir Süresi	0,1417	4	0,1777	2
Stok Devir Süresi	0,1223	6	0,1664	4
Ticari Borç Devir Süresi	0,2500	1	0,2025	1
Nakitler / Aktif	0,1828	2	0,1538	5
Nakitler / Dönen Varlık	0,1803	3	0,1697	3
Nakit Dönüşüm Süresi	0,1227	5	0,1297	6

Pandemi dönemine ilişkin ENTROPİ yöntemi sonuçları, işletme sermayesi göstergeleri içerisinde ticari borç devir süresinin en yüksek ağırlığa sahip olduğunu (0,2500) ve bu dönemde firmalar arasındaki farklılaşmayı en güçlü biçimde açıklayan kriter konumuna yükseldiğini göstermektedir. Bu bulgu, pandemi koşullarında firmaların likidite ve nakit akışı yönetiminde tedarikçi kredisi/ödeme vadeleri üzerinden stratejik farklılaşma sergilediğine işaret etmektedir. Benzer biçimde CRITIC yönteminde de ticari borç devir süresi en yüksek ağırlıkla (0,2025) birinci sırada yer almakta; böylece söz konusu değişkenin pandemi şokunun etkisi altında dahi yüksek açıklayıcılığa ve yapısal belirleyiciliğe sahip olduğu görülmektedir. İki yöntemin aynı değişkende örtüşmesi, ticari borç yönetiminin bu dönemde işletme sermayesi politikasının temel kaldıraç noktası haline geldiğini desteklemektedir. ENTROPİ sonuçları ayrıca nakit oranlarının ($CASH_1=0,1828$; $CASH_2=0,1803$) görece yüksek ağırlıklar aldığını ve sıralamada üst basamaklarda konumlandığını ortaya koymaktadır. Bu durum, pandemi döneminde firmaların belirsizlik ve finansal kırılganlık koşullarında nakit tutma eğilimini artırdığı, dolayısıyla nakit pozisyonunun firmalar arası ayrışmayı açıklayan önemli bir “tampon” değişken haline geldiği şeklinde değerlendirilebilir. CRITIC bulguları da nakit oranlarına orta düzeyde ağırlık atamakta ($CASH_2=0,1697$; $CASH_1=0,1538$) ve özellikle $CASH_2$ ’nin görece öneminin $CASH_1$ ’e kıyasla daha yüksek seyrettiğini göstermektedir. Bu görünüm, pandemi döneminde likidite değerlendirmesinde dönen varlıklara göre nakit yeterliliğinin daha işlevsel bir gösterge olarak öne çıkabileceğine işaret etmektedir.

Buna karşılık stok devir süresi ($ENTROPİ=0,1223$; Rank 6) pandemi döneminde ENTROPİ açısından en düşük ağırlığa sahip olup, operasyonel tarafta stok yönetiminin firmalar arası ayırt ediciliğinin zayıfladığını göstermektedir. Bu bulgu, pandemi şokunun arz-talep koşullarında yarattığı dalgalanmalar ve tedarik zinciri kırılmaları nedeniyle stok dinamiklerinin birçok firmada benzer yönde hareket etmesi veya ölçüm varyansının görece azalması ile uyumlu biçimde yorumlanabilir. CRITIC’te stok devir süresi orta sıralarda (0,1664; Rank 4) yer almakta olup, stok değişkeninin tamamen önemsizleşmediği; ancak pandemi döneminde temel belirleyiciliğin daha ziyade finansal tampon ve ödeme vadeleri üzerinden şekillendiği anlaşılmaktadır. Alacak devir süresi pandemi döneminde ENTROPİ’de orta-alt sırada (0,1417; Rank 4) yer alırken, CRITIC’te ikinci sıraya (0,1777; Rank 2) yükselmektedir. Bu farklılaşma, tahsilat performansının pandemi döneminde önemli olmayı sürdürdüğünü; ancak firmalar arası ayrışmayı açıklama gücünün (ENTROPİ perspektifinde) nakit pozisyonu ve borç yönetimi kadar belirgin olmadığına işaret etmektedir. CRITIC’in alacak devir süresini üst sıralara taşıması ise, alacak yönetiminin pandemi döneminde volatilité ve diğer kriterlerle olan ilişkisi bakımından yapısal öneminin arttığını düşündürmektedir. Son olarak nakit çevrim süresi (CCC), ENTROPİ’de görece artan bir ağırlık (0,1227; Rank 5) sergilemekle birlikte CRITIC’te en düşük sırada (0,1297; Rank 6) yer almaktadır. Bu görünüm, pandemi döneminde CCC’nin firmalar arasında belirli ölçüde ayrışma üretebildiğini; ancak diğer kriterlerle olan bağlantısı nedeniyle “bağımsız yapısal bir belirleyici” olmaktan ziyade,

alacak–stok–borç dinamiklerinin birleşik bir sonucu olarak hareket ettiğini göstermektedir. Genel olarak pandemi dönemi bulguları, işletme sermayesi yönetiminde önceliğin “operasyonel etkinlikten” (stok/alacak) “likidite savunmasına” (ticari borç yönetimi ve nakit tamponu) kaydığını ortaya koymaktadır. ENTROPİ sonuçları bu kaymayı firmalar arası ayrışma üzerinden görünür kılarken, CRITIC sonuçları ticari borç ve alacak yönetiminin pandemi koşullarında dahi sistemik önemini koruduğunu desteklemektedir.

4.5. Enflasyonist Dönem Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralaması

Tablo 14. Enflasyonist Dönem ENTROPİ ve CRITIC Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralamaları

Kriter	ENTROPİ Ağırlık	ENTROPİ Rank	CRITIC Ağırlık	CRITIC Rank
Alacak Devir Süresi	0,4232	1	0,1229	5
Stok Devir Süresi	0,0330	5	0,1630	2
Ticari Borç Devir Süresi	0,0417	4	0,2951	1
Nakitler / Aktif	0,0650	3	0,1529	3
Nakitler / Dönen Varlık	0,0733	2	0,1447	4
Nakit Dönüşüm Süresi	0,3635	2	0,1210	6

Enflasyonist döneme ilişkin ENTROPİ yöntemi sonuçları, alacak devir süresinin oldukça yüksek bir ağırlık değeriyle (0,4232) açık ara birinci sırada yer aldığını göstermektedir. Bu bulgu, yüksek enflasyon ortamında firmalar arasında en güçlü ayrışmanın tahsilat hızları üzerinden gerçekleştiğine işaret etmektedir. Artan fiyat düzeyi ve finansman maliyetleri altında alacakların nakde dönüştürülme süresi, işletmeler açısından kritik bir performans göstergesi haline gelmiş; bu durum alacak devir süresinin bilgi içeriğini belirgin biçimde artırmıştır. ENTROPİ sonuçları, söz konusu dönemde tahsilat performansındaki farklılıkların işletme sermayesi yapısında firmalar arası ayrışmayı en net biçimde yansıtan unsur olduğunu ortaya koymaktadır. ENTROPİ’ye göre ikinci en yüksek ağırlığa sahip olan nakit çevrim süresi (CCC) (0,3635), enflasyonist dönemde işletme sermayesi döngüsünün finansman maliyetlerine duyarlılığının arttığını göstermektedir. CCC’nin yüksek bilgi içeriği, alacak, stok ve ticari borç bileşenlerinin birleşik etkisinin firmalar arasında önemli ölçüde farklılaştığını ve enflasyon baskısının nakde dönüş süresi üzerinden belirginleştiğini düşündürmektedir. Buna karşın CRITIC yönteminde CCC’nin en düşük ağırlığa sahip olması (0,1210), bu değişkenin diğer kriterlerle olan yüksek ilişkisi nedeniyle bağımsız yapısal bir belirleyici olmaktan ziyade sonuç niteliği taşıyan bir gösterge olarak işlev gördüğüne işaret etmektedir.

CRITIC yöntemi bulguları enflasyonist dönemde de ticari borç devir süresini açık ara en yüksek ağırlıkla (0,2951) birinci sıraya yerleştirmektedir. Bu sonuç, yüksek enflasyon koşullarında tedarikçi kredisi ve ödeme vadelerinin, işletme sermayesi yapısının yönetilmesinde sistemik ve yapısal bir rol üstlendiğini göstermektedir. ENTROPİ’de ticari borç devir süresinin düşük ağırlık alması (0,0417), bu değişkenin firmalar arasında ayrışma yaratma gücünün sınırlı olduğunu; ancak CRITIC’teki yüksek ağırlığı, söz konusu değişkenin oynaklık ve korelasyon yapısı itibarıyla sistemin temel denge unsurlarından biri olduğunu ortaya koymaktadır. Stok devir süresi, ENTROPİ açısından oldukça düşük bir ağırlık değeriyle (0,0330) bilgi içeriğini büyük ölçüde yitirirken, CRITIC’te ikinci sırada (0,1630) yer almaktadır. Bu görünüm, enflasyonist dönemde stok yönetiminin firmalar arasında belirgin bir ayrışma yaratmadığını; ancak stokların finansman maliyeti, fiyatlama ve değerlendirme etkileri nedeniyle işletme sermayesi yapısında yapısal önemini koruduğunu düşündürmektedir. Benzer şekilde CASH₁ ve CASH₂ değişkenleri her iki yöntemde de orta sıralarda konumlanmış olup, nakit oranlarının bu dönemde ne baskın bir ayrıştırıcı unsur ne de ihmal edilebilir bir değişken olduğu; aksine tampon görevi gören ve dengeleyici bir rol üstlendiği anlaşılmaktadır.

Genel olarak enflasyonist dönem bulguları, ENTROPİ yönteminin tahsilat hızı ve nakit çevrim süresini firmalar arası ayrışmanın temel kaynakları olarak öne çıkardığını; CRITIC yönteminin ise ticari borç devir süresini dönemler arası değişmeyen yapısal bir belirleyici olarak konumlandığını göstermektedir. Bu sonuçlar, yüksek enflasyon ortamında işletme sermayesi yönetiminin bir yandan tahsilat disiplinine ve nakde dönüş hızına, diğer yandan tedarikçi finansmanı ve ödeme vadelerinin stratejik kullanımına dayandığını ortaya koymaktadır.

Tablo 15. Dönemler itibarıyla ENTROPİ ve CRITIC Kriter Ağırlıkları ve Öncelik Sıralamaları

Yöntem	Pandemi Öncesi (En Yüksek-2)	Pandemi Dönemi (En Yüksek -2)	Enflasyonist Dönemi (En Yüksek -2)	Çıkarım
ENTROPİ	Stok DS, Alacak DS	Ticari BDS, CASH ₁	Alacak DS, CCC	Kriz türüne göre “bilgi taşıyan” kriterler yer değiştiriyor.
CRITIC	Ticari BDS, Alacak DS	Ticari BDS, Alacak DS	Ticari BDS, Stok DS	Ticari borç yönetimi dönemler arası en istikrarlı/sistemik belirleyici.

Tablo 15’te birlikte sunulan bulgular, ENTROPİ ve CRITIC yöntemlerinin işletme sermayesi dinamiklerini tamamlayıcı fakat farklı işlevler üstlenen iki analitik çerçeve üzerinden ortaya koyduğunu göstermektedir. ENTROPİ yöntemi, pandemi öncesi dönemde stok ve alacak devir sürelerini, pandemi döneminde ticari borç devir süresi ve nakit/aktif oranını, enflasyonist dönemde ise alacak devir süresi ile nakit çevrim süresini (CCC) ön plana çıkararak, kriz türüne bağlı olarak firmalar arasındaki ayrışmayı tetikleyen “bilgi taşıyıcı” kriterlerin dönemler itibarıyla belirgin biçimde yer değiştirdiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, işletme sermayesi yönetiminde risk ve performans göstergelerinin statik değil, makroekonomik koşullara duyarlı ve dinamik bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Buna karşılık CRITIC yöntemi sonuçları, tüm dönemler boyunca ticari borç devir süresini ilk iki sırada konumlandırarak, tedarikçi finansmanı ve ödeme vadelerinin işletme sermayesi yapısında sürekli ve sistemik bir belirleyici rol oynadığını göstermektedir. Alacak devir süresinin pandemi öncesi ve pandemi döneminde üst sıralarda yer alması, stok devir süresinin ise enflasyonist dönemde ikinci sıraya yükselmesi, CRITIC’in işletme sermayesinin temel bileşenlerini dönemsel dalgalanmalardan ziyade yapısal ilişkiler, oynaklık ve kriterler arası bağımsızlık çerçevesinde değerlendirdiğini ortaya koymaktadır.

Bu iki yöntemin birlikte değerlendirilmesi, işletme sermayesi yönetimine ilişkin önemli bir çıkarımı beraberinde getirmektedir: Firmaların karşı karşıya kaldığı kriz türü, kısa vadede hangi değişkenlerin öncelikli olarak izlenmesi ve müdahale edilmesi gerektiğini belirlemektedir (ENTROPİ perspektifi). Ayrıca, uzun vadede hangi finansal mekanizmaların işletme sermayesi dengesini kalıcı biçimde şekillendirdiği CRITIC bulguları ile daha net biçimde ortaya konulmaktadır. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar işletme sermayesi yönetiminin tek bir göstergeye veya sabit bir politika setine indirgenemeyeceğini; aksine kriz türüne duyarlı izleme mekanizmaları ile yapısal önceliklerin birlikte ele alındığı bütüncül bir yaklaşımın gerekli olduğunu güçlü biçimde ortaya koymaktadır.

5. Sonuç, Politika Önerileri ve Sınırlılıklar

Bu çalışma, Borsa İstanbul’da işlem gören 17 tekstil firmasının 2014/03–2025/09 dönemine ait finansal tabloları temel alınarak, işletme sermayesi yönetiminin farklı makroekonomik koşullar altında hangi bileşenler üzerinden şekillendiğini, hangi unsurların hangi dönemlerde ön plana çıktığını ve bu farklılaşmanın nasıl bir stratejik yönelim gerektirdiğini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu doğrultuda alacak devir süresi, stok devir süresi, ticari borç devir süresi, nakit/aktif oranı, nakit/dönen varlık oranı ve nakit çevrim süresi göstergeleri kullanılarak; pandemi öncesi, pandemi dönemi ve

enflasyonist dönem ayrımı çerçevesinde çalışma sermayesinin dönemsel dinamikleri analiz edilmiştir. ENTROPİ ve CRITIC yöntemlerinin birlikte uygulanmasıyla, bir yandan firmalar arasında hangi çalışma sermayesi unsurlarının belirli dönemlerde ayrışma yarattığı ve kritik sinyaller ürettiği, diğer yandan dönemler arası değişmeyen, işletme sermayesi yapısını kalıcı biçimde belirleyen unsurların hangileri olduğu bütüncül bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu yaklaşım, işletme sermayesi yönetiminin tek tip ve statik politikalarla değil; makroekonomik koşullara duyarlı, dönemsel öncelikleri değişebilen ve aynı zamanda yapısal denge unsurlarını gözetten stratejilerle ele alınması gerektiğini ampirik olarak ortaya koymayı hedeflemektedir.

Elde edilen bulgular, işletme sermayesi unsurlarının önem derecelerinin dönemler itibarıyla belirgin biçimde değiştiğini ve bu değişimin makroekonomik koşullara yüksek duyarlılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Pandemi öncesi dönemde firmalar arasındaki farklılaşmanın ağırlıklı olarak stok ve alacak devir süreleri üzerinden gerçekleştiği; bu dönemde operasyonel etkinliğin ve dönen varlık yönetiminin ayırt edici bir rol oynadığı görülmektedir. Pandemi döneminde ise bulgular, işletme sermayesi yönetiminde önceliğin ticari borç devir süresi ve nakit oranlarına kaydığını; firmaların likiditeyi koruma, tedarikçi kredisi ve nakit tamponu oluşturma stratejileri üzerinden ayrıştığını göstermektedir. Enflasyonist dönemde ise alacak devir süresi ve nakit çevrim süresi (CCC) öne çıkmakta; tahsilat hızının ve nakde dönüş süresinin, artan finansman maliyetleri ve fiyat düzeyi baskısı altında işletme sermayesi performansını belirleyen temel unsurlar haline geldiği anlaşılmaktadır. Buna karşılık tüm dönemler birlikte değerlendirildiğinde, ticari borç devir süresinin dönemler arası en istikrarlı ve sistemik belirleyici olduğu; tedarikçi finansmanı ve ödeme vadelerinin işletme sermayesi yapısında kalıcı bir rol üstlendiği görülmektedir. Bu sonuçlar, işletme sermayesi yönetiminin tek bir göstergeye dayalı sabit bir çerçeveye ele alınamayacağını; firmaların bir yandan dönemsel olarak öne çıkan risk ve sinyal değişkenlerini yakından izlemeleri, diğer yandan yapısal denge unsurlarını merkeze alan stratejik bir yaklaşım geliştirmeleri gerektiğini açık biçimde ortaya koymaktadır.

Bu çalışmanın kurumsal stratejiler ve kriz dönemlerine dair dönemsel stratejiler olmak üzere bir dizi politika önerileri sunmaktadır. Dönemsel dalgalanmalardan bağımsız olarak uygulanması gereken çekirdek bir politika çerçevesinin varlığına bakıldığında (i) işletme sermayesi yönetiminin iki katmanlı bir yapı üzerinden ele alınması önerilmektedir. Buna göre, kısa vadede makroekonomik koşullara bağlı olarak önem kazanan çalışma sermayesi unsurları yakından izlenmeli ve bu unsurlar üzerinden esnek ve dönemsel politika ayarlamaları yapılmalıdır. Uzun vadede ise işletme sermayesi dengesini kalıcı biçimde etkileyen temel bileşenler merkeze alınarak, politika sürekliliği sağlanmalıdır. (ii) Çalışma sermayesi yönetiminde ticari borç devir süresinin temel bir politika kaldırıcı olarak konumlandırılması önerilmektedir. Bulgular, tedarikçi finansmanı ve ödeme vadelerinin dönemler arası istikrar gösteren ve işletme sermayesi yapısını sistematik biçimde şekillendiren bir unsur olduğunu ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda, tedarikçi sözleşmelerinin vade esnekliği sağlayacak şekilde yapılandırılması, ödeme vadelerinin hedef bantlar üzerinden yönetilmesi ve ticari borç politikalarının şirketin genel finansman stratejisiyle bütünleştirilmesi, kurumsal politika çerçevesinin temel bileşenleri arasında yer almalıdır. Kriz dönemlerine dair dönemsel stratejilere göre, işletme sermayesi yönetiminde kriz türüne bağlı olarak politika önceliklerinin sistematik biçimde yeniden tanımlanması mümkündür. Bu doğrultuda (iii) pandemi öncesi ve pandemi dönemlerini kapsayan süreçlerde, politika odağının operasyonel etkinlikten likidite korumaya doğru kademeli olarak kaydırılması önerilmektedir. Pandemi öncesi dönemde stok ve alacak devir sürelerinin öne çıkması, firmaların stok optimizasyonu ve tahsilat süreçlerini merkezine alan politikalar geliştirmesini gerekli kılarken; pandemi döneminde ticari borç devir süresi ve nakit oranlarının önem kazanması, likiditeyi korumaya yönelik tedarikçi finansmanı ve nakit tamponu oluşturma stratejilerine öncelik verilmesi gerektirmektedir. (iv) enflasyonist dönemler için ise politika odağının açık biçimde tahsilat hızı ve nakde dönüş süresi üzerine yoğunlaştırılması önerilmektedir.

Bulgular, alacak devir süresi ve nakit çevrim süresinin bu dönemde firmalar arasındaki ayrışmayı en güçlü biçimde açıklayan unsurlar olduğunu göstermekte; dolayısıyla tahsilat disiplininin güçlendirilmesi, vade kısaltma uygulamaları ve nakit çevrim süresini azaltmaya yönelik bütüncül politika setlerinin, enflasyonist ortamda işletme sermayesi yönetiminin temel dayanakları haline gelmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Bununla birlikte, bu bulguların yorumlanmasında dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta bulunmaktadır. ENTROPİ ve CRITIC yöntemleri, çalışma sermayesi göstergelerinin dönemler itibarıyla göreceli ağırlığını nesnel olarak ortaya koysa da, bu ağırlıklar ilgili göstergeler için “ideal” ya da “optimum” düzeylerin tespit edildiği anlamına gelmemektedir. Çalışma sermayesi literatüründe birçok değişkenin firma açısından aşırı düşük veya aşırı yüksek düzeylerde farklı maliyetler yaratabildiği, dolayısıyla bazı durumlarda orta bantların daha uygun olabildiği bilinmektedir. Bu nedenle bu çalışmanın politika önerileri, belirli göstergelerin mutlak olarak artırılması veya azaltılması yönünde katı normatif reçetelerden ziyade, dönemsel olarak hangi göstergelerin daha yakından izlenmesi gerektiğine ilişkin yön gösterici bir çerçeve sunmaktadır.

Bu çalışmanın bulguları değerlendirilirken bazı sınırlılıkların dikkate alınması gerekmektedir. İlk olarak, analiz Borsa İstanbul’da işlem gören Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri sektöründeki 17 firma ile sınırlandırılmıştır. Bu nedenle sonuçlar sektörün üretim, stok, tahsilat ve tedarikçi finansmanı özellikleri çerçevesinde yorumlanmalı; farklı sektörlerle doğrudan genellenmemelidir. İkinci olarak, nakit dönüşüm süresi; alacak devir süresi, stok devir süresi ve ticari borç devir süresinin bileşik bir sonucu olduğundan, bu değişkenin yüksek ağırlık aldığı dönemlerde bulgular bağımsız yeni bir etki olarak değil, işletme sermayesi döngüsünün bütüncül bilgi içeriğini yansıtan tamamlayıcı bir gösterge olarak değerlendirilmelidir. Üçüncü olarak, ENTROPİ ve CRITIC yöntemleri kriterlerin göreceli önemini nesnel biçimde ortaya koymakla birlikte, çalışma sermayesi göstergeleri için doğrudan optimal hedef düzey üretmemektedir. Finans literatüründe bazı değişkenler için en uygun düzey uç değerlerden ziyade belirli bir orta bantta oluşabileceğinden, bu çalışmanın bulguları kesin optimal eşik değerler olarak değil, farklı makroekonomik dönemlerde hangi göstergelerin daha yakından izlenmesi gerektiğini gösteren dönem-duyarlı bir öncelik haritası olarak değerlendirilmelidir. Gelecek çalışmalarda farklı sektörler ve alternatif yöntemlerle karşılaştırmalı analizler yapılması, bulguların genellenebilirliğini artırabilecektir.

Kaynakça

- Adebola, F. T., Oke, B. O., & Obademi, O. E. (2023). Working capital management and firm value: Evidence from listed non-financial firms in Nigeria. *Lagos Journal of Banking, Finance and Economic Issues*, 4(1), 113-128.
- Akbar, M., Akbar, A., & Draz, M. U. (2021). Global financial crisis, working capital management, and firm performance: evidence from an Islamic market index. *Sage Open*, 11(2), 21582440211015705.
- Akçakanat, Ö., Aksoy, E., & Teker, T. (2018). CRITIC ve MDL temelli EDAS yöntemi ile TR-61 bölgesi bankalarının performans değerlendirmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(32), 1-24.
- Akgün, A. I., & Karataş, A. M. (2019). Investigating the relationship between working capital management and business performance: evidence from the 2008 financial crisis of EU-28. *International Journal of Managerial Finance*, 17(4), 545-563.
- Aldubhani, M. A. Q., Wang, J., Gong, T., & Maudhah, R. A. (2021). Impact of working capital management on profitability: evidence from listed companies in Qatar. *Journal of Money and Business*, 1(1), 70-81.
- Amponsah-Kwatiahi, K., & Asiamah, M. (2020). Working capital management and profitability of listed manufacturing firms in Ghana. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1751-1770.
- Anton, S. G., & Nucu, A. E. A. (2021). The impact of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from the Polish listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 1-14. <https://dx.doi.org/10.3390/jrfm14010009>

- Arsu, T. (2021). Finansal performansın ENTROPİ Tabanlı ARAS yöntemi ile değerlendirilmesi: BİST Elektrik, Gaz ve Buhar Sektöründeki işletmeler üzerine bir uygulama. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 39(1), 15-32.
- Ata, H. A., & Buğan, M. F. (2016). İmalat şirketlerinde çalışma sermayesi etkinliğinin firma değerine etkisi nasıldır?. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 35, 33-48.
- Autukaite, R., & Molay, E. (2011). Cash holdings, working capital and firm value: Evidence from France. *International conference of the French Finance association (AFFI)*. <https://ssrn.com/abstract=1836900>
- Ayçin, E. (2020). Çok kriterli karar verme: Bilgisayar uygulamalı çözümler (2. baskı). Nobel Akademik.
- Ayrıca, Y., Kılıç, M., & Güner, Y. (2021). Çalışma sermayesinin firma kârlılığı üzerindeki etkisi: BİST KOBİ sanayi işletmelerinde bir araştırma. *BMIJ*, 9(4), 1238-1254. <https://doi.org/10.15295/bmij.v9i4.1861>
- Azizi, S., & Jokar, H. (2021). Investigating the existence of the optimal level of working capital management and the critical point of inflation and its effect on the level of cash holding. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 8(1), 145-173.
- Babacan, A., & Tuncay, M. (2022). Türk enerji sektöründe çalışma sermayesi ve finansal performans arasındaki etkileşim: SWARA, AHP ve TOPSIS yöntemleriyle karşılaştırmalı bir araştırma. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3), 1976-2005. <https://doi.org/10.30798/makuiibf.1097378>
- Bakır, M., & Atalık, Ö. (2018). Evaluation of service quality in airlines by ENTROPY and ARAS Methods. *Journal of Business Research-Türk*, 10(1), 617-638.
- Banerjee, P., & Deb, S. G. (2023). Capital investment, working capital management, and firm performance: Role of managerial ability in US logistics industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 176, 103224. <https://doi.org/10.1016/j.tre.2023.103224>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2020). Net operating working capital and firm value: A cross-country analysis. *Business Research Quarterly*, 23(3), 234-251. <https://doi.org/10.1177/2340944420941464>
- Bashir, R., & Ahmad, M. (2025). Determining the effect of working capital policies optimization and market power on firm value: A developing country perspective. *Asian Economic and Financial Review*, 15(4), 563-579. <https://doi.org/10.55493/5002.v15i4.5377>
- Bilgin, R., & Turan, S. (2023). Firm value and working capital decisions: Further evidence from an emerging market. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 28(1), 169-180.
- Bintara, R. (2020). The effect of working capital, liquidity and leverage on profitability. *Saudi Journal of Economics and Finance*, 4(1), 28-35. <https://doi.org/10.36348/sjef.2020.v04i01.005>
- Braimah, A., Mu, Y., Quaye, I., & Ibrahim, A. A. (2021). Working capital management and SMEs profitability in emerging economies: The Ghanaian case. *Sage Open*, 11(1), 2158244021989317.
- Çanakçıoğlu, M. (2020). BİST'te işlem gören ana metal firmalarının finansal performansının entegre bir çok kriterli karar verme modeli kullanılarak değerlendirilmesi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 18(2), 176-197. <https://doi.org/10.11611/yead.678063>
- Çanakçıoğlu, M., & Ersan, O. (2020). İşletme sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi: Çimento şirketleri üzerine bir araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12(3), 2749-2763.
- Chambers, N., & Cifter, A. (2022). Working capital management and firm performance in the hospitality and tourism industry. *International Journal of Hospitality Management*, 102, 103-118. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2022.103118>
- Çınar, Ö., & Kaymaz, M. T. (2020). Çalışma sermayesi ile firma kârlılığı ilişkisinin panel veri ile analizi: BİST'te kayıtlı üretim firmaları üzerine bir uygulama (2009-2018). *İğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 23, 597-616.
- Deb, P., Naskar, S., Devaraj, S., & Basu, P. (2023). Impact of working capital on firm performance: Does IT matter?. *Journal of Operations Management*, 69(6), 983-1007. <https://doi.org/10.1002/joom.1244>
- Dhole, S., Mishra, S., & Pal, A. M. (2019). Efficient working capital management, financial constraints and firm value: A text-based analysis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 58, 101212.
- Dinçer, S. E. (2019). Çok kriterli karar alma (1. baskı). Gece Akademi.
- Erbul, M., & Özdemir, F. S. (2020). Çalışma sermayesi yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul Yıldız Endeksinde bir uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 335-348.
- Erkan, G. (2023). Çalışma sermayesi unsurlarının kârlılık üzerindeki etkilerinin Borsa İstanbul'da işlem gören tekstil, giyim eşyası ve deri şirketlerinde incelenmesine yönelik bir araştırma. *Eurasian Business & Economics Journal*, 31(2), 21-35.
- Eskin, İ., & Güvemli, B. (2020). Çalışma sermayesi yönetiminin kârlılığa etkisi: Borsa İstanbul 50 Endeksi örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85, 65-76. <https://doi.org/10.25095/mufad.673679>

- Fernández-López, S., Rodeiro-Pazos, D., & Rey-Ares, L. (2020). Effects of working capital management on firms' profitability: evidence from cheese-producing companies. *Agribusiness*, 36(4), 770–791. <https://doi.org/10.1002/agr.21666>
- Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME performance. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164–177.
- Haron, R., & Nomran, N. M. (2016). Determinants of working capital management before, during, and after the global financial crisis of 2008: Evidence from Malaysia. *The Journal of Developing Areas*, 50(5), 461–468.
- Indrati, M., & Artikasari, L. A. (2023). Effect of leverage, company size and working capital turnover on firm value with profitability as mediation variable. *Jurnal Ekonomi*, 12(02), 608–622. <https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi>
- İşildak, M. S. (2023). Çalışma sermayesinin işletme karlılığına etkisi: BIST XKOBİ Endeksinde bir uygulama. *İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 15–30.
- Karaatlı, M. (2016). ENTROPİ-Gri İlişkisel Analiz yöntemleri ile bütünlük bir yaklaşım: Turizm sektöründe uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 63–77.
- Karaca, C. (2023). A causal and nonlinear relationship between trade credit policy and firm value: Evidence from an emerging market. *Economics and Business Review*, 9(4), 153–178.
- Karaca, C. (2023). Dynamics of trade credit, bank credit extension, sustainable economic growth, and imports: Evidence from the European non-financial sector. *Sustainability*, 15(17), 12857.
- Karami, A., & Johansson, R. (2014). Utilization of multi attribute decision making techniques to integrate automatic and manual ranking of options. *Journal of Information Science and Engineering*, 30, 519–534.
- Kaya, E., Konuk, F., & Kaya, Ö. (2021). Çalışma sermayesi ve firma performansı ilişkisi: Heterojen panel uygulaması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 91, 149–166.
- Kesimli, I. G., & Günay, S. G. (2011). The impact of the global economic crisis on working capital of real sector in Turkey. *BEH-business and Economic Horizons*, 4, 52–71.
- Kiymaz, H., Haque, S., & Choudhury, A. A. (2024). Working capital management and firm performance: A comparative analysis of developed and emerging economies. *Borsa Istanbul Review*, 24(4), 634–642.
- Korkmaz, E., Karabulut, T., & Güner, M. (2023). Investigation of the effect of working capital management on profitability by panel data analysis and multi-criteria decision making techniques. *Ekonomski vjesnik*, 36(1), 75–88.
- Meder Çakır, H., & Küçükkaplan, İ. (2012). İşletme sermayesi unsurlarının firma değeri ve karlılığı üzerindeki etkisinin İMKB'de işlem gören üretim firmalarında 2000–2009 dönemi için analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 53, 76–85.
- Munandar, A., Mistar, M., Rimawan, M., & Huda, N. (2019). The influence of inflation and interest rates on working capital credit of micro small and medium enterprises. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 8(12), 3102–3105.
- Nguyen, A. H., Pham, H. T., & Nguyen, H. T. (2020). Impact of working capital management on firm's profitability: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 115–125. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.115>
- Özekenci, S. (2024). Çalışma sermayesi yönetiminin firma karlılığına ve firma değerine olan etkisi: BIST gıda sanayi üzerine bir uygulama. *Trakya University Journal of Social Science*, 27(Özel Sayı), 1–18.
- Özkan, N. (2021). Çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performans arasındaki ilişki: BIST sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmalar üzerine bir analiz. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 46, 321–332.
- Panahian, H., Alem-Tabriz, A., & Saeidi, H. (2014). Working capital optimization using goal programming: A case study in an Iranian pharmaceutical company. *Advances in Environmental Biology*, 8(17), 763–773.
- Pant, P., Rathore, P., Dadsena, K. K., & Shandilya, B. (2022). Working capital and firm performance: role of COVID-19 disruption. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 73(4), 1137–1166.
- Rinaldy, S., & Kalalo, M. Y. (2022). The effect of capital structure, working capital turnover and firm size on firm value of listed companies under Indonesia Stock Exchange's property and real estate sector for the period 2018–2021. *AFEBI Accounting Review*, 7(2), 65–78.
- Roy, P. (2025). Working capital, COVID-19 and firm performance: empirical evidence from India. *Global Business and Economics Review*, 33(1), 108–132.
- Salehi, M., Mahdavi, N., Zarif Agahi Dari, S., & Tarighi, H. (2019). Association between the availability of financial resources and working capital management with stock surplus returns in Iran. *International Journal of Emerging Markets*, 14(2), 343–361.

- Sawarni, K. S., Narayanasamy, S., & Ayyalusamy, K. (2019). Working capital management, firm performance and nature of business: An empirical evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(1), 179-200. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2019-0468>
- Senan, N. A. M., Al-Faryan, M. A. S., Anagreh, S., Al-Homaidi, E. A., & Tabash, M. I. (2022). Impact of working capital management on firm value: an empirical examination of firms listed on the Bombay Stock Exchange in India. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 14(2), 138-156.
- Sensini, L., & Vazquez, M. (2021). Effects of working capital management on SME profitability: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Business and Management*, 16(4), 85-94. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v16n4p85>
- Serinoğlu, S., & Güçlü, F. (2023). Çalışma sermayesi yönetiminin firma kârlılığına etkisi: BİST ana metal sanayi sektörü örneği. *Uluslararası Finansal Ekonomi ve Bankacılık Uygulamaları Dergisi*, 4(2), 15-33.
- Shemshadi, A., Shirazi, H., Toreihi, M., & Tarokh, M. (2011). A fuzzy VIKOR method for supplier selection based on ENTROPY measure for objective weighting. *Expert Syst. Appl.*, 38, 12160-12167.
- Sianipar, A., & Prijadi, R. (2019, July). Effect of working capital and financial aspects to firm value: An empirical study on Indonesian listed firms. *Asia Pacific Business and Economics Conference (APBEC 2018)*, 388-393.
- Song, H. J., Yeon, J., & Lee, S. (2021). Impact of the COVID-19 pandemic: Evidence from the US restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 92, 102702.
- Timur, E., & Korkmaz, T. (2021). Çalışma sermayesi finanslama stratejilerinin firma kârlılığına etkisi: Borsa İstanbul İmalat işletmeleri üzerine bir uygulama. *Business and Economics Research Journal*, 12(3), 629-652. <http://dx.doi.org/10.20409/berj.2021.342>
- Toraman, C., & Sönmez, A. R. (2022). Çalışma sermayesi bileşenlerinin sektörel ortalamalar üzerindeki etkisi: İmalat sektörü üzerine bir uygulama. *DPU Journal of Social Sciences*, 10(2), 385-398.
- Tsuruta, D. (2019). Working capital management during the global financial crisis: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy*, 49, 206-219. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2019.01.002>
- Vijayakumaran, R. (2019). Efficiency of working capital management and firm value: Evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Financial Research*, 10(6), 133-143. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n6p133>
- Yavuz, S., & Sönmez, A. R. (2023). CRITIC-MABAC ve ENTROPİ-MABAC yöntemleri ile finansal performans değerlendirmesi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi üzerine bir araştırma. *EKEV Akademi Dergisi*, (94), 278-300.
- Yousaf, M., & Bris, P. (2021). Effects of working capital management on firm performance: Evidence from the EFQM certified firms. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1958504.
- Zhang, X., Wang, C., Li, E., & Xu, C. (2014). Assessment model of ecoenvironmental vulnerability based on improved entropy weight method. *The Scientific World Journal*, 2014(1), 1-7.
- Zhu, Y., Tian, D., & Yan, F. (2020). Effectiveness of ENTROPY Weight Method in decision-making. *Math. Probl. Eng.*, 2020, 1-5.

Çıkar Çatışması: Yoktur.

Finansal Destek: Yoktur.

Etik Onay: Yoktur.

Yazar Katkısı: Cengizhan KARACA (%25), Adem Ruhan SÖNMEZ (%50), Selahattin YAVUZ (%25)

Conflict of Interest: None

Funding: None

Ethical Approval: None

Author Contributions: Cengizhan KARACA (%25), Adem Ruhan SÖNMEZ (%50), Selahattin YAVUZ (%25)

The Change in Periodic Priorities in Working Capital Management: An Analysis of BIST Textile Companies with ENTROPY and CRITIC Methods

Cengizhan Karaca, Adem Ruhan Sönmez, Selahattin Yavuz

Extended Abstract

This study investigates how the relative importance of working capital components changes across different macroeconomic regimes and seeks to identify which elements become more prominent under varying economic conditions. Working capital management constitutes a core dimension of corporate financial policy, directly influencing firms' liquidity positions, short-term solvency, operational continuity, and financial flexibility. The effective management of accounts receivable, inventories, trade payables, and cash balances determines not only a firm's ability to meet short-term obligations but also its resilience to external shocks. In environments characterized by financial constraints, elevated borrowing costs, and macroeconomic uncertainty, working capital ceases to be merely an operational tool and instead becomes a strategic determinant of corporate sustainability. Within this framework, the central research question of the study is whether the relative priorities of working capital components differ systematically across pre-pandemic, pandemic, and inflationary periods, and if so, how these shifts can be objectively measured.

The existing literature on working capital management has predominantly adopted an outcome-oriented approach, examining the relationship between working capital indicators—such as the cash conversion cycle, accounts receivable turnover period, inventory turnover period, and accounts payable turnover period—and firm performance measures including return on assets, return on equity, and firm value indicators. Empirical evidence has produced mixed findings, reporting negative, positive, and non-linear relationships depending on sectoral structure, firm size, country characteristics, and macroeconomic conditions. In particular, studies focusing on crisis periods, the COVID-19 pandemic, and inflationary environments highlight that the direction and magnitude of these relationships may vary substantially across regimes. While this strand of research provides valuable insights into the performance implications of working capital management, it largely overlooks the internal structural dynamics of working capital components themselves. That is, limited attention has been devoted to understanding which components gain relative importance under distinct macroeconomic conditions and how firms' working capital structures evolve in response to regime shifts. Moreover, although multi-criteria decision-making techniques have increasingly been incorporated into financial research, comprehensive applications that jointly employ objective weighting methods to distinguish between operational differentiation and structural significance remain scarce. By shifting the analytical focus from performance outcomes to the internal configuration of working capital components and by adopting a period-sensitive multi-criteria framework, this study addresses this gap in the literature.

The empirical analysis is based on quarterly data covering the period from 2014Q1 to 2025Q3 for 17 firms operating in the Textile, Clothing, and Leather sector listed on Borsa Istanbul. The selection of this sector is particularly relevant due to its operational intensity, sensitivity to demand fluctuations, and exposure to cost pressures and financing constraints. Of the 27 firms listed in the sector as of 2025, 17 were included in the sample due to data availability and continuity considerations. To capture macroeconomic regime differences, the overall sample period is divided into three sub-periods: the pre-pandemic period (2014Q3–2020Q1), the pandemic period (2020Q2–2022Q4), and the inflationary period (2023Q1–2025Q3). This classification allows for a systematic comparison of working capital priorities across distinct economic environments characterized respectively by relative stability, pandemic-induced disruption, and high inflationary pressure. Six criteria are incorporated into the analysis: accounts receivable turnover period, inventory turnover period, accounts payable turnover period, cash-to-current-assets ratio, cash-to-total-assets ratio, and the cash conversion cycle. These variables collectively capture both operational efficiency and liquidity management dimensions of working capital. To determine their relative importance objectively, two multi-criteria decision-making methods are employed: the ENTROPY method and the CRITIC (Criteria Importance Through Intercriteria Correlation) method. The ENTROPY approach assigns weights based on the degree of dispersion in the data, identifying criteria that exhibit stronger differentiation among firms. The CRITIC method, on the other hand, integrates standard deviation and intercriteria correlation structures to evaluate the informational content and systemic significance of each criterion. The joint application of these methods enables a nuanced assessment that distinguishes between variables driving inter-firm variation and those exerting structural influence within the working capital framework.

The findings for the pre-pandemic period reveal distinct patterns across the two weighting approaches. According to the ENTROPY method, the inventory turnover period holds the highest weight (0.3582), followed by the accounts receivable turnover period (0.2810). Cash-based indicators display moderate importance, while the accounts payable turnover period (0.0298) and the cash conversion cycle (0.0033) exhibit relatively limited discriminative power. These results suggest that, during the pre-pandemic period, operational efficiency in inventory and receivables management primarily explains differences across firms. In contrast, CRITIC results indicate that the accounts payable turnover period carries the highest structural weight (0.2482), followed by the accounts receivable turnover period (0.1593), cash-to-current-assets ratio (0.1576), and cash-to-total-assets ratio (0.1530). The inventory turnover period, although important from a dispersion perspective, appears less dominant in terms of structural systemic importance. This divergence between ENTROPY and CRITIC outcomes highlights the complementary nature of the two methods: while operational differentiation among firms is largely driven by inventory and receivables management, trade payables play a more systemic and structurally stabilizing role within the working capital configuration.

During the pandemic period, a convergence in findings emerges. Both ENTROPY and CRITIC methods identify the accounts payable turnover period as the most significant criterion (ENTROPY: 0.2500; CRITIC: 0.2025). This alignment suggests that, under pandemic-induced uncertainty and liquidity stress, firms strategically relied on supplier credit and the management of payment terms as a central lever of working capital policy. ENTROPY results further indicate that liquidity indicators gained relative prominence, with the cash-to-current-assets ratio (0.1828) and cash-to-total-assets ratio (0.1803) ranking among the top criteria. These findings imply that firms increased their emphasis on cash holdings and liquidity buffers to mitigate financial fragility during the crisis. CRITIC results also assign moderate weights to cash-based indicators, reinforcing their structural importance in the pandemic context. Meanwhile, the inventory turnover period receives comparatively lower weight under ENTROPY during this period, indicating a shift in operational priorities away from inventory efficiency toward liquidity preservation and payables management. Overall, the pandemic period is characterized by a reorientation of working capital priorities toward financial flexibility, with trade payables and liquidity management emerging as key determinants.

In the inflationary period, the pattern evolves further. ENTROPY results indicate that the accounts receivable turnover period becomes the most influential criterion (0.4232), followed closely by the cash conversion cycle (0.3635). This shift suggests that, under high inflation, firms' ability to accelerate collections and manage the duration of the operating cycle becomes critical for maintaining real value and mitigating purchasing power erosion. In contrast, the CRITIC method continues to assign the highest structural weight to the accounts payable turnover period (0.2951), followed by the inventory turnover period (0.1630) and liquidity indicators. This persistence underscores the systemic importance of trade payables management even in an inflationary regime. While operational differentiation during inflation is primarily driven by receivables management and cash cycle sensitivity, the structural configuration of working capital continues to be anchored in trade payables. Taken together, these results demonstrate that although operational priorities shift across macroeconomic regimes, certain structural elements, particularly trade payables, retain enduring significance.

The study contributes to the literature both theoretically and methodologically. Theoretically, it moves beyond performance-centered analyses by examining working capital as an internal structural system whose components vary in importance across economic regimes. By distinguishing between operational differentiation (captured by ENTROPY) and systemic structural importance (captured by CRITIC), the research provides a multidimensional understanding of working capital management. Methodologically, the combined application of two objective weighting techniques enhances analytical robustness and allows for cross-validation of findings. This integrated framework demonstrates that working capital management should be conceptualized not merely as a set of efficiency ratios but as a dynamic, regime-sensitive configuration shaped by macroeconomic conditions.

From a managerial perspective, the findings offer period-specific implications. In relatively stable pre-pandemic conditions, firms benefit from focusing on operational efficiency through inventory and receivables optimization. During crisis conditions such as the pandemic, managing trade payables and maintaining adequate liquidity buffers become central strategic tools. In high inflation environments, accelerating receivables collection and carefully managing the cash conversion cycle are essential to preserve financial stability. Overall, the study underscores that working capital management requires adaptive, context-sensitive strategies rather than uniform policies. By employing

the ENTROPY and CRITIC methods in a complementary manner, the analysis provides firms with a systematic and objective decision-support framework to identify shifting priorities in working capital management across different macroeconomic regimes.