

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE FİNANSAL PERFORMANS

Öğr. Gör. Mehmet DURMAZ

Paradigma Akademi



BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN KONAKLAMA
İŞLETMELERİNDE FİNANSAL PERFORMANS

Öğr. Gör. Mehmet DURMAZ

ISBN:978-605-72872-7-4

Paradigma Akademi Yayınları

Sertifika No: 69606

Paradigma Akademi Basın Yayın Dağıtım

Fetvane Sokak No: 29/A

ÇANAKKALE

e-mail: fahrigoker@gmail.com

Yayın Sorumlusu

Nevin SUR

Dizgi&Kapak

Himmet AKSOY

Matbaa

Bulut Dijital Matbaa LTD. ŞTİ.

Sertifika No: 48120

Kitaptaki bilgilerin her türlü sorumluluğu yazarlarına aittir.

Bu Kitap T.C. Kültür Bakanlığından alınan bandrol ve
ISBN ile satılmaktadır. Bandrolsüz kitap almayınız.

Kasım 2022

Paradigma Akademi



KISALTMALAR LİSTESİ

ADH	: Aktif Devir Hızı
AKO	: Aktif Karlılık Oranı
AR&GE	: Araştırma&Geliştirme
BIST	: Borsa İstanbul
DD	: Defter Değeri
DW	: Durbin-Watson
EKD	: Ekonomik Katma Değer
FIFO	: First in First Out
FKO	: Faaliyet Karlılık Oranı
FVAÖK	: Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HKD	: Hissedar Katma Değeri
IMF	: International Monetary Fund
KO	: Kaldıraç Oranı
KVYK	: Kısa Vadeli Borçlar/Varlıklar Oranı
LLC	: Levin, Lin, Chu
NİD	: Net İşletme Sermayesi Devir Hızı
NKD	: Nakit Katma Değer
OECD	: Organisation for Economic Co-Operation and
DevelopmentÖPD	: Özkaynakların Piyasa Değeri
OPEC	: Organization of the Petroleum Exporting Countries
ÖV	: Özkaynaklar/Varlık Toplamı Oranı
PD	: Piyasa Değeri
PKD	: Piyasa Katma Değeri
TADH	: Ticari Alacak Devir Hızı
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
ÜFE	: Üretici Fiyatları Endeksi
UNDP	: United Nations Development Programme

ÖNSÖZ

Toplumlar ve ulusal ekonomiler arasındaki politik, ekonomik ve kültürel sınırları her geçen gün daha hızlı bir şekilde ortadan kaldıran küreselleşme olgusu; bilgi ekonomisine ve teknolojiye ilişkin gelişmelerin yön verdiği 21. yüzyılda, hem toplumsal hayatı hem de ekonomik hayatı daha dinamik bir çerçeveye oturtmaktadır. Bu süreçte ulusal ve uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren işletme sayısının giderek artmasıyla birlikte daha çok işletme rekabet baskısı altında kalmakta ve ekonomiler bir bütün olarak dönüşüme uğramaktadır.

Değişen ve dönüşen piyasa şartlarından en çok etkilenen ekonomik birimler göreceli daha küçük işletmelerdir. Günümüzde sınırlı kaynakları etkin olarak kullanabilen, finansal performanslarını artırmak amacıyla doğru finansal stratejiler izleyen ve değişen şartlara hızlı bir şekilde cevap verebilen işletmeler faaliyetlerine devam edebilmektedir. Borsanın dinamik yapısı da dikkate alındığında, halka açık küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde finansal performans yönetiminin önemi daha da artmaktadır. Bu bağlamda çalışmada hisseleri borsada işlem gören ve büyük ölçekli olmayan turizm işletmelerinin finansal performansları ayrıntılı olarak analiz edilmiştir.

Uzun ve yoğun bir çalışma dönemi sonucunda ortaya çıkan bu çalışmanın hazırlanmasında desteklerini ve yardımlarını esirgemeyen başta değerli danışmanım Doç.Dr. Yeşim HELHEL hocama, Dr. Öğr. Üyesi Caner GÜÇLÜ hocama ve dualarını esirgemeyen ailem ve Güneş'im olmak üzere Akdeniz Üniversitesi Turizm Fakültesi'ndeki değerli hocalarıma teşekkürlerimi sunuyorum.

Mehmet DURMAZ

Antalya, 2017

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR LİSTESİ.....	iii
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER.....	vii

GİRİŞ	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

TURİZM KAVRAMI VE KONAKLAMA İŞLETMELERİ

1.1. Turizm Kavramı	3
1.2. Turizm İşletmeleri	4
1.2.1. Konaklama İşletmeleri	4
1.2.2. Seyahat İşletmeleri	5
1.2.3. Yiyecek-İçecek İşletmeleri.....	5
1.2.4. Diğer Turizm İşletmeleri.....	5
1.3. Turizm İşletmelerinin Ekonomideki Yeri ve Önemi	6
1.4. Konaklama İşletmelerinin Türleri	8
1.4.1. Oteller	9
1.4.2. Moteller.....	9
1.4.3. Tatil Köyleri	9
1.4.4. Pansiyonlar.....	9
1.4.5. Kampinger	9
1.4.6. Apart Oteller	10
1.4.7. Hosteller.....	10
1.5. Otel İşletmeleri.....	10
1.5.1. Otel İşletmelerinin Sınıflandırılması	10
1.5.2. Otel İşletmelerinin Özellikleri.....	17

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PERFORMANS

2.1. Performans Kavramı	19
2.1.1. Performans Tanımı ve Unsurları	19
2.1.2. Performans Yönetimi	20
2.1.3. Performans Ölçümü	23
2.2. Finansal Performans	24
2.2.1. Finansal Oranlar (Oran Analizleri)	26
2.2.1.1. Likidite Oranları	28
2.2.1.2. Finansal Yapı Oranları (Borç Oranları, Kaldıraç Oranları)	30
2.2.1.3. Faaliyet Oranları (Devir Hızı Oranları)	32
2.2.1.4. Kârlılık Oranları	33
2.2.1.5. Borsa Performans Oranları	38
2.2.2. Finansal Performans Ölçümü	41
2.2.2.1. Muhasebe Bazlı Finansal Performans Göstergeleri	41
2.2.2.1.1. Hisse Başına Kâr (EPS-Earnings Per Share)	43
2.2.2.1.2. Ekonomik Katma Değer (EVA-Economic Value Added)	44
2.2.2.1.3. Piyasa Katma Değeri (MVA-Market Value Added) ..	52
2.2.2.1.4. Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA-Refined Economic Value Added)	54
2.2.2.1.5. Yatırımın Nakit Akış Kârlılık Oranı (CFROI-Cash Flow Return On Investment)	55
2.2.2.1.6. Nakit Katma Değer (CVA-Cash Value Added)	56
2.2.2.1.7. Hissedar Katma Değeri (SVA-Shareholder Value Added)	57
2.2.2.2. Piyasa Bazlı Finansal Performans Göstergeleri	58
2.2.2.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Market to Book Ratio)	58
2.2.2.2.2. Tobin's Q	59
2.2.3. Performansın Alt Boyutu Olarak Finansal Performans	60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL’DA İŞLEM GÖREN KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE FİNANSAL PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER: KONAKLAMA İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. İlgili Literatür Araştırması	65
3.1.1. İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	65
3.1.2. Hisseleri Borsada İşlem Gören İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar	66
3.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi	72
3.3. Çalışmanın Kısıtları.....	72
3.4. Veri Seti, Değişkenler ve Tanımlayıcı İstatistikler	72
3.5. Araştırmanın Yöntemi ve Modeli	78
Model 1	81
Model 2	81
3.6. Model Tahmini ve Araştırma Sonuçları	81
SONUÇ.....	89
KAYNAKÇA	91
EKLER.....	105

GİRİŞ

Bir işletmenin en temel amacı kendi varlığını verimli ve etkili bir şekilde sürdürmek ve kar elde etmektir. Bu amaçları yerine getirebilmeleri ve finansal performanslarını sürekli bir şekilde koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı ve yönetimi hayati derecede ehemmiyet kazanmaktadır. İşletmelerin sermaye yapısı ve yönetimi ile ilgili kararları, ne kadar uzun veya kısa yabancı kaynak ya da yeterli oranda özkaynak kullanılmasının önemine ilişkin kararlarından oluşmaktadır. Bir finans yöneticisinin aldığı bu kararlar, işletmenin verimli ve etkili bir şekilde sürdürülebilmesi için alması gereken üç temel karardan (finansman, yatırım ve kar dağıtım) biri olan finansman yönetimi kararları içerisinde yer almaktadır.

İnsanlığın ilk tarihinden günümüze sürekli yeni yerleri keşif etme merakı turizm hareketlerini hep canlı tutmaktadır. Bunun sonucunda bu yüzyılda hızla büyüyen ve gelişen turizm ve konaklama sektörü; istihdama olumlu katkısı, çok sayıda insana hizmet oluşturması, döviz kazandırıcı gelir olması ve diğer sektörleri etkileyerek oluşturduğu katma değerle en büyük endüstrilerden biri haline gelmiştir. Son yirmi yılda gerek yerel anlamda gerek küresel anlamda ortaya çıkan ekonomik darboğazlar, dünya turizmini etkilediği gibi Türkiye açısından da turizm sektörüne zarar vermiştir. Turizm sektörü, yıllar itibariyle kültürel, sosyal ve ekonomik etkileri göz önüne alındığında daha çok önemsenmesi gereken bir sektör haline gelmiştir. Hizmet üretimi alanında faaliyet yürüten turizm ve konaklama işletmeleri; turistik ürün tüketicilerinin ihtiyaçlarını gelir ve döviz girdisi elde etmek amacıyla karşılamayı amaçlayan, ulaşım hizmeti, konaklama hizmeti, yiyecek-içecek hizmeti şeklindeki ekonomik birimlerdir.

Üretim ve hizmet sektörünün en temel alt sektörlerinden biri olan turizm işletmeleri; istihdam olanaklarını, döviz girdisini, ülke imajını ve inovasyon düzeyini artırarak ekonomik büyümeye ve ülke kalkınmasına doğrudan katkı sağlamaktadır. Fakat bu işletmeler özellikle gelişmekte olan ülkelerde, finans ihtiyacını karşılayacak kaynağı uygun bir maliyetle elde edememekte ve bu nedenle büyüme fırsatlarından daha az yararlanmaktadır. Bu açıdan baktığımızda finansal kaynak ve yönetimi gibi sorunlarla karşılaşan turizm işletmeleri, sınırlı finans kaynaklarını verimli ve etkili bir şekilde değerlendirmek için işletmenin finansal performanslarını ölçmek, denetlemek ve sektörel şartlara göre düzenlemek zorundadır.

Bu çalışmanın birinci bölümünde turizm kavramı, turizm işletmeleri, konaklama işletmeleri ve özellikleri hakkında bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde performans kavramıyla birlikte performans yönetim ve ölçümü açıklanmış; performansın stratejik bileşeni olan finansal performans, finansal performans ölçümünde kullanılan muhasebe, değer ve piyasa bazlı finansal performans göstergelerine ayrıntılı bir şekilde değinilmiş ve bütüncül bir performans yaklaşımı olan dengeli sonuç kartı uygulamasına yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise hisseleri borsada işlem gören turizm işletmelerinde finansal performansı belirleyen faktörleri belirlemek amacıyla Türkiye’ye ilişkin ekonometrik modeller kurulmuş ve sonuçlar literatürden de yararlanılarak yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TURİZM KAVRAMI VE KONAKLAMA İŞLETMELERİ

Bu bölümde turizm kavramı, otel işletmelerinin konaklama işletmeleri içindeki yeri ve önemi ile ilgili bilgi verilecektir.

1.1. Turizm Kavramı

İnsanlar, kendi tarihinin her döneminde farklı sebeplerle sürekli yaşadıkları yerlerden başka bölgelere veya yerlere yolculuk etmişlerdir. Günümüzde sanayi, teknoloji ve ulaşım imkanlarının gelişmesi, insanların uzak yerlere daha kolay varma olanağına sahip olması, insanların gelişmişlik düzeylerinin artması ve iş dışı boş zamanın artması turizme katılım oranının artmasını sağlamıştır.

Kavramsal açıdan turizm kavramı, Latince' de kelime anlamıyla dönme eylemini ve işini belirten "Tornus" sözcüğünden almaktadır. İngilizcede "Touring" kavramı ve "Tour" kavramı da yine tornus sözcüğünden türemiştir. "Touring" kavramı ise eğlence, eğitim, dinlenme ve kültürel faaliyetler amacıyla yapılan yolculuklar olarak ifade edilir. Özet olarak "Tour" kavramı, başlangıç noktasına dönmek şartıyla yapılan uzun veya kısa süreli yolculukları ifade eder (Akat, 2000: 38).

Uluslararası turizm akademisi, turizmi, gezi yolculukları için kullanılan bir terim, bu çeşit yolculukları gerçekleştirmek için yapılan insani davranışların tümü; turistin gereksinmelerini karşılamak için işbirliği halinde çalışan endüstri olarak tanımlamış. Etimolojik olarak 'İngilizce TOUR sozcüğünden geliyor. Bu da Fransızca çevre yolculuğu ya da gezisi anlamına gelen TOUR sözcüğünden alınmıştır. Yolculuktan ayrıldığı taraf, turizmde amacın özgürce secilmesi ve gezi isteğini karşılama' isteminin olmasıdır (Eralp, 1983: 34).

Turizm kavramı için birçok tanım yapılmıştır. Kozak ve arkadaşları, turizmi, genel olarak devamlı yaşanan yer dışında tüketici olarak tatil, dinlenme, eğlenme gibi ihtiyaçların giderilmesi amacıyla yapılan seyahat ve geçici konaklama hareketleri olarak tanımlar (Kozak vd., 1997: 1). AİEST (Uluslararası Bilimsel Turizm Uzmanları Birliği), ‘İnsanların devamlı ikamet ettikleri, çalıştıkları ve her zamanki olağan ihtiyaçlarını karşıladıkları yerlerin dışındaki seyahatleri ve buralardaki genellikle turizm işletmelerinin ürettiği mal ve hizmetleri talep ederek, geçici konaklamalardan doğan olaylar ve ilişkiler bütünü’ olarak tanımlar.

1.2. Turizm İşletmeleri

Turizm faaliyetlerine doğrudan ya da dolaylı bağımlı olan, turistlerin ihtiyaç duydukları hizmetleri temin eden, hazırlayan ve piyasaya sunan turizm işletmelerinin (yeme- içme, konaklama, seyahat işletmeleri) geliştirilmesi ve yenilenmesi gibi hizmetlerinin sürdürülebilmesi ile ilgili yapılan çalışmaların tümü bu kapsamda düşünülebilir (Barutçugil, 1984: 45).

Turizm işletmeleri, üretim unsurlarını bilinçli ve sürekli biçimde bir araya getirerek turist ihtiyaçlarının giderilmesinde ekonomik talepleri göz önünde bulundurarak turistik ürünün üretilip hazırlandığı ve son olarak ekonomiye katma değer olarak sunulduğu birimlerdir (Olalı ve Korzay, 1993: 14).

Turizm işletmeleri, araştırmacılar tarafından yapılan turizm kavramı tanımlarında da ifade edildiği gibi, turizm faaliyetine katılmak için sürekli ikamet ettikleri yerlerden ayrılan insanlara ulaşım, konaklama, yeme-içme gibi talepleri gidermeye yönelik faaliyette bulunan işletmelerdir (Karakaya, 2009: 6). Turizm işletmeleri dört temel gruba ayrılmaktadır. Bunlar:

1.2.1. Konaklama İşletmeleri

Konaklama işletmeleri, turistik mal ve hizmetlerin üretilmesi, hazırlanması ve sunulması gibi ihtiyaçları gideren faaliyetlerin turizm

olayına bağlı olarak yapılan ve en temel konaklama dinlenme ihtiyacının giderilmesinde kullanılan işletmelerdir (Mısırlı, 2002: 18).

1.2.2. Seyahat İşletmeleri

Turistik mal ve hizmet arzını temin eden işletmeler ile turistler arasında ilişki kurulmasında yardımcı olan işletmeler olup, pazarlamanın dağıtım kanalları fonksiyonlarını da kullanan bu işletmeler, tur operatörleri (düzenleyicileri) ve seyahat acenteleri olarak ikiye ayrılabilir (Barutçugil, 1984: 109).

Seyahat acentaları; temelde aracılık hizmeti sunan, kar amacıyla turistlere konaklama, ulaştırma, spor, gezi gibi turistik faaliyetlerde, turistlere ilgili alanlarda bilgiler veren ve bu bilgilere ilişkin tüm hizmetleri sunan, ödemeler dengesine ve turizm ekonomisine katkı sağlayan ticari amaçlı kuruluşlardır.

Tur operatörleri; temelde turistlerin katılmak istediği faaliyetleri önceden belirli bir plana göre yer, zaman, ve mekan açısından organize eden ticari kuruluşlardır. Tur operatörleri daha geniş kapsamlı olup ülkeler arası turlar organize ederken seyahat acentaları yerel turlar düzenler.

1.2.3. Yiyecek-İçecek İşletmeleri

Yiyecek-içecek işletmeleri, müşterilerin yeme ve içme taleplerini rahat, sağlıklı ve huzurlu bir şekilde temin eden, tek başına ya da başka bir işletmeye bağlı olarak çalışan ticari hizmet kuruluşları olarak tanımlanmaktadır (Maviş, 2003: 44). Ancak turizm sektörü içinde turistlere bu hizmetleri veren işletmeler dışında, fast-food işletmeleri de son yıllarda sayıları artan işletmeler içindedir.

1.2.4. Diğer Turizm İşletmeleri

Turistlere çeşitli yerel geleneklere uygun hediyelik eşya satan, kültürel değerleri parasal değere çevirme gibi ticari faaliyetlerde bulunun bu işletmeler, insanları seyahat, yeme içme, konaklama gibi

taleplerinin yanında tamamlayıcı gereksinimlerin karşılandığı ticari birimlerdir (Ahipaşaoğlu, 2001: 25).

1.3. Turizm İşletmelerinin Ekonomideki Yeri ve Önemi

II. Dünya Savaşı’ndan sonra özellikle 1960-1970’li yıllarda soğuk savaşın bitmesiyle beraber hızlı gelişme gösteren turizm sektörü, bilginin, ulaşımın ve teknolojinin yaşamımızda hızla gelişim göstermesi, ulaşımın rahatlaması, harcanabilir parasal gelirlerin artması beraberinde kişisel gelirlerden turizm ve tatil faaliyetlerine ayrılan paranın artması, izin sürelerinin uzaması, seyahat güvenliğinin olması, insanların merak ettikleri ve şimdiye kadar görmedikleri yerleri ziyaret istekleri, turizm talebinin geniş kitlelerine yayılmasına ve insanların daha uzak bölgelere seyahat eğilimine girmesine yol açmıştır (Tezcan vd., 2007: 3).

a) Turizm Sektörünün Ödemeler Dengesi Üzerine Etkisi:

Bir ülkenin döviz kazancı ile turistik döviz kaybı arasında kazancın bir fark olduğu müddetçe ödemeler dengesi olumlu bulunacaktır (Kozak vd., 2001: 81). Bu yüzden turizm sektörü, ödemeler dengesi açığı veren, döviz sıkıntısı çeken ekonomiler önemli bir döviz kaynağı olmaktadır.

b) Turizm Sektörünün Gelir Yaratıcı Etkisi:

Turizm sektörünün belki de en önemli ekonomik ve olumlu yönü, gelir yaratma etkisidir. Daha açık bir deyişle turistlerin ülke ya da bölge ekonomisi içindeki turizm amaçlı harcamaları, o bölgedeki insanların gelirini ya da ücretini oluşturacaktır. Gelir etkisi bununla sınırlı değildir. Turizm sektörü, irili ufaklı birçok sektörle ilişkili olduğundan, elde edilen turizm geliri bu sektörlerdeki birçok mal ve hizmetin üretim, tüketim, ihracat ya da ithalatına yol açacaktır. Böylece, elde edilen turizm geliri diğer sektörlerdeki üretim faktörü sahipleri (inşaat, tarım, sanayi, diğer hizmet sağlayanlar vb.) tarafından harcanarak ve ekonomi içinde çeşitli şekillerde el değiştirerek, diğer faktör sahiplerine de gelir oluşturacaktır.

Bilindiği üzere, bu tür gelir ve harcama ilişkisi, “**çarpan mekanizması**” olarak da tanımlanmaktadır(Kozak, 2001: 177).

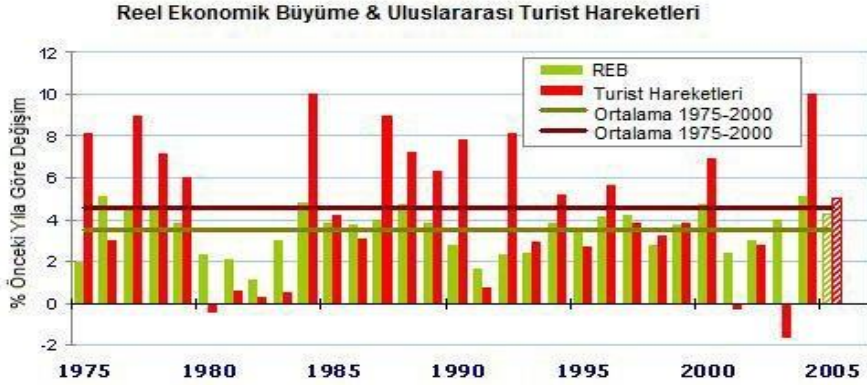
c) Turizm Sektörünün Altyapı ve Üstyapı Yatırımlarına Etkisi: Turizm talebini tamamenıyla karşılamamanın en temel şartı, altyapı-üstyapı bakımından yeterli derecede hazır olmaktır. Turizmden sağlanan olumlu gelişmelerin alt ve üstyapıyı yönlendirici ve geliştirici bir etki gösterdiği ile beraber taşıma kapasitesi gibi bazı zararları olduğu da söylenebilir (Kozak vd., 2001: 91).

d) Turizm Sektörünün İstihdam Yaratıcı Etkisi: Turizm iş gücü yoğun bir sektör olup turizme elverişli olan kırsal ya da gelişmemiş bölgelerdeki istihdamın temel kaynaklarından birisini oluşturmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi turizm, birçok sektörün bileşimi ya da kesişiminden meydana gelmektedir. Bu nedenle turizm amaçlı tüketim harcamaları ilk aşamada doğrudan istihdam etkisi oluştururken elde edilen gelirin tekrar harcanmasıyla ikinci aşama olarak dolaylı istihdam etkisi sağlamaktadır. Son aşama olarak bölge halkının turizm işletme ve tesislerden elde ettiği geliri yeniden harcaması sonucu ek istihdam etkisi oluşturmaktadır(Kozak, 2001: 179). Turizm sektörünün emek yoğun bir sektör olması vediger sektörlerden daha az otomasyona imkan sağlaması bu sektörde temel insan gücüne olan ihtiyacı artırmaktadır(Sezgin, 1995: 75).

e) Turizm Sektörünün Diğer Sektörlere Etkisi: Turizm sektörü; deniz yolları, hava yolları, kara ve demir yolları araçları ve şirketleri, kiralık araba şirketleri, moteller, restoranlar ve kongre merkezleri gibi büyük küçük iş kollarından oluşan 40’den fazla alt sektör ile bağlantılıdır (Lundberg, Stavenga ve Krishnamoorthy, 1995: 4).

f) Turizm Sektörünün Dengeli Kalkınmaya Etkisi: Bölgeler arası ve iller arası dengesizliğin giderilmesi açısından turizm

faaliyetleri, tarım, hizmet ve sanayi sektörlerinde gelişim olanağına ve yeterli kaynağa sahip olmamasına rağmen, zengin turizm potansiyeline sahip bölgelerin, etkili bir turizm uygulaması ve planlaması sonucunda turistik açıdan kalkınmanın ve dengeli bir gelişimin ortaya çıkmasını sağlayacaktır (Kozak vd., 2001: 91).



Şekil 1.1. 1975- 2005 Yılları Arasında Reel Büyüme ve Uluslararası Turist Hareketleri (Kozak vd.,2001: 88).

1.4. Konaklama İşletmelerinin Türleri

Konaklama işletmeleri, sunduğu hizmetler ve hedeflediği müşteri kitlesi açısından birbirlerinden farklı yapıda, özellikle ve büyüklükte işletmelere ayrılmaktadırlar. İşletmeler arasındaki bu farklılıklar sadece konaklama tipi ve şekilleri açısından sınırlı değildir. Aynı zamanda işletmenin bulunduğu bölge, sahiplik durumu, kapasitesi, büyüklüğü, konseptleri gibi bir çok yönden farklar bulunmaktadır.

“Turizm Tesislerinin Belgelendirilmesine ve Niteliklerine İlişkin Yönetmelik”te belirtilen sınıflandırmaya göre asli ve asli olmayan konaklama tesisleri mevcuttur. Asli konaklama işletmeleri şu şekilde belirtilmiştir; tatil köyleri, oteller, kampingler, moteller, pansiyonlar, hosteller ve apart oteller şeklinde sınıflandırılmıştır (<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr>) (erişim tarihi: 05.01.2017).

1.4.1. Oteller

Otel işletmeleri; “yapısı, donanımı, konforu, müşteriye sunduğu hizmetin kalitesi gibi elemanlarıyla uygar bir insanın arzu ettiği nitelikte geçici konaklama, yeme-içme ve eğlence gereksinimlerini bir ücret karşılığında karşılayan konaklama tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.4.2. Moteller

Moteller, “yerleşim merkezleri dışında, karayolları güzergahı veya yakın çevrelerinde inşa edilen, motorlu araçlarıyla yolculuk yapanların konaklama, yeme-içme ve araçlarının park ihtiyaçlarını karşılayan en az 10 odalı tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.4.3. Tatil Köyleri

Tatil köyleri; “doğal güzellikler içerisinde, rahat bir konaklama yanında çeşitli spor, eğlence ve satış hizmetlerinin de sağlandığı yaygın yerleşim düzeninde, tüm cephelerinde en fazla üç katlı olarak görülen yapılardan oluşan ve en az 80 odalı tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.4.4. Pansiyonlar

Pansiyonlar; “yönetimi basit, yemek ihtiyacının idare tarafından sağlanabildiği veya müşterilerin kendi yemeklerini bizzat hazırlayabilme imkanı bulunan, en az 5 odalı tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.4.5. Kampingerler

Kampingerler; “karayolları güzergahları ve yakın çevrelerinde, deniz, göl, dağ gibidoğal güzelliği olan yerlerde kurulan ve genellikle müşterilerin kendi imkanlarıyla geceleme, yeme-içme, dinlenme, eğlence ve spor ihtiyaçlarını karşıladıkları en az 10 ünitelik tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.4.6. Apart Oteller

Apart oteller; “mesken olarak kullanılmaya elverişli bağımsız apartman ya da villa tipinde inşa ve tefriş edilen, müşterinin kendi yeme ve içme ihtiyacını karşılayabilmesi için gerekli teçhizat ile donatılan ve otel olarak işletilen tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.4.7. Hosteller

Hosteller; “gençlik turizmine cevap verebilecek ve yeme-içme hizmeti veren veya müşterinin kendi yemeklerini bizzat hazırlayabilme imkanı olan en az 10 odalı tesisler” şeklinde tanımlanmıştır.

1.5. Otel İşletmeleri

Otel işletmeleri konaklama işletmeleri içerisinde en yaygın olanıdır. Oteller, konaklama endüstrisi için son derece önemli fonksiyonları yerine getiren tesislerdir. Konaklama endüstrisi ile ilgili kaynaklara bakıldığında, otel kavramı ile ilgili çeşitli tanımların olduğu görülmektedir;

Şener (1997) tarafından yapılan tanıma göre otel işletmeleri, insanların değişik nedenlerle yapmış oldukları yer değiştirme olayı sonucu, öncelikle konaklama daha sonra yeme içme ihtiyaçlarını ve buna bağlı olarak diğer ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla mal ve hizmet üreten aynı zamanda insanların psikolojik tatmin duygularına yönelik hizmet sunan ticari nitelikli işletmelerdir.

Diğer bir tanıma göre otel; seyahat eden insanların başta konaklama olmak üzere,yeme içme, eğlenme gibi ihtiyaçlarını yerine getirebilmeye dönük olarak yapılandırılmış, personeli, mimarisi, uygulamaları ve müşteriyle olan bütün ilişkileri belli kurallara ve standartlara bağlanmış olan işletmelerdir (Kozak, vd. 2008: 3).

1.5.1. Otel İşletmelerinin Sınıflandırılması

Otel işletmeleri araştırmacılar, kamu ve özel kuruluşlar tarafından çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadır. Otel işletmelerinin

çeşitli açılardan sınıflandırmaya tabi tutulması ve her bir sınıflandırmada yer alan otel işletmelerinin otel kataloglarında yer alması, konaklama yapacak insanlar için güvence oluşturmaktadır. Müşteriler konaklama öncesinde; ödeyeceği fiyatla, beklentilerini karşılayacak oteli belirlemede kendisini rahat hissedeceklerdir (Olalı ve Korzay, 1993: 40).

Ülkemizde hukuki statüleri bakımından otel işletmeleri, yerel yönetimler tarafından belgelendirilen “Belediye Belgeli Otel İşletmeleri” ve “Turizm Tesislerinin Belgelendirilmesine ve Niteliklerine İlişkin Yönetmeliğe” göre belgelendirilen “Turizm İşletme Belgeli”; bir, iki, üç, dört ve beş yıldızlı otellerdir.

Resmi Gazete de yayınlanan 10.05.2005 tarihli “Turizm Tesislerinin Belgelendirilmesine ve Niteliklerine İlişkin Yönetmeliğe” göre Turizm İşletme Belgeli otellerin özellikleri aşağıdaki gibi düzenlenmiştir(<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr>).

- Bir yıldızlı oteller;
 - a) En az on oda.
 - b) Sadece yaz sezonu boyunca açık tutulan tesisler hariç olmak üzere girişte rüzgârlık, hava perdesi, döner kapı veya benzeri düzenleme.
 - c) Resepsiyon ve kapasiteye yeterli lobiden oluşan, rahat oturma imkânının sağlandığı kabul holü (Yeterli büyüklükte ayrı bir oturma salonu bulunması durumunda, belirtilen imkânın lobide sağlanması şartı aranmaz.).
 - d) Kahvaltı ofisi ve kahvaltı salonu (Yeterli büyüklükte oturma salonu veya lokanta bulunması durumunda bu mahaller kahvaltı verme amaçlı da kullanılabilir, yazlık tesislerdebu amaçla kullanılan salonun bir kısmı açık olabilir.).

- e) Yönetim odası.
 - f) Müşterinin ineceği veya çıkacağı kat sayısının üçten fazla olması hâlinde otel kapasitesi ile orantılı müşteri asansörü.
 - g) 06:00 - 24:00 saatleri arasında büfe hizmeti.
 - h) İlk yardım malzeme ve gereçleri bulunan dolap.
 - i) Odalarda dışarı ile doğrudan bağlantılı telefon.
 - j) Oda sayısının en az yüzde yirmibeşine hizmet verebilecek sayıda resepsiyonda emanet kasası veya müşteri yatak odalarının tamamında kıymetli eşya kasası.
 - k) Genel mahaller ve yatak odaları döşemelerini tamamen kaplayan halı, seramik, parke gibi nitelikli malzeme.
- İki yıldızlı oteller, bir yıldızlı oteller için arananlara ilave olarak aşağıda belirtilen nitelikleri taşır:
 - a) İklim koşullarına göre genel mahallerde klima.
 - b) Yatak katlarında kat hizmetleri için ofis veya dolap.
 - c) Odalarda saç kurutma makinesi.
 - d) Odalara içecek hizmeti.
 - Üç yıldızlı oteller; iki yıldızlı oteller için arananlara ilave olarak aşağıda belirtilen nitelikleri taşır:
 - a) İklim koşullarına göre odalarda klima.
 - b) Yatak sayısının yüzde yirmibeş oranında oturma imkânının, lobide ya da ayrı düzenlenmiş oturma salonunda sağlanması.
 - c) İlave bir yönetim odası.

- d) Odalarda televizyon.
- e) Odalarda mini bar ile mevcut yiyecek ve içecek türlerine uygun servis malzemesi bulundurulması.
- f) Yüzme havuzu, ikinci sınıf lokanta, kafeterya veya kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az elli kişilik çok amaçlı salon veya toplantı salonu ünitelerinden en az bir adedi.
- g) Çamaşır yıkama ve ütüleme hizmeti.
- h) Rezervasyon işlemlerinin elektronik ortamda yapılması.
- Dört yıldızlı oteller; üç yıldızlı oteller için arananlara ilave olarak aşağıda belirtilennitelikleri taşır:
 - a) Kabul holünde telefon hizmeti.
 - b) Müşterilerin ineceği veya çıkacağı kat sayısının ikiden fazla olması hâlinde otelin kapasitesiyle orantılı müşteri asansörü.
 - c) Odalarda ve genel mahallerde klima.
 - d) Odalarda; yatak örtüsü, mini bar, kıymetli eşya kasası.
 - e) 06:00 - 24:00 saatleri arasında oda servisi.
 - f) Kuru temizleme ile terzi hizmeti.
 - g) Her katta kat ofisi düzenlemesi (Ayrık yerleşimler şeklinde düzenlenmiş tesislerdehizmetin aksamaması kaydıyla kat ofisinin her katta bulunması zorunlu değildir.).
 - h) Satış ünitesi.
 - i) Çeşitli dillerde süreli yayın, kitap gibi dokümanların yer aldığı okuma mahalli.

- j) Kapasitesi yüz kişiden az olmamak kaydıyla, tesis yatak kapasitesinin en az yüzde ellisine hizmet veren asgarî ikinci sınıf lokanta.
- k) Yeterli büyüklükte bagaj odası ve bu mahalde emanet hizmeti.
- l) Servis merdiveni veya asansörü (Ayrık yerleşimler şeklinde düzenlenmiş tesislerde servis merdiveni veya asansörü bulundurulmasına ilişkin esaslar Bakanlıkça belirlenir.).
- m) Toplam personelin en az yüzde onbeşinin konusunda eğitim almış olması.
- n) İdarî personelin konusunda eğitilmiş veya en az beş yıl deneyim sahibi olması.
- o) Telefon, faks, internet bağlantılı bilgisayar gibi büro araçlarıyla donatılmış çalışma ofisi.
- p) Odalara mesaj bırakabilme sistemi ya da buna yönelik hizmet verilmesi.

Ayrıca;

- Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik çok amaçlı salon ve fuayesi,
- Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik donanımı ve oturma düzeni bulunan toplantı salonu,
- En az yüz kişi kapasiteli kabare, tiyatro, sinema etkinliklerinin yapılabileceği kapalı salon,
- Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşen, en az iki yüz kişilik konferans salonu, salon ile bağlantılı simültane tercüme hizmetleri mahalli ve fuaye,

- sekreterlik hizmeti, fuaye veya salon ile bağlantılı en az iki çalışma odası,
- Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik gece kulübü veya diskotek,
 - Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik bar salonu,
 - Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik pasta salonu,
 - Türk mutfağı mönüsü olan, servisi ve tefrişi geleneksel Türk kültürünü yansıtan, alakart hizmet verilen asgarî ikinci sınıf lokanta,
 - Diğer kültürlerin mutfaklarından birine ait mönüsü olan, servisi ve tefrişi ait olduğu kültürü yansıtan, alakart hizmet verilen asgarî ikinci sınıf lokanta,
 - En az 40 metrekare büyüklükte jimnastik salonu; Türk hamamı, buhar banyosu, kar odası, tuz odası, tuzlu buhar odası, sıcak taş odası, alarm sistemi bulunan sauna, masaj üniteleri, aletli masaj üniteleri, cilt bakım üniteleri gibi ünitelerden en az dört adedi,
 - Bowling-bilardo salonu, duvar tenisi salonu; uzman personel eşliğinde, çocuklara yönelik oynama, dinlenme alanları ve tuvaletleri bulunan çocuk bakım ve oyun odası ile bahçesi; golf sahası, tenis kortu, spor salonu, açık spor sahası, go-kart pisti, kayak pisti veya benzeri imkânlar sağlayan ünitelerden en az dört adedi,
 - Açık yüzme havuzu,
 - Kapalı yüzme havuzu, ünitelerinden en az üç adedi.
- Beş yıldızlı oteller; yerleşme durumu, yapı, tesisat, donanım, dekorasyon ve hizmet standardı olarak üstün özellikler gösteren ve toplam personelinin en az yüzde yirmibeşi

konusunda eğitim almış personelden oluşan en az yüzyirmi odalı otellerdir. Beş yıldızlı oteller, dört yıldızlı oteller için arananlara ilave olarak aşağıda belirtilen nitelikleri taşır:

- a) Müşterilerin ineceği veya çıkacağı kat sayısının birden fazla olması hâlinde otelin kapasitesiyle orantılı müşteri asansörü.
- b) Odalarda, yatak başucunda merkezî aydınlatma düğmesi ve priz, boy aynası.
- c) Odalarda, bornoz, dış temizlik kiti, tek kullanımlık terlik, dikiş kiti, ayakkabı sileceği, cılası, duş köpüğü, makyaj temizleme pamuğu, kutu kâğıt mendil, şemsiye gibi en az beş adet amblemlı malzeme.
- d) Banyolarda, resepsiyonla bağlantılı telefon.
- e) Altı odadan az olmamak üzere, oda kapasitesinin asgarî yüzde beşi oranında tütün ürünleri içilmeyen oda düzenlemesi.
- f) Beşinci fıkranın (r) bendinde belirtilen ünitelerden en az altı adedi.
- g) Yirmidört saat oda servisi.
- h) Garaj veya üzeri kapalı otopark, bu mahallerde yirmidört saat görevli personel.
- i) Odalarda, uydu erişimli televizyon, video oynatıcı ve ücretsiz internet imkânı.
- j) Bay ve bayan kuaförü.
- k) Satış üniteleri.
- l) Alakart hizmet verilen asgarî ikinci sınıf lokanta.

m) Müşteri ilişkileri ve danışmanlık gibi hizmetlerin, resepsiyondan ayrı bir mahalde konusunda eğitilmiş ve deneyimli personel tarafından verilmesi.

n) Kat koridorlarında resepsiyonla bağlantılı telefon.

1.5.2. Otel İşletmelerinin Özellikleri

Konaklama endüstrisi içerisinde yer alan otel işletmelerinin başlıca özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

- a) Otel işletmelerinin en önemli hizmet özelliklerinden birisi zamana karşı duyarlı olması ve zaman satmasıdır (Emeksiz ve Yolal, 2005: 2). Otel işletmelerinde müşterilere sunulan hizmetler ve imkânlar, talebin oluşması ile ortaya çıkar. Otelin bir odasının 24 saat içinde satılması gerekir. Şüphesiz o gün için satılmayan oda, işletme açısından ekonomik kayıptır. Otel odası satılmadığı durumda o günkü satışı başka bir güne aktarmak veya ertelemek mümkün değildir (Aktaş, 2002: 26).
- b) Otel işletmelerinde üretilen hizmetin üretimi ile müşterinin hizmeti tüketmesi eş zamanlı olarak gerçekleşmektedir. Üretimin ve tüketimin aynı zamanda gerçekleşmesinden dolayı müşteriye eksiksiz, mükemmel bir ürün sunulması olanağı bulunmamaktadır. Çünkü hizmetlerin “üretim sürecine” müşteri birebir katılmaktadır. Otel işletmelerinin bu özelliği, hizmet üretiminin ilk seferde eksiksiz ve kusursuz yapılması zorunluluğunu ortaya koymaktadır (Akbaba, 2005: 63).
- c) Otel işletmeleri yılın 365 günü, 24 saat hizmet sunarlar. Diğer birçok hizmet işletmesi çeşitli tatil günlerinde hizmetlerine ara verebilmekteyken, mevsimlik oteller hariç olmak üzere oteller, tüm yıl aralıksız hizmet sunarlar.
- d) Otel işletmeleri, fonksiyonlarını yerine getirirken büyük ölçüde insan gücüne ihtiyaç duyarlar. Otel işletmelerinde

otomasyonun kullanılacağı alanlar sınırlıdır. Misafirlerin karşılanması, odanın temizlenmesi, yiyecek-içeceklerin servise hazır hale getirilmesi gibi hizmetler bizzat insanlar tarafından yerine getirilmektedir (Çolak, 2012: 26).

- e) Otel işletmelerinde sunulan hizmetler bakımından bölümler ile işgörenler arasında yakın bir işbirliğinin olması gerekir. Otel işletmeleri, birbiriyle çok yakın ilişkiler içinde faaliyet yürüten, birden çok bölümden oluşan ticari ve sosyal işletmeler olduğundan bu işletmelerde çalışan işgörenler arasında sıkı bir işbirliğine ihtiyaç vardır.
- f) Otel işletmelerinde risk faktörü oldukça yüksektir. Otel işletmelerinin sundukları hizmetlere ilişkin talebin önceden kesin olarak bilinmesi çok güçtür. Otel işletmelerine olan talebin elastik, arzın inelastik olması, yine sosyal, politik, ekonomik koşullardan etkilenmesi risk faktörünü yükseltmektedir..

Otel işletmelerinin kurulması ve faaliyetine devam etmesi için büyük sermayeye ihtiyacı vardır. Ayrıca sermayenin büyük bölümü duran varlıklara ayrılmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

FINANSAL PERFORMANS

2.1. Performans Kavramı

Sanayi devrimi sonrası ekonomik büyümeyle beraber işletmelerde yönetim; üretimin ve malların girdisiyle ve çıktısıyla ölçülebilecek bir hale getirilmeye çalışılma çabaları teknik bir aşama olarak kabul edilen bilimsel anlayıştan insan faktörünü ön plana alan, üretimi öncesiyle ve sonrası ile daha etkileşimli ve verimli bir süreç olarak gören ve işçi emeğini üretimin temel girdisi olarak kabul eden, müşteri memnuniyetinin en önemli amaç olduğu modern bir yönetim anlayışına doğru bir değişime yönelim yaşanmıştır. İşletme yönetimi ile ilgili bu gelişmelerin beraberinde süreç odaklı bir değerlendirme ve ölçme sistemine geçilmiştir. Başka bir ifadeyle odaklı yönetim yerine işleyiş odaklı bir sistemin bütünü ele alan yönü ortaya çıkmıştır (İlhan, 2011: 113).

2.1.1. Performans Tanımı ve Unsurları

Performans; bir organizasyonun parasal olan ve olmayan yönden tüm unsurlarından en üst seviyede yararlanma derecesidir (Çakmak ve Ocaklı, 2006: 214). Performans, işletmeler özelinde, belirli bir dönemde gerçekleştirilen faaliyetlerin sonucu olarak da tanımlanabilmektedir.

İşletme performansı unsurlarının başında gelen verimlilik, üretim faktörlerinin çıktı meydana getirebilme gücüdür (Latruffe, 2010: 18). Verimlilik eldeki kaynaklardan hangi düzeyde yararlanıldığı hakkında bilgi vermekle beraber temelde malların üretimi veya hizmetlerin yerine getirilmesi için gerekli olan çalışan, sermaye, nakit ve tüketilebilir kaynaklar şeklinde tanımlanan girdi ve

faaliyetler sonucunda elde edilen ürün, hizmet veya diğer kalemler olarak ifade edilen çıktı arasındaki ilişkiye dayanır. Mevcut kaynaklarla mümkün olan en çok ürünün elde edilmesi veya aynı ürünün üretiminde giderek daha az kaynağa ihtiyaç duyulması verimlilik ile açıklanır (DPT, 2000: 75). Verimliliğin düşük olması eldeki bir kısım kaynakların boşa kullanıldığını ve bir birimlik malın daha yüksek maliyetle üretildiğini gösterir (Ünal, 1989: 435-436).

Bir diğer performans unsuru olan etkinlik, girdi-çıktı mekanizması ile işleri doğru şekilde yapabilme kabiliyetini açıklar (Yükçü ve Atağan, 2009: 2). Etkililik ise daha önceden belirlenen planlara ulaşma derecesiyle ilişkilidir ve gerçekleşen çıktının planlanan çıktıya oranıyla açıklanır (Prokopenko, 1992: 36). Ekonomiklik; kaynakların uygun miktar ve kalitede, uygun zamanda ve uygun yerde en uygun maliyetle elde edilmesidir ve fiziksel girdinin girdi maliyetine oranıyla ifade edilir (Celep, 2010: 16). Kalite ve inovasyon da özellikle son yıllarda değişen yönetim anlayışının paralelinde performans unsurları arasına girmiştir. Kalite belirli standartlara göre üretim yapma durumu, bir ürün veya hizmetin fiyatına bağlı olarak kullanıma uygunluğu, satış sonrası destek olgusu ve ürün/hizmetten sağlanan psikolojik tatmin duygusu olarak farklı şekillerde tanımlanabilir (Reid ve Sanders, 2005: 138-139). İşletmenin ilgili unsurların uygulanmasında sağladığı başarı düzeyi, işletme performansını ortaya koyar.

2.1.2. Performans Yönetimi

Performans yönetimi, işletmelerin performanslarında gelişme sağlamaya odaklanan ve son yıllarda yaygın olarak kullanılan modern bir yönetim yaklaşımıdır (Gupta, 2005: 6). Performans yönetimi; tüm çalışanları performansın sürekli gelişimini hedefleyen ortak amaçlarda birleştirmeye ve bu amaçlara ulaşmak için gereken planlama, ölçme, yönlendirme ve kontrol işlerini yönetimin diğer işlevleri ile uyumlu bir şekilde yürütmeye odaklanan bir yönetim biçimidir (Coşkun, 2000: 51). Davranışları ve sonuçları yönetme teknolojisi olarak da

tanımlanabilen performans yönetimi, performans sonuçlarını görüntüleyen ve ölçen bir sistemdir (Bogsnes, 2012: 5). Performans yönetiminin temelde iki boyutu vardır. İlki kurumsal amaç ve hedeflerin belirlendiği, amaç ve hedeflere kaynak ayrıldığı ve gerçekleştirme sonuçlarının raporlandığı kurumsal performans yönetimidir. Performans yönetiminin diğer boyutu ise daha çok insan kaynakları ile ilişkilendirilen ve kişisel performansları dikkate alan bireysel performans yönetimidir (Yenice, 2007: 95).

Performans yönetim süreci; planlama, ölçme ve değerlendirme ve denetim olmak üzere üç aşamadan oluşan döngüsel ve tekrarlanan bir süreçtir. Sürecin ilk aşamasında işletmenin amacına daha etkin bir şekilde ulaşabilmesi için stratejiler ve hedefler belirlenir. Stratejik planlamanın en önemli özelliği tüm organizasyonu kapsayan genel ve bağlayıcı bir çerçeve oluşturmaktır. Planlamada uzun vadeli hedefler belirlenir, bu hedeflere yönelik amaçlar ortaya konulur, hedeflere ulaşma doğrultusunda stratejiler oluşturulur ve kaynaklar planlara göre kullanılır. İkinci aşamada işletme organizasyonunun mevcut performans düzeyi ölçülüp değerlendirilerek yönetim sistemleri ve süreçlerinin stratejilere uygunluğu sağlanmaya çalışılır. Son aşamada ise performans bilgisinin raporlanmasıyla birlikte iyileştirmeye ve performans geliştirilmeye dönük önlemler alınır. Denetim; geribildirim işlevi yardımıyla verimlilik artışı, büyüme, yapılanma gibi performanstan beklenenlerin gerçekleştirilmesini sağlamaya ve sistemi denge içinde tutmaya çalışır (DPT, 2000: 77-78; Bilgin, 2007: 28). Yine denetim aşamasında mevcut performans ile beklenen performans arasındaki fark tespit edilir ve performans açığının nedenlerinin bulunmasına çalışılır (Özer, 2009: 19). Performans yönetimi organizasyon, yöneticiler ve bireyler açısından işletmeye katkılar sunabilmektedir. Sürecin potansiyel faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mark ve Nayyar-Stone, 2002: 1; Uyargil, 2008: 13; Öztürk, 2009: 72-73; Celep, 2010: 37):

- İşletme, takım ve birey hedefleri düzene girer

- Performansı geliştirir, çalışanları motive eder, eğitim ve gelişme süreçlerini ilerletir
- Yetkinlikler ve performansın ortaya konulması ve değerlendirilmesi için bir çerçeve oluşturur
- Kadroların teşvik ve desteklerle ödüllendirilmesi için temel oluşturur
- Hizmet ve üretimin kalitesi gelişir
- İşletmelerin hedeflerine ulaşma sürecine rehberlik eder
- Faaliyetlerin verimli, etkin ve etkili bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlar, organizasyonun etkinliğini artırır ve kaynak israfını önler

Performans yönetim sisteminden beklenen faydanın sağlanabilmesi için hedeflerin etkinliği de sağlanmalıdır. Yukarıdan aşağıya belirlenen hedeflerin hem zorlu hem de erişilebilir olması performansı yükseltirken motivasyona da olumlu etkide bulunmaktadır (Özer, 2009: 9). Hedeflerin etkinliğinin sağlanması için hedefler rakamlar ile sayısal olarak ifade edilmeli ve somut olmalıdır. Somut hedefler döneme ait veriler, ihtiyaç analizleri, benzer işletmelerin performansları, iyi uygulama örneklerinin performansları ve çıktı performansına dayalı uzun vadeli planlar yardımıyla belirlenir. Belirli bir dönemde ulaşılması gereken kabul edilmiş performans düzeyini ortaya koyan somut hedeflerin etkin olabilmesi için aşağıdaki sorular sorulmalı ve cevaplandırılmalıdır:

- Hedefler önemli faaliyetlere göre mi seçilmektedir?
- Hedef belirleme süreci tutarlı bir esasa dayanıyor mu?
- Hedefler anlamlı ve açık mı?
- Hedefler belirli dönemlerde gözden geçirilmekte midir?
- Hedeflere ulaşılamama durumunda ne tür sonuçların ortaya çıkması beklenmektedir?

Başarılı bir performans yönetim sisteminin yapılandırılmasında işletme stratejisinin yanında piyasa koşulları, müşteri beklentileri ve geleceğe ilişkin rasyonel öngörüler dikkate alınması gereken özelliklerin başında gelmektedir (İme, 2010: 363).

2.1.3. Performans Ölçümü

Temel felsefesi değişim ve gelişim olan bir yönetim biçiminde ölçme değerlendirmelerin rolü göz ardı edilemez. Ölçümler kendi başlarında dahi gelişme kaynağıdır. Sürekli gelişimi hedefleyen işletmelerde gelişime yönelik uygulamalarda bulunmak ölçme sisteminin sağlayacağı olanaklarla mümkündür (Kubalı, 1998: 40). Performans ölçümü işletmenin daha önce belirlediği amaç ve hedeflere göre ortaya çıkan ürünleri, hizmetleri ve sonuçları birlikte değerlendirmesine olanak sağlayan analitik bir süreçtir. Performans ölçümü başka bir ifadeyle ulaşılan sonuçları takip edebilmek amacıyla düzenli olarak veri toplanması ve bu verilerin analize tabi tutulmasıdır (Sayıştay, 2003: 9). Performans ölçümü; işletmenin neyi ve neleri elde etmeyi amaçladığını, kullandığı finansal ve fiziki kaynakların neler olduğunu, elindeki kaynakları hangi yöntemler kullanarak hedeflere dönüştürdüğünü, faaliyetleri sonucunda elde ettiği mal ve hizmetlerin hedeflenen amaçlara ulaşılmasındaki etkilerini analiz eden döngü olarak da tanımlanabilir (Coşkun, 2000: 51). İşletme performansının; işletmenin faaliyetlerinin izlenmesi ve kontrol edilmesi, işletmenin büyümesi, büyümeye yönelik çalışmaların verimliliğinin azami düzeye çıkarılması, işletme hedeflerine ulaşabilmek adına organizasyonun uyumlaştırılması, çalışanların ödüllendirilmesi ve disipline edilmesi için ölçülmesi gerekmektedir (Bititci, Carrie ve Turner, 2002: 176). Performans ölçümü tek başına bir amaç teşkil etmemekle birlikte karar alma süreçlerinde kullanılan ve performans gelişimine katkı sağlayabilen bir süreçtir. İşletmeye birçok noktada katkı sunan performans ölçümünün potansiyel yararları şu şekilde sıralanabilir (Sayıştay, 2003: 9-11):

- Yöneticilere organizasyonu daha iyi yönetmeleri için elverişli bilgiler sağlar
- Yöneticilere önceden belirlenmiş sonuçları elde edebilmeye yönelik programlarını daha etkili şekilde yürütmelerine yardımcı olur
- Çalışanların bireysel performansları ile kurumsal performans arasında bağlantı tesiseder
- Hesap verme sorumluluğunu geliştirir

Performans ölçümü sadece işletme organizasyonuna katkı sağlamamakta; bankalar başta olmak üzere kredi veren kuruluşlar, yatırımcılar, müşteriler, tedarikçiler, devlet vekamunun oluşturduğu işletme paydaşlarının kullanımları için bilgi de sağlamaktadır (Miller, 2005: 72).

Ölçüm sürecinde önce girdilere değil sonuç ve kalite göstergelerine dayalı performans ölçümü yapılır. İşletme amaç ve hedeflerine uygun seçilen göstergelerden her birine gerçekçi, ölçülebilir ve mevcut kaynaklar ile gerçekleştirilebilir bir hedef belirlenir. Bu noktada çalışanlar da ana hedeflere bağlı kalmak suretiyle kendi bireysel performans hedeflerine sahip olmalıdır. Hedef belirlemeden sonra izleme çerçevesi geliştirilir, sürekli ölçüm yapılır ve sonuçlar ayrıntılı bir şekilde analiz edilir. Performans ölçümünde sürece ilişkin risklerin ve performans göstergelerinin taşınması gereken özelliklerin dikkate alınması sürecin başarısını artıracaktır (Özer, 2009: 12).

2.2. Finansal Performans

Bir işte gösterilen başarı derecesi olarak özetlenebilecek olan performans kavramı, hizmet etkinliği, üretim verimliliği gibi, o işle amaçlanan hedefin ne ölçüde karşılandığının nicel ve nitel ifadesidir (Özer, 2009: 4-5). Bir işletmeyi oluşturan bütün unsurlar, işletmenin toplam performansını etkilemektedirler. Finansal performans kavramı ise, finansal ekonomideki gelişmeleri tam olarak yansıtamayan “kârı

maksimum kılmak” düşüncesinin çok ötesine geçmiş bulunmaktadır (Ertuğrul, 2009: 20). Bir işletmenin, kaynaklarını ne derece etkin kullandığı ve finansal pozisyonu finansal performans olarak tanımlanabilir. Finansal performans ölçmek için, verilerin toplanması, analiz edilmesi, doğru hedeflerin belirlenmesi, uygun ölçü setinin belirlenmesi gibi zor ve karmaşık, süreç ve mekanizmalar gereklidir (Aksoy, 2001: 19-20). Finansal performansın etkili ve verimli değerlendirilmesi ekonomik gelişmeye ve büyümeye de etki etmektedir. Bir ülkenin sürdürülebilir büyüme ve kalkınma ivmesini yakalaması, o ülkenin fertlerine daha iyi sağlık, eğitim, kültür gibi hizmetleri sunması ve iyi hayat koşulları ile birlikte refah artışı sağlanması anlamına gelmektedir (Helhel, 2017: 10).

Piyasaların küreselleştiği, işletmelerin çok uluslu ve çok ortaklı hale geldiği günümüzde, finansal performans ölçümü kavramı daha fazla anlam kazanmaktadır. İşletmeler, kaynaklarını nasıl yönettiklerini hissedarlarına anlatmak durumundadır. Başka bir ifadeyle, nakit akışının da kolaylaştığı modern dönemlerde, hissedarlar finansal performans göstergelerini bilmek istemekte ve yatırım kararlarını çok yönlü düşünerek vermektedirler. Bununla birlikte işletmeler, performans analizi yaparak verimliliklerini yükseltebilir, eksik yanlarını geliştirerek rakiplerine karşı avantaj sağlayabilirler.

Öte yandan, işletmeler sıklıkla bir yönetim aracı olarak performans ölçütlerini yanlış kullanmakta ve bunun sonucunda da birtakım gizli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Yanlış seçilen performans ölçütleri, hatalı sinyaller göndererek, yöneticilerin yanlış kararlar almasına sebep olarak, kaynak israfı, gereksiz yatırımlar, beklentileri karşılamayan şirket birleşmeleri gibi olumsuz durumlar oluşmasını sağlamaktadır (Ertuğrul, 2009: 21). Performans analizi için kullanılmakta olan grafik analizi, regresyon analizi, yüzde değişim analizi, oran analizi, performans karnesi, kumanda paneli gibi çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Muhasebe verilerine dayalı finansal performans ölçüm yöntemleri geleneksel yöntemler olarak

adlandırılmaktadır (Yükçü ve Atağan, 2010: 28). Geleneksel yöntemler, finansal oranları kullanmaktadırlar.

2.2.1. Finansal Oranlar (Oran Analizleri)

Finansal oranlar, işletme hakkında daha detaylı bilgi edinilmesine yardımcı olmakta ve bunu yaparken de işletmenin büyük oranda finansal tablolarından faydalanılmaktadır. Hisse senetlerinin piyasa değeri gibi bazı veriler için ise, finansal tablo dışı bilgiler gerekmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 37). Büyüklükleri farklı olan işletmeler, finansal tablolardaki parasal tutarlara göre karşılaştırılırsa, işletmeler hakkında yorumlar yanlış yapılabilmektedir (Uyar ve Okumuş, 2010: 147). Bu sebeple, oranlar, işletmelerin bilançolarını değerlendirmek ve performanslarını karşılaştırmak için yardımcı olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 46; Brigham ve Houston, 2013: 98).

Finansal oranlar, işletmenin finansal tablolarında yer alan bilanço kalemlerinin matematiksel olarak hesaplanması ile elde edilmektedir. Oranların hesaplanması sayesinde işletmenin likiditesi, finansal yapısı, kârlılık durumu hakkında bilgiye ulaşılmaktadır. Bir işletmeye ait güncel finansal oranlar, o işletmeye ait geçmiş dönem oranlarla karşılaştırılarak performans verileri elde edilebilmektedir. Yahut aynı sektörde yer alan işletmelerin oranları karşılaştırılarak, işletmenin sektördeki yeri ve performansı görülmektedir. İşletmenin, üstün ve zayıf yönleri belirlenerek, zayıf yönlerin güçlendirilmesi adına çalışmalar yapılmaktadır. Bu oranlar, yatırımcılar ve karar vericiler için çok önemli bilgiler sağlamaktadır (Saldanlı ve Sırma, 2014: 193).

Finansal oranların sağladığı faydalar özetlenecek olursa (Uyar ve Okumuş, 2010: 147):

- Oranlara dayalı performans ölçümü yapılabilmektedir.
- Çok bölümlü işletmelerde, bu bölümlerin performansları incelenebilir.

- Geleceğe yönelik plan yapabilir ve öngöründe bulunulabilir.
- Yatırımcılara bilgi sağlama işlevi görebilir.
- Kredi kuruluşlarına ve tedarikçilere bilgi sağlama işlevi görebilir.
- Rakip işletmeler ile karşılaştırmalar sayesinde durum değerlendirmesi yapılabilir.
- Şirket satın almalarında finansal durum değerlendirmesi yapılmasını sağlayabilir.

Finansal oranların hesaplanması tek başlarına bir amaç olmamakla birlikte analiz için de yeterli değildir. Önemli olan, hesaplanan oranları değerlendirmek ve doğru bir şekilde yorumlamaktır. Oran analizi aracılığıyla işletmeler değerlendirilirken önemli olan noktalar şunlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 47-48):

- Amaca uygun sayıda oran hesaplanmalıdır. Çok sayıda hesaplanan oran daha doğru sonuç verecek anlamına gelmemektedir.
- Bu hesaplanan oranlar doğru bir şekilde yorumlanmalıdır.
- Dönemsel ve mevsimsel değişikliklerin, oranlara yansıması konusuna dikkat edilmelidir.
- Özellikle kriz dönemi değişiklikler üzerinde durulmalıdır.
- Bir oranın değerinde farklılık var ise, nereden kaynaklandığı bulunmalıdır.
- Oranların yorumu esnasında çeşitli kaynaklardan faydalanılmalıdır.
- Enflasyonun neden olduğu etkilere dikkat edilmelidir.
- Oranlar yorumlanırken, aynı endüstri kolundaki benzer işletmeleri karşılaştırmak gerekmektedir. Fakat işletmelerin politikalarının ve muhasebe uygulamalarının farklı olabileceği unutulmamalıdır.

- Finansal oranların yorumu esnasında, oranda yer alan tutarlar da dikkate alınmalıdır.

İçerik ve fonksiyon olarak finansal oranlar, likidite oranları, finansal yapı (kaldıraç) oranları, devir hızı (faaliyet) oranları, karlılık oranları ve piyasa değeri oranları olmak üzere beş grupta toplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 37; Ceylan ve Korkmaz, 2008: 48; Aydemir vd. 2012: 278).

İşletme içinden ya da dışından farklı grupların, farklı amaçları ve beklentileri olacağından finansal oranlar farklı açılardan analiz edilmektedir. Tüm analitik ihtiyaçlara cevap verecek tek bir finansal oran yoktur. Bir kreditor, işletme likitidesi ile ilgilenirken, bir borsa tüccarı işletmenin uzun vadeli mali yapısıyla ilgilenir. Farklı grupların farklı amaçlar için belirlediği finansal göstergeleri beş grupta toplamak mümkündür. Bu oranlar şunlardır(Aydın vd. 2010: 106):

- Likidite oranları,
- Finansal kaldıraç (Borç) oranları,
- Faaliyet oranları (Devir hızı Oranları)
- Karlılık oranları,
- Piyasa performansını değerlendirmede kullanılan oranlar.

2.2.1.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, işletme sermayesinin yeterliliğini belirleyebilmek ve işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılama kapasitesini ölçmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu oranlardan işletmenin ne kadar kolaylıkla nakit elde edebilmesine ve işlerin kötüye gitmesi halinde likitidesini koruyabilmesine yönelik bilgiler sağlanır(Aydın, Başar ve Coşkun, 2010: 106).

Bu oranlar, likit ve likit benzeri varlıkların, kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Cari oran, asit-test oranı ve nakit oran olmak üzere başlıca üç adet likidite oranı bulunmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 37).

Cari Oran: Cari oranın hesaplanması için stok değer düşüş karşılığı, şüpheli alacak karşılığı, menkul değerler düşüş karşılığı gibi düzeltici hesapların ilgili dönen varlıklardan düşülmesi gerekir. Cari oranın genellikle 2 olması uygun görülür. Bu oranın ikiden dahabüyük tutulmaya çalışılması finansal yönetim açısından uygun bir davranış olarak görülmemektedir. Bu nedenele işletmelerde karlılık ve risk arasındaki denge kurulmaya çalışılmalıdır.

$$\text{Cari Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Fabancı Kaynaklar}}$$

Asit-Test Oranı: Bu oranın cari orandan farkı, sadece dönen varlıklar içinde likitidesi en düşük olan stokların dönen varlıklar toplamından düşülmesidir. Bu oranın altında yatan varsayım, alacaklarını normal ödenme süresi içinde nakte çevrilebileceğidir.

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dön.Var.} - (\text{Stoklar} + \text{Gelecek Aylara Ait Giderler} + \text{Diğer Dönen Varlıklar})}{\text{Kısa Vadeli Fabancı Kaynaklar}}$$

Nakit Oran: Bir işletmenin en likitide varlıkları hazır değerler ve menkul kıymetlerdir. Eğer işletme kısa sürede borçlanabilirse, nakit oranının düşüklüğü pek önemli görülmeyebilir.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Fabancı Kaynaklar}}$$

Ayrıca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yayımladığı finansal oranlara göz atılacak olursa likidite oranları başlığı altında 5 adet daha oran bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla:

- Stoklar/Dönen varlıklar
- Stoklar/Varlık (aktif) toplamı
- Stok bağımlılık
- Kısa vadeli alacaklar/Dönen varlıklar
- Kısa vadeli alacaklar/varlık (aktif) toplamı oranı olarak verilmektedir.

2.2.1.2. Finansal Yapı Oranları(Borç Oranları, Kaldıraç Oranları)

Yabancı kaynaklar ile özsermaye arasındaki ilişkiyi gösteren bu oranlar, işletmenin finansmanında yabancı kaynaklardan ne ölçüde yararlanıldığını ortaya koymaktadırlar (Ercan ve Ban, 2008: 43). Yüksek borç oranının işletme için risk taşıdığı gerçeği altında, kredi veren kuruluşların en çok ilgilendiği oranlar finansal yapı oranlarıdır. Bu oranlar, işletmenin ne şekilde finanse edildiğini göstermektedir. Varlıkların bir bölümünü sabit yük getirecek şekilde borç, imtiyazlı hisse senedi ya da kiralama gibi araçlarla- finanse etmiş bir işletme, finansal kaldıraçtan faydalaniyor demektir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010: 118).

Toplam borcun toplam varlıklara oranı en çok üzerinde durulan oran olup, literatürde kaldıraç oranı olarak adlandırılmaktadır.

Kaldıraç Oranı: Varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ifade eder. Kaldıraç oranının yüksek olması kredi verenler açısından emniyet marjının dar olduğunu anlamına gelir. Diğer taraftan bu oranın yüksek olması, işletmeye finansal kaldıraç olumlu etkisinden yararlanma olanağı sağlar (Akgüç, 1998: 32).

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Yabancı kaynaklar}}{\text{Aktifler}}$$

eşitliği ile elde edilmektedir.

Bununla birlikte uzun vadeli borç oranı, kısa vadeli borç oranı, öz sermayenin borçlara oranı sıklıkla üzerinde durulan diğer finansal yapı oranlarıdır. Öz kaynakların varlıklara oranı da finansal yapı oranları kapsamında değerlendirilmektedir ve bu oranlar;

$$\text{Öz Kaynaklar/Toplam Borç Oranı} = \frac{\text{Öz Kaynaklar}}{\text{KVYK} + \text{UVYK}}$$

$$\text{KVYK/Kaynak Toplamı Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Fabancı Kaynaklar}}{\text{Kaynak Toplam}}$$

Özsermaye Çarpanı: Firmanın aktiflerini fonlamada özkaynaklarına oranla ne kadar özsermaye kullanıldığını gösteren özsermaye-varlık oranının yüksek çıkması tercih edilmektedir. Bununla birlikte, oranı oluşturan etmenlerin iyi bir şekilde incelenmesi gerekmektedir. Şirketlerin sermaye yapıları hakkında iyi bir gösterge olan özsermaye-varlıklar oranının, zaman içerisinde göstereceği gelişmeler şirketlerin sermaye yapılarındaki tercihleri hakkında gözlem yapma olanağını vermektedir. Borç-Aktifler oranında da bahsedildiği gibi özkaynaklar ile yabancı kaynaklar arasında uygun bir dengenin kurulması oldukça önemlidir (İlgaz, 2017: 3).

$$\text{Öz Kaynaklar/Aktif Toplamı Oranı} = \frac{\text{Öz Kaynaklar}}{\text{Aktif Toplam}}$$

$$\text{UVYK/ Aktif Toplamı Oranı} = \frac{\text{Uzun Vadeli Fabancı Kaynaklar}}{\text{Aktif Toplam}}$$

eşitlikleri ile elde edilmektedir.

2.1.2.3. Faaliyet Oranları (Devir Hızı Oranları)

İşletmenin varlıklarının etkin kullanımı, işletme faaliyetlerinin ne derece etkin yapıldığını göstermektedir. Devir hızı oranları da işletme varlıklarının etkin ve yoğun kullanımının göstergesidir (Ercan ve Ban, 2008: 43). İşletmenin varlık ya da varlık gruplarına, bu varlıkların sağladığı gelirlere oranla ne kadar fazla yatırım yaptığını, varlıklarını ne kadar fazla verimli kullandığını değerlendirmede kullanılan oranlardır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010: 112). Çok fazla sayıda türetilebilecek olmasına karşılık TCMB tarafından stok devir hızı, alacak devir hızı, çalışma sermayesi devir hızı, net çalışma sermayesi devir hızı, maddi duran varlıklar devir hızı, duran varlıklar devir hızı, öz kaynak devir hızı ve aktif devir hızı olmak üzere sekiz tane devir hızı oranı hesaplaması belirlenmiştir.

Literatürde de özellikle;

Alacak Devir Hızı: Alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini gösterir. Bu hız artıkça işletmenin likitidesi artabilir.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar Toplamı}}$$

Stok Devir Hızı: Stokların likitidesini gösteren bir ölçü olup, stoklarla satışlar arasındaki ilişkiyi gösterir.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{(\text{Önceki yıl stok.} + \text{Cari yıl Stok.})/2}$$

Aktif Devir Hızı: Devir hızı, işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi veya varlık kullanımının verimlilik göstergesi olarak yorumlanabilir (Akgüç, 1998: 57). Varlık devir hızı net satışların toplam varlıklara bölünmesi ile bulunur (Besley ve Brigham, 2000: 99).

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Eşitlik hesaplamaları verilmiş olan üç orandan sıklıkla söz edilmektedir.

2.2.1.4. Kârlılık Oranları

İşletmenin faaliyetleri sonucu elde ettikleri başarıyı ölçen oranlara kârlılık oranları denilmektedir. İşletmenin yeterli kâr elde edip etmediği aşağıdaki faktörlere göre belirlenmeye çalışılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 70-71):

- Sermayenin alternatif alanlarda değerlendirilmesi ile kazanılan gelir.
- Son yıllardaki kârlılık ve bu kârlılığın gelişim ve değişimi.
- Genel ekonomik durum.
- Sektördeki benzer işletmelerin kâr oranları.

Kârlılık oranlarını “Kâr ile Sermaye Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar” , “Kâr ile Satışlar Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar” ve “Kâr ile Finansal Yükümlülükler Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar” olmak üzere üç gruba ayırmak mümkündür. İlk grupta net kârın öz kaynaklara ve varlıklara oranı olmak üzere iki başlıca gösterge; ikinci grupta faaliyet kârının, brüt satış kârının ve net kârın net satışlara oranı olmak üzere üç adet başlıca gösterge bulunmaktadır. Bunlar;

$$\text{Net Kâr/Öz Kaynaklar Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz Kaynaklar}}$$

$$\text{Net Kâr/ Aktif Toplamı Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Varlık Toplamı}}$$

$$\text{Faaliyet Kârı/Net Satışlar Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satış Tutarı}}$$

$$\text{Brüt Satış Kârı/Net Satışlar Oranı} = \frac{\text{Brüt Satış Kârı}}{\text{Net Satış Tutarı}}$$

$$\text{Net Kâr/Net Satışlar Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satış Tutarı}}$$

Özkaynak Karlılık Oranı: Mali rantabilite olarak da adlandırılan özkaynak kârlılık oranı, elde edilen kârla işletme sahiplerinin sağladıkları özkaynaklar arasındaki ilişkiyi ortaya koyar (Çelik ve Aslanertik, 2011: 73). Net değerin kârlılık oranı (RONW-Return On Net Worth) olarak da bilinen özkaynak kârlılık oranı; özkaynak yatırımcılarının başka bir ifadeyle ortakların sağladıkları sermaye karşılığında ortaya konulan kâra odaklandığından, kreditorlerin getirileri olan borç maliyetleri düşüldükten sonra ortaklara kalan kârı dikkate alır. Burada net kâr, ortaklar tarafından finanse edilen varlıkların kullanımından elde ettikleri kârdır.

$$\text{Özkaynak Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Özkaynak kârlılık oranı hesaplanırken net kâr, nominal veya ödenmiş sermayeye de oranlanabilmektedir. Oran net kâr marjı ve özkaynaklar devir hızının çarpımı ile de hesaplanabilmektedir. Özkaynak kârlılık oranı; diğer koşullar aynı kalmak şartıyla net kâr marjının artması, özkaynaklar devrinin hızlanması veya her iki oranın da artması ile olumlu olarak değiştirilebilir (Akgüç, 1998: 63-65).

$$\text{Özkaynak Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Özkaynak kârlılık oranı; net kâr marjının, aktiflerin devir hızı ve özkaynak çarpanı ile çarpılmasıyla da elde edilebilmektedir (Reilly, 1997: 1).

$$\text{Özkaynak Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Varlıklar}} \times \frac{\text{Net Varlıklar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Yabancı kaynakların özkaynaklara oranı, işletmenin varlıklarının yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiği hakkında bilgi verir. İşletmeye kredi verenler bu oranın göreceli düşük olmasını isteme eğilimindedirler çünkü işletmenin iflası durumunda özkaynakların belirli bir düzeyde olması halinde alacaklarını tahsil etme olanağı bulurlar. Diğer taraftan işletme ortakları ise genellikle oranın belli bir düzeye kadar artması taraftarıdır. Bu durum finansal kaldıracın etkisiyle işletmenin kârlılığını artırıp ortaklara daha fazla kâr payı dağıtılmasına olanak sağlar.

Varlıkların getiri oranı yabancı kaynak maliyetinden yüksek olduğu sürece, (FVÖK/FVÖK-faiz) ile ifade edilen finansal kaldıraç derecesi yabancı kaynak kullanıldıkça artar ve faiz ve vergi öncesi kârda ortaya çıkan artış finansal kaldıraç derecesine bağlı olarak özkaynak kârlılığını da artırır. Fakat işletme sınırsız bir şekilde finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanamaz. Belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak maliyeti özkaynak maliyetinden düşük olsa da, yabancı kaynak kullanımı riski de giderek artırdığından yabancı kaynak maliyeti ve işletmenin toplam riskinin artması neticesinde özkaynak maliyeti de giderek artar. Bu nedenle finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanabilmek için yabancı kaynaklar ve özkaynaklar arasında optimal dengenin sağlanması gerekir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 653; Brealey vd. 2012: 95).

Net Kâr/Net Satışlar Oranı: Net kar marjı, bir işletmenin tüm masraflar ve vergiden sonra ne oranda karlılık gösterdiğini ölçer. Başka bir ifadeyle bir birim satıştan ne kadar kar yaptığını gösterir. Oranın yüksek olması arzu edilen bir durumdur. Yüksek bir oran işletmenin hem yatırım, üretim, fiyatlama hem de finans politikalarının uygunluğunu gösterir (Aydın vd. 2010: 123). Ayrıca bu oran iş hacmi rantabilitesi olarak da isimlendirilmektedir.

Net Kâr/Varlık Toplamı Oranı: Aktif karlılık oranı, varlıkların getiri oranı olarak da bilinen aktif kârlılık oranı işletmenin üretim ve pazarlama alanlarındaki başarısına bağlı olmakla birlikte net kâr ve net varlık tutarları kullanılarak hesaplanır (Kabajeh, Nu’amiat ve Dahmash, 2012: 116; Brealey, Myers ve Marcus, 2012: 95).

Aktif kârlılık oranını verimli kullanılmayan varlıkların kârı düşürmeyecek şekilde elden çıkarılması, belirli satış geliri için giderlerin azaltılması veya müşteri talebini ve kârı azaltmayacak şekilde satış fiyatlarının yükseltilmesi yoluyla artırmak mümkündür.

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Net kâr, faizler ve vergiler indirildikten sonraki tutarı gösterdiğinden vergi sonrası net kârın kullanıldığı durumda ilgili oran işletmenin sermaye yapısına göre değişebilmektedir. Varlıklarını ağırlıklı olarak yabancı kaynaklar (borçlar) ile finanse eden bir işletme, varlıklarının büyük bir bölümünü özkaynaklar ile finanse eden diğer bir işletmeden daha fazla faiz ödeyeceğinden kaynakları daha verimli kullanmasına rağmen daha az kârlı görünebilecektir. Bu durumda sermaye yapısından bağımsız olarak varlıkların getiri oranının hesaplanmasında net kâr yerine faiz ve vergi öncesi kârın (FVÖK) kullanılması daha anlamlı olacaktır. Ekonomik rantabilite oranı olarak da adlandırılan bu oran, işletmenin kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını göstermektedir (Akgüç, 1998: 67-68).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Faiz ve vergi öncesi kârın vergi sonrası tutarı da aktif kârlılık oranının hesaplanmasında dikkate alınabilmektedir (Damodaran, 2007: 13).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{FVÖK} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Net Varlıklar}}$$

Net kâra vergi sonrası faiz giderlerinin eklenmesi ile de ulaşılabilen vergiden arındırılmış faiz ve vergi öncesi kârın kullanımı, ilgili oranı daha hassas hale getirir (Damodaran, 2007: 13).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr} + \text{Faiz Giderleri} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Net Varlıklar}}$$

Analizlerde daha çok işletmenin asıl faaliyetlerine ilişkin gelir ve giderler dikkate alındığından, faiz ve vergi öncesi kâr yerine faaliyet kârı da yaygın olarak kullanılmakta ve budurumda oranın payında vergi sonrası faaliyet kârı yer almaktadır (Brealey vd. 2012: 87).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Net Varlıklar}}$$

Net kâr/net varlıklar oranının paydasında yabancı kaynaklar ve özkaynaklarla finanse edilmiş varlıklar yer alırken, payında sadece özkaynak yatırımcıları için sağlanan vergi sonrası net kârın yer alması tutarsızlık ortaya çıkarmaktadır. Net kâr yerine özkaynak yatırımcıları ve kreditörler için sağlanan kârı temsil eden, kreditörlerin koydukları sermaye karşılığında kazandıkları gelirleri de (faiz giderlerini) kapsayan vergi sonrası faaliyet kârının kullanımıyla bu sorun ortadan kaldırılır (Brealey vd. 2012: 87).

Aktif kârlılık oranı işletmenin üretim ve pazarlamaya ilişkin faaliyetlerindeki etkinliğine bağlı olduğundan, özkaynak kârlılık oranı özellikle $(1 + \text{yabancı kaynaklar} / \text{özkaynaklar})$ şeklinde sadeleştirilebilen $(\text{net varlıklar} / \text{özkaynaklar})$ oranının ifade ettiği sermaye yapısından etkilenmektedir.

Faaliyet Karlılık Oranı: Faaliyet karlılığı, şirketlerin satış faaliyetlerinin (satış politikalarının) nihai sonuçları hakkında bir bilgi vermektedir ve aynı iş kolundaki şirketlerle ve şirketin geçmiş dönemleriyle karşılaştırılması anlamlı sonuçlar verecektir. Bu şekilde satışlarını ne kadarlık bir kar marjı ile gerçekleştirdiğini, yani rekabet gücünü ve rekabet gücünün dönemler itibarıyla gelişimini

gözlemleyebiliriz (İlgaz, 2017: 19). Faaliyet karlılık oranı şu şekilde ifade edilir:

$$\text{Faaliyet Karlılık Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışla}}$$

2.2.1.5. Borsa Performans Oranları

Bahsedilen dört gruptaki oranlar işletmenin temel mali tablolarından sağlanan bilanço, gelir tablosu gibi bilgilerden türetilmiştir. İşletme performansını değerlemede muhasebe verileriyle finansal pazarlara dönük verilerin birleştirilmesi faydalı olabilmektedir. Bir işletmenin finansal tablolarını baz alarak yapılan oranlar ile pazar esaslı oranlar arasında paralellik vardır. Örneğin bir işletme muhasebe verileriyle, endüstri ortalamasına göre daha fazla riskli ve daha düşük karlılıkta görülüyorsa, finansal pazarlarda, bu işletmenin pazar fiyatı daha düşüktür (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010: 126).

Borsa performans oranları da diyebileceğimiz bu oranlar, işletmenin sermayepiyasasındaki yerini göstermeye yaramaktadır. Bu oranları hesaplamak için işletmenin finansal tabloları dışında bilgilere ihtiyaç duyulmaktadır. Literatürde en çok geçen iki piyasa değeri oranı ise fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranlarıdır.

Fiyat/kazanç oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kâra oranlanmasıyla elde edilmektedir.

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kar}}$$

eşitliğinden de görülebileceği üzere, hisse senedinin piyasa fiyatının, aynı hisse senedinin sağladığı kazancın kaç katı olduğunu göstermektedir. Kısacası, “1” birimlik kazanç karşılığı, yatırımcıların ödemeye razı olduğu fiyatı ifade etmektedir (Horasan, 2009: 182).

Fiyat/kazanç oranı yatırımcılar açısından kolay yorumlanabilecek bir gösterge olmasına karşın, tek başına

düşünülmesi hatalı kararlar almaya sebep olabilmektedir. Ayrıca, bu oran yorumlanırken ilgili hisse senedinin yer aldığı ülkenin sektör ortalamaları da göz önüne alınmalıdır. Fiyat/kazanç oranı, bazı ülkelerde düşük değerler almayken bazı ülkelerde ise yüksek değerler almaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 50-51).

Bir diğer piyasa değeri oranı olan piyasa değeri/defter değeri oranı ise işletmenin piyasa değerinin, öz sermayesinin kaç katı olduğunu göstermekte olup istenen 1’den büyük olmasıdır ve bu oran:

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

eşitliği ile hesaplanmaktadır.

Genellikle bir işletmenin verim oranı artıktıkça bu oran da artar. Bu karşılaştırmalarda işletmeler tarafından kullanılan muhasebe uygulamalarına ve değerlendirme yöntemlerine dikkat edilmelidir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri: ‘İşletmenin asıl amacı nedir’ sorusunun cevabı uzun yıllar boyunca kârı maksimize etmek olarak kabul edilmiş ve kârın artırılması başarı göstergesi olarak görülmüştür. Fakat kârı maksimize etme amacı özellikle 1970’lerden itibaren yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. Bugünkü anlamıyla gerçek finansal performansı bulma yolculuğu; 1950’lerin sonunda Nobel ödüllü finansal ekonomistler Modigliani ve Miller’in, Markowitz’in Modern Portföy Kuramı’nı tamamlayan ve işletmenin değer kaynağı olarak nakit akışlarını ön plana çıkardıkları ve değer bir ölçüsü olarak Net Bugünkü Değer tekniğini tanımlamaları ile başlamıştır. Daha sonraki yıllarda ise temsilcilik maliyetlerine ilişkin çalışmalar, mevcut yönetim yaklaşımlarının işletme ortakları ile yöneticiler arasında çıkar çatışmasına neden olduğunu ve yeni finansal performans değerlendirme tekniklerine ihtiyaç duyulduğunu ortaya koymuştur. Bu alanda yapılan çalışmalarla birlikte işletme amacının kârı maksimize etmek yerine değer odaklı yönetim anlayışı çerçevesinde hissedarların servetini/işletme değerini artırmak olması gerektiğine

odaklanan ve değer yaratımı, değer ölçümü ve değer yönetimi olmak üzere başlıca üç bileşenden oluşan anlayış yerleşmeye başlamıştır (Ertuğrul, 2009: 20). Kârı maksimize etme amacına getirilen eleştirilerin temelinde sadece kâra odaklanan, sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini, nakit akışlarını ve tek başlarına değer yaratımını dikkate almayan muhasebe bazlı finansal performans göstergelerinin taşıdığı eksiklikler yatmaktadır (Yede ve Longbo, 2010: 711; Sharma ve Kumar, 2012: 805). Muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri kolaylıkla manipüle edilebilmekte ve paydaşlar arasında özellikle de yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına yol açabilmektedir. İlgili nedenlerden dolayı; bu göstergeler esas alınarak yapılan tercihler, değer aşındırmasına neden olabilecektir (Ertuğrul, 2009: 43). Günümüzde sermaye piyasası faaliyetlerinin her geçen gün yoğunlaşması, finansal piyasaların uluslararası hale gelmesi, sermaye hareketlerinin artması ve yöneticilerin daha rekabetçi iş ortamlarında karar almak zorunda kalmaları; işletme kaynaklarının etkin kullanılmasının önemini artırmakta, halen yoğun olarak kullanılan ve işletme değerine ilişkin sorulara cevap veremeyen muhasebe bazlı finansal performans göstergelerinin sorgulanmasına neden olmakta ve değer artırılmasını amaçlayan uygulamaların yaygınlaşmasını sağlamaktadır (Yılığör, 2005: 226).

İşletmeye yatırım yapan yatırımcılar, bu yatırımlarının karşılığında yaratılan değer olarak da ifade edilen getiri elde etmeyi beklerler. İşletme faaliyetleri sonucunda değer yaratılması, işletme ortaklarının özkaynak değerlerinin artması anlamına gelir. İşletme değerinin artması değer yaratımına bağlıdır ve işletme değeri temelde üç şekilde artırılabilir: büyüme fırsatlarını ortadan kaldırmadan ve işletme riskini artırmadan varlıklardan daha yüksek nakit girişleri elde etmek, varlıkların riskini artırmadan yüksek getirili projeleri tercih etmek ve büyümeden vazgeçmeden sermaye maliyetini azaltmak. İşletme değeri bağlamında işletme faaliyet sonuçlarının, içsel finansal performansın değerlendirilmesi ve işletmeye yatırım yapanların servetlerinin ne kadar arttığının tespit edilebilmesi için bir dönem

içinde yaratılan değerin gerçeğe uygun bir şekilde ve eksiksiz olarak hesaplanması gerekir. Belirli bir dönemde yaratılan veya gelecekte yaratılması beklenen katma değerlere odaklanan değer bazlı finansal performans göstergelerinin bir kısmı sadece muhasebe verilerini kullanmaktayken bir kısmı da muhasebe verilerinin yanında piyasa verilerinden de yararlanmaktadır (Çelik, 2002: 1; Damodaran, 2002: 123). Başlıca değer bazlı finansal performans göstergeleri; ekonomik katma değer, piyasa katma değeri, arındırılmış ekonomik katma değer, yatırımın nakit akış kârlılık oranı, nakit katma değer ve hissedar katma değeridir (Bacidore, Boquist, Milbourn ve Thakor, 1997: 12; Yalçın vd. 2012: 353; Kaviani, Biabani ve Azam, 2012: 11).

2.2.2. Finansal Performans Ölçümü

Finansal olmayan performansla birlikte işletme performansını oluşturan ve ifade eden finansal performans kavramı, tek başına işletme performansını açıklamada yeterli olmadığı yanında günümüzde de performansın başlıca bileşeni olma özelliğini korumaktadır.

İşletmelerin mevcut durumda finansal yapı ve yönetim olarak nerede ve ne durumda olduklarının belirlenmesi ve bu belirlemelere göre ileriye dönük planlı bir finansal yönetimle ilgili kararları alabilmesi için finansal performansını ölçmesi gerekir. Amaçlanan bu ölçme ve değerlendirme faaliyetlerinin yerine getirilmesi için işletmeler farklı hesaplamaların yapılabildiği finansal performans yöntemlerini kullanır (Otley, 2002: 3-4).

2.2.2.1. Muhasebe Bazlı Finansal Performans Göstergeleri

Muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri ağırlıklı olarak bilanço ve gelir tablosu başta olmak üzere finansal tablolardaki kalemlerin birbirine oranlanması ile hesaplanır. İki kalem arasındaki ilişkiyi matematiksel olarak ifade eden oranların hesaplanması, tek başına bir amaç olmamakla beraber asıl amaç finansal analiz aracı niteliğindeki oranların işletmenin amaçları ile bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. İşletme içinde hesaplanan

oranlar işletmenin geçmiş dönemlerine ait oranlarla, genel kabul görmüş oranlarla veya işletmenin içinde bulunduğu sektör için geliştirilen oranlarla karşılaştırılarak değerlendirmelerde bulunulur. Değerlendirmelerde bulunulurken ekonominin genel durumu ve varsa enflasyon da dikkate alınmalıdır. Sektörün standart oranları, sektörde faaliyette bulunan çok sayıda işletmenin finansal oranlarının ortalamasına göre hesaplanmaktadır. Standart oranların hesaplanmasında ele alınan işletmelerin yapısal yönden homojen olmasına ve oranlarında karşılaştırmayı bozacak düzeyde sapmalar olmamasına dikkat edilir. Muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri olarak kullanılan kârlılık oranları ile yapılan analizlerde geçmiş ve hedeflenen kâr oranı arasında farklılık var mı ve rakip işletmelere ve sektör ortalamalarına göre kâr oranı hangi düzeyde gibi sorulara cevap aranır. Varlıkların ve kaynakların defter değerlerini dikkate alan kârlılık oranları işletmenin tüm faaliyetlerinde kârlı çalışıp çalışmadığının, geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesinin ve elde ettiği kârın ölçülü olup olmadığının tespitinde kullanılır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 640,641,642,668). İşletmeler finansal performans göstergesi olarak kullanılan çok sayıda kârlılık oranı alternatifine sahiptir. En yaygın kullanılan göstergeler aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, yatırılan sermayenin kârlılık oranı ve hisse başına kârdır (Damodaran, 2007: 7; Yalçın ve diğ., 2012: 352).

Yatırılan sermayenin kârlılık oranı (YSKO) işletmeye uzun vadeli kaynak sağlayan yatırımcıların ve işletme ortaklarının yatırdıkları sermayenin kârlılığını ortaya koyan bir finansal performans göstergesidir. Faiz yükü taşıyan uzun vadeli borçlara, faiz yükü taşıyan kısa vadeli borçların (kısa vadeli yabancı kaynaklar) eklenmesiyle hesaplanan oran uygulamada yoğun olarak kullanılmaktadır (Desai, Ferri ve Treadwell, 2006: 4; Damodaran, 2007: 10; Bishop, 2009: 2).

$$YSKO = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Faiz Yükü Taşıyan Uzun Vadeli Borçlar} + \text{Özkaynaklar}}$$

Yatırılan sermayenin kârlılık oranı; işletmenin yaptığı yatırımlara tahsis edilen kaynakları dikkate aldığından, yatırımlarda kullanılmayan kasadaki nakit mevcudu yatırılan sermayeden indirilerek de hesaplanabilmektedir (Damodaran, 2007: 44).

Vergi sonrası faaliyet kârı/net satışlar ve net satışlar/yatırılan sermaye oranlarının çarpımıyla da elde edilebilen yatırılan sermayenin kârlılık oranı; belirli bir satış geliri için satışların maliyetinin, araştırma ve geliştirme giderlerinin, pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin ve genel yönetim giderlerinin azaltılması veya belirli bir satış gelirinin daha az sermaye yatırılarak kazanılması ile artırılabilir (Hill ve Jones, 2008: 94).

2.2.2.1.1. Hisse Başına Kâr (EPS-Earnings Per Share)

Hisse başına kâr (HBK), dolaşımda bulunan adi hisse senedi başına işletmenin ürettiği kârı ifade eder. Adi hisse başına kâr, hisse başına kâr (basic EPS) ve sulandırılmış hisse başına kâr (diluted EPS) olmak üzere iki şekilde hesaplanır (Grant Thornton, 2012: 28). Hisse başına kâr, adi hisse senedi sahiplerine atfedilebilir kârın dolaşımdaki hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısına bölünmesi ile hesaplanır. Öncelikli hisse senedi çıkarılmışsa, net kârdan bu hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kâr indirilir (Ernst ve Young, 2012: 4-5).

$$HBK = \frac{\text{Net Kâr} - \text{Öncelikli Hisse Senedi Sahiplerine Dağıtılacak Kâr}}{\text{Dolaşımdaki Adi Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalama Sayısı}}$$

Uluslararası Muhasebe Standartları'na göre hisse başına kârın hesaplanmasında dolaşımdaki adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı bulunurken, dönem içinde nakit karşılığı çıkarılan hisse senetleri ve kasa hisse senedi olarak işletmede muhafaza edilmek üzere hissedarlardan geri satın alınan hisse senetleri sayısı dikkate alınır. Ağırlıklı ortalama hesaplamasında dönem başındaki hisse sayısına dönem boyunca ihraç edilen hisse sayısı eklenirken ve dönem başındaki hisse sayısından dönem boyunca geri satın alınan hisse sayısı çıkarılırken, hisselerin mevcut olduğu gün sayısı (veya ay

sayısı) dönemdeki toplam gün sayısına (veya ay sayısına) bölünür ve bulunan sayı ile hisse sayısı çarpılır.

Bölücü etkiye sahip potansiyel adi hisse senetlerinin varlığı durumunda birim kârı bulmak için kullanılan sulandırılmış hisse başına kâr, adi hisse senedi sahiplerine düşen kâr ve adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısını bölücü etkisi olan potansiyel adi hisse senetlerinin etkilerine göre düzeltir (Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu [TMSK], 2007: 839-840). Potansiyel adi hisse senetleri; hisse senedine dayanan sermaye bazlı ödeme düzenlemelerine bağlı olarak çıkartılacak hisse senetlerini, dönüştürülebilir öncelikli hisse senetlerini, dönüştürülebilir kredileri, hisse senedi alım hakkı tanıyan opsiyonları ifade eden ve hisse senedi alım hakkı veren finansal araçlardır (Grant Thornton, 2012: 28).

2.2.2.1.2. Ekonomik Katma Değer (EVA-Economic Value Added)

Finansal performans göstergesi olarak kullanılan ekonomik katma değer (EKD), işletmelerde değere dayalı yönetim anlayışının en önemli uygulama araçlarından biri olarak kabul edilmektedir. Ekonomik katma değer, işletmedeki tüm karar ve faaliyetlerin değer yaratımına odaklanması gerektiğini ifade eden değere dayalı yönetim anlayışı bağlamında bir bütün olarak işletmede ortaya konulan gerçek değeri belirlemeye yönelik kullanılır (Çelik, 2002: 3). Muhasebe kârlılığı yerine ekonomik kârlılığı ölçen ve işletme hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeye insan kaynaklarına, teşvik sistemlerinden kontrol mekanizmalarına dek uzanan alanlarda kullanılan ekonomik katma değer; hemen hemen tüm işletme kararlarına yön verebilmektedir. Joel Stern ve Bennet Stewart’ın kurduğu Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi adına ticari bir marka olarak 1980’lerde geliştirilen ekonomik katma değer yöntemi, 1990’lı yıllardan itibaren bazı yönleriyle eleştirilse de yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Önal ve Karadeniz, 2004: 144- 145). Ekonomik katma değer finansal tablolarda

raporlanan muhasebe verilerinde birtakım düzeltmeler gerektirdiğinden şu şekilde ifade edilebilir:

$$EKD= \text{Düzeltilmiş Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Düzeltilmiş } Y. \text{ Sermaye} \times AOSM)$$

Ekonomik katma değer hesaplanırken ekonomik kârın doğru olarak hesaplanabilmesi için vergi sonrası faaliyet kârıyla ve yatırılan sermayeyle ilişkilendirilen 164 adet düzeltme söz konusudur. Teoride çok sayıda düzeltme işlemi bulunurken, uygulamada genellikle 5 ile

15 arasında düzeltme tavsiye edilmektedir (Desai ve Ferri, 2006: 6). En sık kullanılan düzeltmeler aşağıdaki gibidir (Ghanbari, 2012: 25; Demirci, 2013: 74):

- **Araştırma ve Geliştirme Giderleri:** Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre araştırma ve geliştirme giderleri aktifleştirilmez ve faydalı ömürleri üzerinden itfa edilmez, gerçekleştiği anda gider yazılır. Araştırma ve geliştirme giderleri sadece ilgili çalışmaların kullanıma ve satışa hazır hale gelebilmesinin mümkün olması, işletmenin varlığı tamamlama isteğinin bulunması, çalışma sonuçlarının kullanılma ve satılma imkânının bulunması ve araştırma ve geliştirme ile sağlanacak katkının çıktılara ilişkisinin makul biçimde belirlenebilmesi şartları sağlandığında aktifleştirilir. Giderlerin aktifleştirilmemesi araştırma ve geliştirmeye yapılan yatırımların daha az görünmesine neden olmakta ve bu alana yapılan yatırımlar dönem içinde dikkate alınmasına rağmen daha sonraki yıllarda fayda sağlandığından maliyet-fayda ilişkisi dönem bazında bozulmaktadır. Bu nedenlerden dolayı ekonomik katma değer hesaplanırken araştırma ve geliştirme giderleri her zaman aktifleştirilme ve belirlenen faydalı ömür boyunca itfa edilir. Dönem sonunda araştırma ve geliştirme giderleri faaliyet kârına eklenirken, itfa payı faaliyet kârından indirilir

ve aktifleştirilen tutar yatırılan sermayeye eklenir (Sevilengül, 2005: 466; Desai ve Ferri, 2006: 6,16,17).

- **Şerefiyeler:** Şerefiye; satın almadan kaynaklanan veya işletme içinde üretilen bir tür maddi olmayan duran varlıktır. Satın alma esnasında ödenen şerefiye, ödenen tutar ve satın alınan varlığın veya işletmenin emsal değeri arasındaki farktır. Şerefiyeler faydalı ömürleri boyunca itfa edilir ve amortisman giderleri dönem gideri olarak raporlanır. Fakat şerefiyenin faydalı ömrü sona erdiğinde kâr artmış görünecek ve artan kâr uzun vadede yanlış kararlar alınmasınaneden olabilecektir. Bu duruma ek olarak şerefiyeler teoride sonsuz ömre ve sabit değere sahip olduğundan, ekonomik katma değer hesaplanırken şerefiyeler varlık olarak bilançoda tutulmakla birlikte itfa edilmez. Dönem sonunda döneme isabet eden itfa payı faaliyet kârına, birikmiş amortismanlar ise yatırılan sermayeye eklenir (De Wet, 2004: 72-73; Krishnamurti, 2009: 231).
- **Yapılmakta Olan Yatırımlar:** Yapılmakta olan yatırımlar genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre aktifte tutulurken, işletme faaliyetlerinde aktif olarak kullanılmadığından ekonomik katma değer hesaplamasında aktiflerden çıkarılır diğer bir ifadeyle dönem sonunda yatırılan sermayeden düşülür (Ghanbari, 2012: 25).
- **Faaliyet Kiralamaları:** Faaliyet kiralaması sözleşmelerinde kiralanan varlığın kiracının mülkiyetine geçmediği kabul edilir ve bu nedenle kiralanan varlık bilançoda gösterilmez ve kiralama işlemi sadece gelir tablosunu etkiler. Ekonomik katma değer hesaplanmasında faaliyet kiralaması da finansal kiralama gibi değerlendirilir ve yatırılan sermayenin bir parçası kabul edilirken kiralanan varlık aktifte gösterilir ve amortisman ayrılır. Kira ödemelerinin bugünkü değeri

yatırılan sermayeye, kiralamaya ilişkin faiz gideri de faaliyet kârına eklenir (Pinto, Henry, Robinson ve Stowe, 2010: 214)

- **LIFO:** Ekonomik katma değer hesaplanırken FIFO (First in First Out) stok değerlendirme yöntemi kullanılır. FIFO yönteminde ilk giren stoğun ilk çıktığı varsayıldığından, dönem sonunda stoklar en güncel maliyetleriyle raporlanır. İşletmenin dönem sonu stoklarının maliyeti LIFO (Last in First Out) yönteminden FIFO yöntemine geçildiğinde artar. Aradaki fark dönem sonunda yatırılan sermayeye eklenir, daha sonraki dönemlerde farkta artış meydana gelirse artış tutarı da faaliyet kârına eklenir (Bhabatosh, 2008: 478; Hitchner, 2011: 1090).
- **Ertelenmiş Vergiler:** Ertelenmiş vergi, vergi mevzuatı bağlamında vergiye tabi kâr (mali kâr) esas alınarak hesaplanan vergi tutarı ile muhasebe ilkeleri doğrultusunda muhasebe kârı (ticari) esas alınarak hesaplanan vergi tutarı arasındaki farktır (Özkan, 2009: 98; Göğüş, 2010: 1). Ekonomik katma değer hesaplanırken ertelenmiş vergiler yatırılan sermayeye eklenir, daha sonraki dönemlerde ertelenmiş vergi tutarında artış olursa artış tutarı da faaliyet kârına eklenir (Evans, 1999: 11-12).
- **Banka Kredilerinin Maliyeti:** Kısa veya uzun vadeli borç niteliğindeki banka kredileri genellikle düz/normal krediler ve özel/koşullu krediler olarak ikiye ayrılır. Düz krediler işletmelerin bankalardan sağladıkları ve geri ödenmesine ilişkin özel koşullar taşımayan standart kredilerdir. Bu kredilerin maliyeti [vergi öncesi maliyet x (1 - vergi oranı)] şeklinde hesaplanır. Örneğin işletmenin bankadan sağladığı %50 faizli, 1 yıl vadeli 800 TL kredinin maliyeti %50'dir fakat bu maliyet vergiden önceki maliyettir. Eğer işletmenin vergi oranı $t = 0.30$ ise kredinin vergi sonrası maliyeti $50 \times$

$(1 - \%30) = \%35$ ’tir ve bu maliyet AOSM hesaplanırken dikkate alınacak net maliyettir.

- **Tahvillerin Maliyeti:** İşletmeler tahvil ihraç etmek yoluyla da borçlanabilmektedir. Tahviller vadesi olan veya olmayan ve dönemsel sabit faiz yükü getiren bir tür menkul kıymettir (Kocaman, 2004: 88). Tahvillerin vergi sonrası maliyetleri hesaplanırken nominal değerden satılıp satılmadığı dikkate alınır. Nominal değerden satılan tahvillerin vergi öncesi maliyeti kupon oranıdır. Vergi sonrası maliyet ise [vergi öncesi maliyet x (1 - vergi oranı)] şeklinde hesaplanır. Nominal değerden farklı bir değerde satılan tahvillerin maliyeti, tahvillere ilişkin nakit akışlarının iç verim oranına eşittir (Göker, 1996: 216-217).
- **Öncelikli Hisse Senetlerinin Maliyeti:** Öncelikli hisse senetleri taşıdığı özellikler açısından tahviller ve adi hisse senetleri arasında yer alan karma bir menkul kıymet çeşididir. Dönemsel sabit ödeme gerektirmesi ve işletmenin iflası halinde adi hisse senedi sahiplerine göre işletme varlığı üzerinde öncelikli hak sağlaması açısından tahvile benzeyen öncelikli hisse senetleri, işletme kâr dağıtmadıkça kâr payı niteliğinde ödeme sağlayamaması ve vadesi olmaması noktalarında ise adi hisse senetleriyle kesişir. Öncelikli hisse senedinin maliyeti, ödeneceği belirlenmiş dönemsel kâr payı tutarının satış fiyatına bölünmesi ile bulunur. Buradan elde edilen oran, her türlü kâr payı ödemesi vergiden sonraki net kârdan dağıtılması nedeniyle işletmelerin bu ödemeler üzerinden vergi tasarrufu sağlamaları mümkün olmadığından, vergi sonrası maliyeti ifade eder (Akgüç, 1998: 447-448).

- **Özkaynak Maliyeti:** Özkaynak maliyeti geleneksel yaklaşım ve Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM-Capital Asset Pricing Model) yardımıyla birbirinden çok farklı iki yöntem yardımıyla bulunur. Geleneksel yaklaşım, hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılan Gordon Modelinden yararlanır. Bu yaklaşıma göre özkaynaklar dağıtılmayan kârlar ve adi hisse senetleri olmak üzere iki alt bileşene ayrılarak maliyet hesaplanır. Kâr payı olarak dağıtılmayıp işletmede tutulan dağıtılmayan kârlardan sağlanacak getiri, kârın kâr payı olarak dağıtılması durumunda yatırımların elde edeceği minimum getiriye eşit olmalıdır. Dağıtılmayan kârların maliyeti esasında adi hisse senedi sahiplerinin elde ettikleri getirinin fırsat maliyetidir (Akgüç, 1998: 454).

Değer yaratamayan işletmelerin faaliyetlerini uzun süre sürdüremeyeceği gerçeğinden ve değer yaratımının yeni standart haline gelmeye başladığı günümüz ekonomi dünyasından hareketle işletme, faaliyetlerin ne derece verimli yürütüldüğünü gösteren ekonomik katma değeri çeşitli yollarla artırabilmektedir. Yeni sermaye yatırılmadan vergi sonrası faaliyet kârının artırılması, sermaye maliyetinden daha düşük getiri oranları sağlayan yatırımların yapılmaması ve yüksek getiriye sahip yatırımlara sermaye bağlanması, çalışma sermayesi yönetimi çerçevesinde alacakların, borçların ve stokların etkin yönetimi ekonomik katma değeri artırır. Ekonomik katma değer ayrıca belirli vergi sonrası faaliyet kârı ve yatırılan sermaye için AOSM'nin minimize edilmesiyle de artırılabilir (Ghanbari, 2012: 11). İşletmenin sermaye maliyetinin minimum, piyasa değerinin ise maksimum olmasını sağlayan borç ve özkaynak bileşimi olarak tanımlanabilecek optimal sermaye yapısına ilişkin üzerinde görüş birliğine varılmış bir yaklaşım bulunmamakla beraber sermaye yapısı ve sermaye maliyeti ile ilgili farklı teoriler bulunmaktadır (Sayılğan ve Doğan, 2005: 28).

İşletmelerin optimal sermaye yapısına ilişkin modern teorileri Modigliani-Miller teorisi, temsil maliyetleri teorisi (agency cost theory), finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory), dengeleme teorisi (trade-off theory) ve piyasa zamanlama teorisi (market timing theory) başlıkları altında sınıflandırmak mümkündür (Iqbal, Muneer, Jahanzeb ve Rehman, 2012: 553). Modern finansın kurucuları kabul edilen Modigliani ve Miller 1958 yılında yayımladıkları çalışmalarında sermaye piyasalarının tam rekabet koşulları taşıdığı, vergilerin ve iflas maliyetlerinin olmadığı, işletmelerin risklerine göre gruplandırıldığı ve yatırımcıların nakit akışlarını esas alarak rasyonel yatırımları tercih ettiği varsayımlarının geçerli olduğu etkin bir piyasada sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve işletmenin piyasa değerinin gelecekte sağlanması beklenen nakit akışlarının risk sınıfına göre belirlenen iskonto oranı kullanılarak bulunan bugünkü değerine eşit olduğunu öne sürmüşlerdir. Yine Modigliani ve Miller’a (1958) göre borçlanma düzeyi arttıkça özkaynakların maliyeti de arttığından borç/özkaynak oranı artırılarak sermaye maliyeti düşürülemez ve yapılan yatırımın getiri oranı finanse edildiği kaynaklardan tamamen bağımsızdır. Modigliani ve Miller daha sonra 1963’te yayımladıkları düzeltme makalelerinde vergilerin varlığını ve borçlanma maliyetlerinin sağladığı vergi tasarrufunun piyasa değerini artırabileceğini kabul etmişlerdir. Fakat daha sonraki yıllarda bu görüşler önemli eleştiriler almıştır. Getirilen eleştiriler iflas halinde işletme varlıklarının gerçek değerlerinin altındaki tutarlarda nakde çevrilme olasılığının bulunduğu, sermaye piyasalarının etkin olmaması nedeniyle maliyetlerinin işletme büyüklüğüne göre değişebildiği ve işlem maliyetlerinin arbitraj olanağını sınırladığı üzerinedir (Akgüç, 1998: 498-499). Modigliani-Miller teorisine getirilen eleştiriler daha sonraki yıllarda yeni teorilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu teorilerden ilki olan Jensen ve Meckling’in (1976) ortaya sürdükleri temsil maliyetleri teorisine göre işletmeler yatırım kararları alırken paydaşların çıkar çatışmalarıyla ortaya çıkan temsil maliyetlerini dikkate alırlar ve temsil maliyetlerine

göre alınan kararlar sermaye yapısını ve sermaye maliyetini doğrudan etkiler. Myers'in 1984'te kendi yayımladığı ve yine aynı yıl Majluf ile beraber ortaya koyduğu makalelerde bahsedilen finansal hiyerarşi teorisine göre işletmeler, yöneticilerve diğer çıkar sahipleri arasındaki bilgi asimetrisini en aza indirmek amacıyla finansal hiyerarşi adı verilen stratejiyi ortaya koyarlar. İşletmeler finansal hiyerarşi bağlamında yatırımları ilk önce iç kaynaklarla, daha sonra yabancı kaynaklarla ve en son hisse senedi ihraç ederek finanse eder. Dengeleme teorisine ilişkin Myers'in (1984) görüşü ise optimal sermaye yapısının mevcut olduğunu ve işletmelerin kazançlarını ve maliyetlerini dengeleme amacıyla vergileri, temsil maliyetlerini ve iflas maliyetlerini de dikkate alarak sermaye maliyetini minimize edecek sermaye yapısına ulaşmaya çalıştıklarını ileri sürer. Sermaye yapısına ilişkin en güncel teori 2002'de Baker ve Wurgler'ın açıkladığı piyasa zamanlama teorisidir. Bu teoriye göre işletmeler hisse senetlerinin fiyatı gerçek değerlerini aştığında yeni hisse senedi ihraç eder, fiyatlar gerçek değerin altına düştüğünde ise bir kısım hisse senedini kasa hisse senedi olarak geri satın alır. Teori, işletmenin sermaye maliyetinin geçmişteki ihraç tercihlerinin ortak sonucu olduğunu ve piyasa zamanlama etkisinin düzenli ve sürekli gerçekleştiğini savunur. Modern teorilerin dışında kalan ve klasik görüş olarak kabul edilen geleneksel yaklaşıma göre de ulaşılabilecek bir optimal sermaye yapısı vardır ve işletmenin borçlarının artışı belirli bir noktaya dek sermaye maliyetini azaltıcı etkiye sahiptir fakat sermaye maliyetinin minimum olduğu bu noktadan sonra hem yabancı kaynak hem de özkaynak maliyetinin yükselmesi ile sermaye maliyeti de artmaya başlar (Akgüç, 1998: 491). Modigliani ve Miller'ın yayımladıkları ilk çalışmalarının üstünden geçen yaklaşık 55 yılın ardından piyasaların tam etkinlikle çalışmadığı ve vergilerin, temsil maliyetlerinin, iflas risklerinin ve bilgi asimetrisinin sermaye maliyetini etkilediği finans çevrelerince büyük ölçüde kabul edilmesine rağmen optimal sermaye yapısının olup olmadığı ve teorilerin zayıf ve güçlü yönleri halen tartışılmaya devam

edilmektedir. Bu nedenlerden dolayı optimal sermaye yapısı zaman içinde işletmeden işletmeye değişebilen dinamik bir yapı olarak algılanmalı ve iç ve dış dinamiklere göre sermaye maliyetini minimum noktaya ulaştıracak kaynak bileşimleri oluşturulmaya çalışılmalıdır (Sayılğan ve Doğan, 2005: 28-29).

2.2.2.1.3. Piyasa Katma Değeri (MVA-Market Value Added)

Belirli bir dönemde yaratılan katma değeri açıklayan ekonomik katma değer, gelecek yıllarda finansal performansa ilişkin beklentileri karşılamaktan uzaktır. Piyasa katma değeri (PKD) değer maksimizasyonu boyutunda işletmenin bugün yarattığı ve gelecekte yaratması beklenen değeri en iyi şekilde ortaya koyan finansal performans göstergesi olarak kabul edilmektedir. Piyasa katma değeri işletmenin piyasa değeri ile düzeltilmiş yatırılan sermayesi arasındaki farktır.

$$\text{PKD} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Düzeltilmiş Yatırılan Sermaye}$$

Borçların piyasa değerinin hesaplanması özkaynakların piyasa değerinin hesaplanması kadar kolay ve olanaklı değildir. Tahvil ve finansman bonoları gibi borçların piyasa değerlerinin bulunabilmesi için ilgili borçların piyasada işlem görmesi gerekmektedir fakat gelişmiş ülkelerde bile tüm borçların değerini hesaplamak için gerekli veri setleri mevcut değildir. Bu nedenle borçların piyasa değerinin elde edilemediği durumlarda borçların defter değerleri kullanılabilir (Ertuğrul, 2009: 31).

Piyasa katma değerinin işletmenin piyasa değerinin düzeltilmiş yatırılan sermayeyi aşması durumunda pozitif olması; işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin üzerinde getiri elde edebileceklerine inanan yatırımcıların işletme değerine, düzeltilmiş yatırılan sermayeden daha yüksek değer atfettiklerini gösterir. Piyasa katma değerinin negatif olması durumunda, işletmenin bekledikleri getiri oranını sağlayamayacağını düşünen yatırımcıların olumsuz

beklentileri işletmenin piyasa değerinin düzeltilmiş yatırılan sermayeden düşük kalmasına neden olmaktadır (Alp ve diğ., 2009: 61). Piyasa katma değerinin piyasa değerine bağlı olması bazı sonuçlara neden olur. Halka açık olmayan başka bir ifadeyle hisseleri borsada işlem görmeyen işletmelerin piyasa değerleri tam olarak belirlenmediğinden, piyasa katma değerinin bu işletmelerde kullanımı sınırlıdır. Piyasa katma değeri hisse senedi fiyatlarına bağlı olduğundan içsel performans göstergesi olarak kullanılmaz. Bu nedenle Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi içsel gösterge olarak ekonomik katma değeri, dışsal gösterge olarak da piyasa katma değerini eş zamanlı ortaya koymuştur. Yine piyasa katma değeri piyasa değerine bağlı olarak hesaplandığından ve alt düzeylere ilişkin ayrı ayrı piyasa verisi elde edilemediğinden bu düzeylerde performans yönetimi ve motivasyon aracı olarak kullanılamaz (Ertuğrul, 2009: 32-33).

İşletme, piyasa katma değerini artırmak için belirli bir tutardaki yatırılan sermaye ile daha yüksek piyasa değerine ulaşmak zorunda olduğundan temelde sabit bir yatırılan sermaye karşılığında hisse senedi fiyatının artması paralelinde halka açık piyasa değerinin artması, piyasa katma değerinin de artması anlamına gelir. Fakat işletmenin hisse senedi fiyatının artması tamamen kendi performansına ve iç dinamiklerine bağlı değildir. Hisse senedi fiyatları hem iç hem de dış dinamiklerden yoğun olarak etkilenir. Hisse senedinin fiyatını belirleyen en önemli faktör arz ve talep dengesidir. Devlet politikaları ve düzenlemeleri, ekonominin genel seyri, işletmenin ve bulunduğu sektörün performansı ve işletmeden gelecekte beklenen finansal performans hisse senedi yatırımcılarının birincil ve ikincil piyasalardaki davranışlarını etkiler (Oseni, 2009: 2-3). Literatürde hisse senetlerinin fiyatını belirleyen birçok çalışma olmakla beraber son yıllarda bu alanda yapılan çalışmalar daha çok işletmelerin iç dinamikleri ile hisse senedi fiyatları ilişkisine yoğunlaşmıştır. Mondal ve Imran'ın (2011) Dakka Borsası'na ilişkin yaptıkları çalışmada hisse senedi fiyatı ile hisse başına kâr arasında

anlamalı pozitif ilişkiye ulaşılmıştır. Uwuigbe, Olusegun ve Godswill (2012) Nijerya Borsası’na kayıtlı 30 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında aktif kârlılık oranının ve kâr payı dağıtım oranının hisse senedi fiyatlarına pozitif, kaldıraç oranının ise negatif katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Gill, Biger ve Mathur (2012) 2009-2011 döneminde New York Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı 333 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında ise hisse senedinin defter değerinin, hisse başına kârın ve yatırımcıların işletmeden beklentilerinin bir göstergesi olan fiyat/kazanç oranının¹⁸; hisse senedi fiyatını pozitif olarak etkilediğini bulmuşlardır. Malik, Qureshi ve Azeem (2012) Karaçi Borsası’nda işlem gören 52 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında hisse senedinin defter değerinin ve hisse başına kârın hisse senedi fiyatlarındaki değişimi güçlü bir şekilde açıkladığı modeller kurmuş ve hisse senedi fiyatının her iki değişimdeki artışa paralel olarak arttığını ortaya koymuşlardır. Nirmala, Sanju ve Ramachandran (2011) ise 2000-2009 yıllarını arasında Hindistan Borsası’ndaki 37 işletmeyi konu aldıkları çalışmalarında kâr paylarının, aktif kârlılık oranının, fiyat/kazanç oranının ve kaldıraç oranının hisse senedi fiyatını belirleyen başlıca açıklayıcı değişkenler olduğunu ve kaldıraç oranı dışındaki değişkenlerin hisse senedi fiyatına pozitif katkı sağladığını göstermişlerdir. Konu ile ilgili yapılan çalışmalar bağlamında işletmelerin kâr ürettikleri ve bu kârın bir kısmını ortaklarına dağıttıkları sürece piyasa değerlerini artıracakları ve bu artışın belirli yatırılan sermaye düzeyi için piyasa katma değerini de artıracığı söylenebilir (Demirci, 2013: 94).

2.2.2.1.4. Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA- Refined Economic Value Added)

Arındırılmış ekonomik katma değer (AEKD), ekonomik katma değerden farklı olarak dönem başı düzeltilmiş yatırılan sermaye yerine dönem başı işletmenin piyasa değerini dikkate alır. Arındırılmış ekonomik katma değer, dönem sonu düzeltilmiş vergi sonrası faaliyet

kârındandönem başı piyasa değeri düşülerek hesaplanır (Bacidore ve diğ., 1997: 15).

$$AEKD = \text{Düzeltilmiş Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Piyasa Değeri} \times AOSM)$$

Arındırılmış ekonomik katma değer, ekonomik katma değerden oldukça farklı sonuçlar verebilmektedir. Örneğin borcu bulunmayan ve varlıklarının tamamını özkaynaklarla finanse eden X işletmesinin bir hisse senedinin defter değeri 40 TL, dolaşımdaki hisse senedi sayısı 100'dür ve hisseleri dönem başında 50 TL'den işlem görmektedir. Yatırımcılar ilgili yılda %10 oranında getiri beklemektedirler ve piyasa aktörlerinin beklentisi de bu yöndedir. İşletmenin dönem sonunda 450 TL düzeltilmiş vergi sonrası faaliyet kârı elde edeceği varsayımıyla işletmenin ekonomik katma değeri $450 - (\%10 \times 4.000) = 50$ TL olarak hesaplanırken, arındırılmış ekonomik katma değeri ise $450 - (\%10 \times 5.000) = -50$ TL olarak hesaplanır. Ekonomik katma değer hesabına göre işletme değer yaratırken, arındırılmış ekonomik katma değer hesabına göre de faaliyetleri sonucu ortakların mevcut servetini azaltmaktadır. Kuşkusuz işletme finansal performansını hangi açıdan ortaya koymak istiyorsa, farklı sonuçlar veren ve farklı yorumlamalar ve tedbirlere neden olabilecek farklı finansal performans göstergeleri kullanabilecektir (Bacidore ve diğ., 1997: 15). Bununla birlikte arındırılmış ekonomik katma değer özelliikle üst yönetimin amaçları için daha kullanışlı olduğu kabul edilmektedir (Çelik ve Aslanertik, 2011: 71).

2.2.2.1.5. Yatırımın Nakit Akış Kârlılık Oranı (CFROI- Cash Flow Return On Investment)

İlk olarak HOLT Value Associates Danışmanlık Şirketi tarafından kullanılan ve getiri oranı olmasına rağmen değer bazlı finansal performans göstergesi olarak sınıflandırılan yatırımın nakit akış kârlılık oranı (YNAKO), reel nakit akışlarını reel yatırım tutarı ile karşılaştırır (Friedl ve Kettenring, 2009: 2). Yatırımın nakit akış kârlılık oranı hesaplanırken brüt yatırımlar, varlıklardan kaynaklanan

brüt nakit girişleri, amortismanına tabi varlıkların beklenen faydalı ömürleri ve amortize edilmeyen varlıkların beklenen artık değerleri dikkate alınır. Varlıkların birikmiş amortismanlarının net defter değerlerine eklenmesiyle ve elde edilen tutara ilişkin enflasyon düzeltmelerinin yapılması ile bulunan brüt yatırımların tutarı cari fiyatlarla ifade edilir. Brüt yatırımlara ilişkin yapılan enflasyon düzeltmesi ile varlıkların tarihi maliyetlerinin reel olarak korunması sağlanır. Brüt nakit girişleri bulunurken de vergi sonrası faaliyet kârına nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman benzeri giderler eklenir. Hesaplama da varlıklardan elde edilen nakit girişlerinin reel olduğu ve zaman içinde artmayacağı kabul edilir (Damodaran, 2002: 23,25). Oran bulunurken reel nakit çıkışları ve reel nakit girişleri kullanıldığından, ilgili oran enflasyondan arındırılmış reel ağırlıklı ortalamasermaye maliyeti ile karşılaştırılır ve reel sermaye maliyetini aştığı sürece işletme değeryaratıyor şeklinde yorumlanır. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı; gelecekteki brüt nakit girişlerini, cari fiyatlarla ifade edilen brüt yatırım tutarına indirgeyen iç verim oranıdır (Çelik ve Arslanertik, 2011: 75).

2.2.2.1.6. Nakit Katma Değer (CVA-Cash Value Added)

Boston Consulting Group Danışmanlık Şirketi tarafından geliştirilen nakit katma değer(NKD); ekonomik katma değer ve piyasa katma değerinden farklı olarak nakit akışlarını ve yatırılan sermayenin yerine de brüt yatırımları dikkate alır. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı ile aynı mantığa göre hesaplanan nakit katma değer, ilgili orandan farklı olarak yaratılan katma değeri ifade eder (Kaviani vd. 2012: 13). Nakit katma değer şu şekilde hesaplanır (Friedl ve Kettenring, 2009: 8):

$$\text{NKD} = \text{Reel Nakit Girişleri} - \text{Ekonomik Amortisman} - (\text{Brüt Yatırımlar} \times \text{AOSM})$$

Nakit katma değer amortisman yaklaşımlarından ve enflasyondan etkilenmemesi ve muhasebe verilerinde düzeltme gerektirmemesi nedenlerinden dolayı ekonomik katma değere ve piyasa katma değerine göre üstünlük sağlamakla birlikte hem hesaplanışının göreceli zor olması ve geleceğe yönelik yatırımcı beklentilerini karşılayamaması hem de nakit akışlarının reel değerinin zaman içinde değişmeyeceği varsayımı, nakit katma değeri bir finansal performans göstergesi olarak kullanımını maliyetli ve uygulamasını tartışmalı hale getirmektedir. Aynı eleştiriler yatırımın nakit akış kârlılık oranı için de geçerlidir (Olivier, 2011: 35-36).

2.2.2.1.7. Hissedar Katma Değeri (SVA-Shareholder Value Added)

Hissedar katma değeri (HKD) 1980'lerde Alfred Rappaport tarafından geliştirilen ve hissedarların işletmedeki haklarının değerini ortaya koyan bir finansal performans göstergesidir. Hissedar katma değeri yaklaşımına göre yedi tane değer yaratıcı unsur bulunmaktadır orandır (Çelik ve Arslanertik, 2011: 77):

- Satışların yıllık büyüme hızı
- Faaliyet kâr marjı
- Nakit vergi oranı
- Sabit varlık yatırım oranı
- Çalışma sermayesi yatırım oranı
- Planlama dönemi
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Hissedar katma değeri; gelecekte beklenen serbest nakit girişlerinin, iskonto oranı olarak uygun sermaye maliyeti başka bir ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bulunan bugünkü değerine menkul kıymetlere yapılan yatırımın eklenmesiyle bulunan tutardan borçların çıkarılması ile hesaplanır.

HKD= Serbest Nakit Girişlerinin Bugünkü Değeri+ *Menkul kıymetler – Borçlar*

2.2.2.2. Piyasa Bazlı Finansal Performans Göstergeleri

Hisseleri borsada işlem gören işletmelerde hesaplanabilen ve kullanılan piyasa bazlı finansal performans göstergeleri, birçok finansal performans göstergesinden farklı olarak kâra ilişkin veriler yerine işletmenin piyasa değeri verilerine odaklanır. Bu göstergeler piyasa değerine odaklanmakla beraber piyasa değeri ile karşılaştırılabilir diğer verileri de kullandığından dolayı sadece piyasa değeri ve fiyat değişimleri esas alınarak yapılan analizleritamamlar. Finansal performans analizlerinde sıklıkla kullanılan muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri işletmenin geçmiş ve mevcut performansı hakkında bilgi vermekteyken, piyasa bazlı finansal performans göstergeleri ise işletme içi ve işletme dışı etkenleri göz önünde bulundurarak mevcut durumun açıklanmasına ve gelecek dönemlerde finansal performansa ilişkin beklentilerin değerlendirilmesine yardımcı olur. Piyasa değeri/defter değeri oranı ve Tobin’s q en çok kullanılan piyasa bazlı finansal performans göstergeleridir (Canbaş vd. 2005: 26).

2.2.2.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Market to Book Ratio)

Piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD), adi hisse senedinin piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanır. Öncelikli hisse senedine sahip olmayan bir işletmenin adi hisse senedinin defter değeri; özkaynaklarının defter değerinin, dolaşımdaki adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısına bölünmesi ile bulunur. Piyasa değeri/defter değeri oranı, bir işletmenin sabit bir oranda büyüyeceği varsayımından hareket edilerek de ortaya konabilmektedir.

Teorik olarak yüksek finansal riskli ve özkaynak kârlılık oranı düşük olan işletmelerin düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip olması ve düşük finansal riskli ve özkaynak kârlılık oranı yüksek

işletmelerin ise yüksek piyasa değeri/defter değerine sahip olmaları beklenir. Bununla birlikte düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip her işletme, yüksek riske ve düşük özkaynak kârlılık oranına sahip değildir. Düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip fakat yüksek özkaynak kârlılık oranlarıyla ve düşük riskle faaliyet gösteren işletmeler düşük değerli (undervalued), yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip fakat düşük özkaynak kârlılık oranlarıyla ve yüksek riskle faaliyetlerini sürdüren işletmeler ise aşırı değerli (overvalued) olarak nitelendirilir. Hisse senetlerinin sağladığı getirileri dikkate alan birçok analiz; düşük değerli hisselerin, yüksek değerli hisselerden daha yüksek getiri sağladığını göstermiştir. Dünyanın sayılı borsalarından New York Menkul Kıymetler Borsası'nı (NYSE-New York Stock Exchange) konu alan analizde düşük değerli ve aşırı değerli hisselerden oluşan iki farklı portföyün oluşturulması ve bu portföylerin 1982-1991 yıllarını kapsayan dönemde sağladıkları ortalama getirilerin karşılaştırılması sonucunda, düşük değerli portföyün 9 yıllık dönemde hem aşırı değerli portföyün getirisinden hem de borsanın getirisinden daha yüksek getiri sağladığı görülmüştür (Damodaran, 2004: 112,120,121,122). Piyasa değeri/defter değeri oranı hesaplanması ve yorumlanması kolay bir gösterge olmasına rağmen geleneksel muhasebenin entelektüel sermayenin raporlanması noktasında yetersiz kalması; sermaye yoğun olmayan, daha çok entelektüel sermaye ile faaliyet gösteren teknoloji yoğun işletmelerde anlamını kaybeder ve doğru sonuçlar vermez.

2.2.2.2.2. Tobin's Q

Hisseleri borsada işlem gören işletmelerin finansal performanslarını ölçmek için kullanılan göstergelerden biri de Tobin's q'dur. James Tobin'in (1969) çalışmasında q olarak adlandırılması nedeniyle Tobin's q şeklinde kullanılan oranın teorisinden ilk olarak, ilgili çalışmadan bir yıl önce Tobin ve Brainard (1968) tarafından bahsedilmiştir. Tobin ve Brainard'a göre yatırımların piyasa değerinin yatırımların yenileme maliyetleri ile karşılaştırılması, yeni yatırım kararlarının alınmasında etkili olan başlıca faktördür.

Tobin kendi çalışmasında ise yatırım oranının, ek yatırımların piyasa değerinin bu yeni yatırımların yenileme maliyetlerine oranlanması ile bulunan q oranının bir fonksiyonu olduğunu ifade etmiştir. Bu oran marjinal q olarak adlandırılmakla birlikte hesaplanması zor olduğundan uygulamada ortalama q olarak bilinen oran daha sık kullanılmaktadır (Hayashi, 1982: 214; Ang ve Beck, 2000: 28). Ortalama q aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Wolfe ve Sauaia, 2003: 156):

$$q = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Yenileme Maliyeti}}$$

2.2.3. Performansın Alt Boyutu Olarak Finansal Performans

Rekabet düzeyinin arttığı, dış kaynaklı değişimlerin sürekli hale geldiği, üretim yöntemlerinde hızlı değişimlerin yaşandığı ve bilginin ekonomileri yönlendiren temel unsur konumuna geldiği günümüz ekonomilerinde işletmelerin faaliyetlerini etkin bir şekilde sürdürebilmeleri için performanslarını tüm boyutlarıyla ölçmeleri ve yönetmeleri gerekmektedir. İşletmelerin başarılı olabilmeleri, bugünkü performanslarını yönetmelerinin yanında uzun vadeli bakış açılarıyla ve stratejilere uyum gösterecek şekilde gelecekteki performanslarını da yönlendirmelerine bağlıdır. Ancak sadece, ağırlıklı olarak geçmiş işletme verilerine dayanan, kısa vadeli sonuçlara odaklanan ve işletmenin tüm kademelerinin faaliyetlerini ortaya koyamayan finansal performans göstergelerini kullanan performans yönetim sistemleri; yönetimin geleceği yönetme fonksiyonunu yerine getirmesinde yetersiz kalmaktadır. Ayrıca günümüzde işletme performansı çok boyutlu bir yapı haline geldiğinden bu yapıda sadece ortakların çıkarlarının ve beklentilerinin karşılanması ötesinde çalışanların ve müşterilerin de memnuniyeti sağlanmalıdır. Finansal performans göstergelerinin işletmelerin yönetim ihtiyaçlarını karşılayamaması, finansal olmayan performans göstergelerinin de kullanılmasının önünü açmış ve hem finansal hem de finansal olmayan performans göstergelerini bir arada kullanan

yönetim yaklaşımlarının geliştirilmesinisahlamıştır (Moers, 2000: 2; Ağca ve Tunçer, 2006: 191; Güner, 2008: 249; Yıldız, Karagözve Mesci, 2010: 2). Performansı sadece finansal performansa endekslemeyen, gelecek dönemlerdeki performansı etkilediği kabul edilen finansal olmayan performansı da dikkate alan ve finansal performansı performansın bir alt boyutu olarak kabul eden yaklaşımlar yeni olmamakla beraber kökenleri 1950'lere dek gitmektedir. Bu yıllarda kısa vadeli kârlılık, pazar payı, verimlilik, ürün liderliği, personel gelişimi, çalışan davranışları, sosyal sorumluluk, kısa vadeli amaçlar ve uzun vadeli hedefler arasındaki denge gibi göstergeler kullanan General Electric şirketi, finansal ve finansal olmayan göstergeleri birlikte değerlendiren ilk işletmelerden biri olmuştur. Bu alanda Lynch-Cross performans piramidi (the performance pyramid), performans prizması (the performance prism), dengeli sonuç kartı (the balanced scorecard) gibi birçok model geliştirilmiş olmakla beraber günümüzde en çok bilinen ve kullanılan yaklaşım, dengeli sonuç kartı yaklaşımıdır (Otley, 2002: 17).

Dengeli sonuç kartı, 1990'larda Robert S. Kaplan ve David P. Norton tarafından geliştirilen ve günümüzde dünya genelinde binlerce işletme tarafında uygulanan kurumsal performans ölçüm ve yönetim sistemidir (CIMA, 2005: 3; Kaplan, 2010: 3). Dengeli sonuç kartı; kısa vadeli ve uzun vadeli hedefler, finansal göstergeler ve finansal olmayan göstergeler, geçmişe ait ve geleceğe dair veriler, içsel ve dışsal bakış açıları arasında denge kurmaya çalışan çok boyutlu bir yaklaşımdır (Bhabatosh, 2008: 479). Bu yaklaşım; gerçekleşen faaliyet sonuçlarını ortaya koyan finansal göstergeleri, gelecekteki finansal performansı belirleyen müşteri memnuniyeti, iç süreçler, öğrenme ve gelişime ilişkin finansal olmayan göstergeler ile bütünleştirir. Bu paralelde dengeli sonuç kartı; müşteri boyutu, iç süreçler boyutu, öğrenme ve gelişme boyutu ve finansal boyut olmak üzere dört boyuttan oluşur (Kaplan ve Norton, 1992: 71-72).

Dengeli sonuç kartı, finansal ve finansal olmayan göstergelerin bir araya getirilmesinden daha fazlasını ifade eder. Dengeli sonuç kartı; işletmenin stratejisinin uzun vadeli stratejik hedefleri tanımlayan

ve bu hedeflerin hangi düzeyde gerçekleştirildiğini denetleyen ve stratejiyle bağlantılı belirli sayıda uygun göstergelere dönüştürülmesidir. Dengeli sonuç kartı modeli, vizyon ve stratejiyi kontrol edilmesi gereken değil, organizasyonun performans göstergeleri yardımıyla ulaşması gereken unsurlar olarak tanımlar. Model ayrıca dört boyutun da birbirleriyle neden-sonuç ilişkisi içerisinde olduğunu da ifade eder. Buna göre öğrenme ve gelişme boyutunda çalışanlarını düzenli bir şekilde eğiten bir işletme, iç süreçler boyutunda süreç kalitesini yakaladıktan sonra müşteri boyutunda müşteri bağlılığını sağlayıp finansal boyutta yatırılan sermayenin kârlılık oranını artırabilir (Kaplan ve Norton, 1992: 79). Dengeli sonuç kartı yaklaşımını geliştiren Kaplan ve Norton'a (1992) göre, bu yönetim yaklaşımının başarısı büyük ölçüde strateji odaklı bir organizasyon yapısına bağlıdır.

Örnek bir dengeli sonuç kartı aşağıdaki gibidir (Kaplan ve Norton, 1992: 76):

Tablo 2.1. Dengeli Sonuç Kartı Örneği

Finansal Boyut		Müşteri Boyutu	
Amaçlar	Göstergeler	Amaçlar	Göstergeler
Hayatta Kalma	Nakit Akışları	Yeni Ürünler	Yeni Ürün Satışının Toplam Satışlar İçindeki Payı
Gelişme	Satışların Artış Oranı	Esnek Arz	Tam Zamanlı Dağıtım
Büyüme	Pazar Payı ve Özk. Kârlılık Oranı	Öncelikli Tedarikçi	Kilit Müşteri Sayısı
İç Süreçler Boyutu		Öğrenme ve Gelişme Boyutu	
Teknolojik Kapasite	Rekabet Gücü	Teknoloji Liderliği	Yeni Nesil Üretimi
Dizayn Verimliliği	Mühendislik Etkinliği	Üretim geliştirme	Süreç Zamanı
Üretim Üstünlüğü	Birim Maliyet	Piyasa Zamanlaması	Yeni Ürün vs. Rekabet

Kaynak: (Demirci, 2013: 107)

Dengeli sonuç kartı yaklaşımı, performansı etkileyen birçok alanda işletmeye katkı sağlayabilmektedir. İşletmenin stratejileri ve performans göstergeleri arasında doğrudan bağ kuran bu çok boyutlu yönetim yaklaşımı, performans göstergelerini stratejilerin uygulanma sürecinin takip ve kontrol edilmesinde kullanır. İçerdiği dört boyutu da işletmenin paydaşlarıyla ilişkilendiren model, geleceğe ilişkin soruların yanıtlarını bulmaya çalışır ve gelecek dönemlerde hedeflenen performansa ulaşmak için gerekli önlemlerin alınmasını sağlar. Finansal ve finansal olmayan performans göstergelerini dengeli bir şekilde dikkate alan dengeli sonuç kartı modeli, dışsal performansı dikkate almadan sadece içsel performansa odaklanması yönünden eleştirilmekle birlikte işletme organizasyonuna sağladığı avantajlara ek olarak uygulanmasındaki esneklik ve değişen şartlar karşısında kolay adapte edilebilirliği sayesinde günümüzde hem özel sektörde hem de kamu sektöründe her geçen gün daha fazla tercih edilmektedir (Otley, 2002: 17-18; Wu, 2009: 29).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE FİNANSAL PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER: KONAKLAMA İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. İlgili Literatür Araştırması

İşletmelerin en temel amaçlarından biri varlığını devam ettirmek ve kar elde etmektir. Bu amaçların gerçekleşmesi için sermaye yapısının güçlü ve etkin kullanılması gerekmektedir. Bir işletmenin sermayesini ne ölçüde etkin ve verimli kullandığını belirlemede finansal performans göstergeleri etkili olmaktadır. Bu göstergeleri belirleyen faktörlere yönelik, alan yazında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler elde eden ve özellikle işletmelere yönelik faktörlere yoğunlaşan birçok mikro ekonometrik çalışma varken, özelde hisseleri borsada işlem gören konaklama işletmelerinin finansal performansını belirlemeye yönelik çalışma sayısına az rastlanılmıştır. Bu konuya ilişkin daha çok işletme hisselerinin borsada işlem görüp görmemelerine bakılmaksızın yapılan çalışmalar ve hisseleri borsada işlem gören konaklama işletmeleri olarak sınıflandırmadan genel olarak inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Bu konu ile ilgili yapılan istatistiksel analizlerin çoğunlukla panel veri analiziyle yapılmakla beraber işletmelerin finansal performansını belirlemek için nicel bağımlı ve bağımsız veriler kullanılmıştır.

3.1.1. İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar

Hindistan'daki 1.020 işletmenin verilerini çoklu regresyon modeli analizinde kullanan Majumdar (1997) bu çalışmasında;

işletmenin finansal performans göstergesi olarak seçtiği satışların kârlılık oranı ve toplam satış tutarı ile ifade edilen işletme büyüklüğü ile pazarlama giderleri arasında pozitif; satışların kârlılık oranı ile işletmenin yaşı ve borç/özkaynak oranı arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Deloof (2003); 1992-1996 döneminde mali olmayan 1.009 büyük işletmeye ait verileri ve yöntem olarak panel veri analizini kullandığı çalışmasında finansal performans göstergesi olarak kullandığı brüt satış kârı ile alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve kaldıraç oranı arasında negatif; brüt satış kârı ile toplam satışlarıyla gösterilen işletme büyüklüğü ve satışların büyüme oranı arasında pozitif yönde ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Serrasqueiro (2009); 1999-2003 yıllarında Portekiz’de faaliyet gösteren 162 büyük işletmenin büyüme ve kârlılık dinamiklerini panel veri analizi kullanarak incelediği çalışmasında bağımlı değişken aktif kârlılık oranı ile bir dönem gecikmeli değeri, toplam satışlarla ifade edilen işletmenin büyüklüğü ve satışların büyüme oranı arasında pozitif; aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişkiye ulaşmıştır.

3.1.2. Hisseleri Borsada İşlem Gören İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar

Hansen ve Wernerfelt (1989), Fortune 1.000 listesinde bulunan ve hisseleri borsada işlem gören 60 işletmenin verilerini kullanarak işletmelerde finansal performansı belirleyen faktörlerin neler olduğunu tespit etmeye çalışmış ve bu amaçla farklı açıklayıcı değişkenlerden yararlanarak ekonomik, organizasyonel ve bu iki modeldeki değişkenlerin yer aldığı birleşik model olmak üzere üç farklı anlamlı model kurmuşlardır. Birleşik modelde bağımlı değişken aktif kârlılık oranı ile sektör kârlılığı (pozitif), işletmenin pazar payı (pozitif), toplam varlıklarla belirtilen işletme büyüklüğü (negatif) ve

insan kaynaklarına verilen önem düzeyi (pozitif) arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken; aktif kârlılık oranı ve hedef başarımına verilen önem düzeyi arasında anlamlı bir istatistiksel ilişkiye ulaşılamamıştır.

Kakani, Saha ve Reddy (2001); hisseleri Hindistan'ın ulusal borsasında ve Bombay Borsası'nda işlem gören 566 büyük işletmeye ait verileri kullandıkları çalışmalarında, finansal performansı belirleyen faktörleri araştırmak amacıyla dokuz farklı finansal performans göstergesini 1992-1996 ve 1996-2000 dönemlerinde bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. 1996-2000 dönemi verilerinin ve bu çalışmada aktif kârlılık oranının benzer olarak bağımlı değişken alınarak kullanıldığı modelde; ilgili oran ile işletme büyüklüğü (pozitif), net ihracat oranı (pozitif), pazarlama giderleri (pozitif), kaldıraç oranı (negatif) ve çalışma sermayesioranı (pozitif) arasında anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Raheman ve Nasr (2007); hisseleri Karaçi Borsası'nda işlem gören 94 mali olmayan işletmenin finansal performanslarını belirleyen faktörleri 1999-2004 döneminde inceledikleri çalışmada, finansal performans göstergesi olarak net faaliyet kârlılık oranını kullanmışlardır. Çalışma; işletme kârlılığının işletme büyüklüğü ile pozitif; nakit dönüş süresi, cari oran, kaldıraç oranı ve finansal varlıklar/varlıklar oranı ile de negatif ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir.

Albayrak ve Akbulut (2008), 2004-2006 dönemini kapsayan ve Borsa İstanbul'da sanayi ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren 55 işletmenin finansal performansını belirleyen faktörleri açıklamak amacıyla dört başlık altında toplanan bağımlı değişkenlerin çeşitli oranlarla ilişkilerini araştırmışlardır. Aktif kârlılığını ölçen oranlar, özkaynak kârlılığını ölçen oranlar, kâr marjları ve hisse başına kâr başlıkları altında toplanan göstergelerin kullanıldığı çalışmada, kullanılan göstergeye göre farklı sonuçların elde edilebildiği görülmüştür. Buna göre özkaynak kârlılık oranı ve VÖK/özkaynaklar oranları ile toplam aktifler ve stok devir hızı arasında pozitif, ilgili

bağımlı değişkenler ile dönen varlıklar/toplam varlıklar oranı ve PD/DD oranı arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca aktif kârlılık oranları ile stok devir hızı ve net satışlar arasında pozitif, aktif kârlılık oranları ile dönen varlıklar/toplam varlıklar oranı ve PD/DD arasında negatif; hisse başına kâr ile net satışlar, varlık devir hızı ve stok devir hızı arasında pozitif, hisse başına kâr ile kaldıraç oranı, PD/DD ve maddi duran varlıklar/uzun vadeli borçlar oranı arasında negatif ilişkiye ulaşılmıştır.

Prasetyantoko ve Rachmadi (2008); Cakarta Borsası’na kayıtlı 238 işletmeyi seçmiş vebu işletmelerin aktif kârlılık oranı ve halka açık piyasa değeri büyüme oranı ile temsil edilen finansal performanslarının, makro değişkenler ve işletme düzeyindeki mikro değişkenler ile olan ilişkisini 1994-2004 döneminde panel veri analizi aracılığıyla incelemişlerdir. Çalışmada aktif kârlılık oranı ile toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve faiz oranları arasında pozitif; aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı, kısa vadeli borçlar/borçlar oranı, enflasyon oranı ve sermaye piyasası gelişim düzeyi arasında negatif ilişki bulunurken, cari oran ve aktif karlılık oranı arasında anlamlı ilişkiye ulaşılamamıştır. Halka açık piyasa değeri büyüme oranının bağımlı bir değişken olarak ele alındığı bu modelde ise ilgili oran ile kaldıraç oranı, sermaye piyasası gelişim düzeyi ve faiz oranları arasında pozitif; ilgili oran ile enflasyon oranı ve kısa vadeli borçlar/borçlar oranı arasında negatif ilişki bulunurken, bağımlı değişken ile işletme büyüklüğü ve cari oran arasında anlamlı ilişkiye ulaşılamamıştır.

Aydeniz (2009), makroekonomik göstergelerin işletmelerin finansal performanslarına etkisini araştırdığı çalışmasında 31 gıda ve içecek işletmesinin 1998-2007 dönemine ait verilerini kullanmıştır. Aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, satışların kârlılık oranı, FVÖK ve FVAÖK’ün bağımlı değişkenler olarak kullanıldığı ve beş farklı modelin kurulduğu çalışmada; aktif kârlılık oranı ile tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) değişim oranı, faiz oranları, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) büyüme oranı, kapasite kullanım oranı ve dış ticaret

dengesi arasında pozitif ilişki, aktif kârlılık oranı ve üretici fiyatları endeksi (ÜFE) değişim oranı arasında negatif ilişki elde edilirken, bağımlı değişken ve Amerikan dolar kuru arasında anlamlı ilişkiye ulaşılamamıştır.

Karaduman, Akbaş, Özsözgün ve Durer (2010), çalışma sermayesi yönetiminin işletme performansı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören mali olmayan 140 işletmenin 2005-2008 dönemine ait verilerini kullanmışlardır. Bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranının seçildiği çalışmada alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve nakit dönüş süresinin ayrı ayrı dahil edildiği dört model kurulmuştur. Tüm modellerde aktif kârlılık oranı ile diğer açıklayıcı değişkenlerden toplam varlıklarla belirtilen işletme büyüklüğü ve reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) büyüme oranı arasında pozitif, aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Çalışmada ayrıca alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve nakit dönüş süresi azaldıkça aktif kârlılık oranının arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Mohamad ve Saad (2010), hisseleri Malezya Borsası'nda işlem gören ve tesadüfi seçilmiş 172 işletmenin 2003-2007 dönemine ilişkin verilerini dikkate alarak yaptıkları çalışmada, finansal performansı belirtmede gösterge olarak aktif karlılık oranı ve yatırılan sermayenin kârlılık oranını; bağımsız değişkenler olarak da nakit dönüş süresi, cari oran, dönen varlıklar/varlıklar oranı, kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı ve kaldıraç oranını kullanmışlardır. Çalışmada aktif kârlılık oranı ile nakit dönüş süresi, cari oran, kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif, aktif kârlılık oranı ve dönen varlıklar/varlıklar oranı arasında pozitif; yatırılan sermayenin kârlılık oranı ile nakit dönüş süresi, cari oran ve kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı arasında negatif, yatırılan sermayenin kârlılık oranı ve dönen varlıklar/varlıklar oranı arasında pozitif ilişkiler bulunmuştur

Safarova (2010), 1996-2007 dönemini kapsayan ve hisseleri Yeni Zelanda Borsası’nda işlem gören 76 işletmeye ait verileri incelediği çalışmada, finansal performansı belirleyen faktörleri araştırmak amacıyla aktif kârlılık oranı, artık kâr ve Tobin’s q olmak üzere üç farklı bağımlı değişken kullanarak üç ayrı model kurmuştur. Çalışmada aktif kârlılık oranı ile satışların büyüme oranı arasında pozitif, aktif kârlılık oranı ile faaliyet giderleri ve kaldıraç oranı arasında negatif; artık kâr ve halka açık piyasa değeri ile ifade edilen işletme büyüklüğü arasında pozitif ulaşılrken işletmenin sistematik risk düzeyi ile üç farklı gösterge arasında anlamlı ilişki elde edilememiştir.

Ching, Novazzi ve Gerab (2011); hisseleri Sao Paulo Borsası’nda işlem gören 32 işletmenin 2005-2009 dönemine ilişkin verilerini dikkate alarak yaptıkları çalışmada, finansal performansı bulmak için kullanılan gösterge aktif kârlılık oranı ve satışların kârlılık oranını kullanmışlardır. İşletmelerin çalışma sermaye yoğun ve sabit sermaye yoğun olarak iki gruba ayrıldığı çalışmada, çalışma sermaye yoğun işletmelerde her iki bağımlı değişken ve stokların ortalama tüketilme süresi arasında negatif ilişki, satışların kârlılık oranı ve nakit dönüş etkinliği arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Sabit sermaye yoğun işletmelerde ise satışların kârlılık oranı ve çalışma sermayesi süresi arasında pozitif, aktif kârlılık oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif ve anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır.

Ching ve Gerab (2012), Sao Paulo Borsası’na kayıtlı, tüketim sektöründe faaliyet gösteren ve dönen varlıkları toplam varlıklarının %50’sini aşan 16 işletmenin 2005-2009 dönemine ait verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada; bağımlı değişken olarak kullanılan aktif kârlılık oranı, satışların kârlılık oranı ve özkaynak kârlılık oranının seçilen açıklayıcı değişkenler ile ilişkilerini araştırmışlardır. Çalışmada her üç finansal performans göstergesinin özkaynak tutarı ve brüt kâr marjı ile pozitif ilişki içinde olduğunu ortaya koymuşlardır.

Azhagaiah ve Deepa (2012), 1999-2009 dönemini kapsayan ve

hisseleri Bombay Borsası'nda işlem gören 52 gıda üretim işletmesinin verilerinden yararlanarak ve aktif kârlılık oranını finansal performansını bulmada gösterge olarak kurdukları modelde; aktif kârlılık oranı ve toplam satışlarla belirtilen işletme büyüklüğü ve faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr (FVAÖK)/varlıklar şeklinde ölçülen volatilité arasında pozitif ilişkiye ulaşırken, bağımlı değişken ile varlıkların büyüme oranı, likidite ve sermaye yoğunluğu arasında anlamlı ilişkilertespit edememişlerdir.

Babalola (2013); işletme büyüklüğünün işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırdığı ve hisseleri Nijerya Borsası'nda işlem gören mali olmayan 80 işletmenin 2000-2009 dönemine ait verilerini kullandığı çalışmada, bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranını, işletme büyüklüğünü ifade etmesi için de toplam varlıklar ve satışlar olmak üzere iki farklı bağımsız değişken kullanmıştır. Çalışma; aktif kârlılık oranı ile toplam satışlar, toplam varlıklar ve stoklar/varlıklar oranı arasında pozitif ilişki; aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişkini olduğunu göstermiştir. Yine çalışmada bağımlı değişken ile cari oran arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Kaur ve Singh (2013); işletme likiditesi ve işletmenin finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri ve hisseleri Bombay Borsası'nda işlem gören 14 teknoloji işletmesinin 2000-2010 dönemleri arasında alınan verilerle yaptıkları çalışmalarında, bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranını seçmişlerdir. Kurulan regresyon modeline göre aktif kârlılık oranı ile toplam varlıklarla belirtilen işletme büyüklüğü, satışların büyüme oranı, dönen varlıklar/varlıklar oranı ve dönen varlıklar devir hızı arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varılırken; bağımlı değişken ile nakit dönüş süresi, kısa vadeli yabancı kaynaklar/yabancı kaynaklar oranı ve kaldıraç oranı arasında ters yönlü ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur.

3.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Çalışmanın amacı, hisseleri Borsa İstanbul’a kote edilmiş konaklama işletmelerinin karlılık performanslarının hangi göstergelerden etkilendiğini panel veri analizi yardımıyla bulmaktır. Değişkenlerin belirlenmesi aşamasında literatürden yararlanılmıştır. Finans literatüründe işletmelerin finansal performansını etkileyen faktörler yıllardır işlense de, genel anlamda turizm sektörüne, özel anlamda konaklama işletmelerinin performanslarına yönelik olarak çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Türkiye’de ekonomik ve politik krizlerin sık olması ve turizm sektörünün bu krizlere karşı hassas olması nedeniyle sektörün karlılık performansının hangi içsel değişkenlerden etkilendiğini belirlemenin literatüre katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

3.3. Çalışmanın Kısıtları

Bu çalışmanın veri seti 2010-2016 yılları arasındaki veriler ile sınırlıdır. Önceki yıllara ait veriler eksik olduğundan araştırma veri setine dahil edilmemiştir. Yine Borsa İstanbul’a kote edilmiş konaklama ve turizm işletmelerinden bazılarının finansal tabloları konsolide tablolar olduğundan ve bu çalışma sadece turizm sektörüne ait veriler kullanmayı amaçladığından bazı turizm işletmeleri araştırmaya dahil edilmemiştir. Yine bu çalışmada borç oranları, faaliyet oranları ve karlılık oranları kullanılırken; likitide oranları ve borsa performans oranları kullanılmamıştır.

3.4. Veri Seti, Değişkenler ve Tanımlayıcı İstatistikler

Bu çalışmada, hisseleri Borsa İstanbul’a kote edilmiş turizm ve konaklama sektörüne ait işletme verileri kullanılmıştır. Turizm ve konaklama işletmelerinin seçilmesinde, işletme bilançosu konsolide olan ve turizm sektörü dışındaki alanlarda mal ve hizmet üreten işletmeler çalışmanın veri setine dahil edilmemiştir. Daha önce İstanbul Menkul Kıymetler Borsası olan ve 2013’te değişen adıyla Borsa İstanbul’un halka açık işletmelerinin borsada işlem gören turizm ve konaklama işletmelerine ait nicel veriler araştırmanın veri

setini oluşturmuş ve turizm sektörü baz alınarak veriler düzenlenmiştir.

Araştırmaya dahil edilen turizm işletmelerinin 2010-2016 yılları arasında 7 döneme ait yıllık mali tablo verileri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu)’dan temin edilmiştir. Borsa İstanbul’da yalnız konaklama ve turizm alanında hizmet veren bazı şirketlerin eksik veriye sahip olması ve bazı şirketlerin ise turizm sektörü dışındaki alanlarda hizmet sunması sebebiyle bu çalışmada analiz kapsamına alınan turizm şirketlerinin sayısı 8’le sınırlanmıştır. Borsa İstanbul’da “AYCES, MAALT, MARTI, MERİT, NTTUR, ULAS, TEKTU, AVTUR” kodu ile işlem gören bu şirketlerin 2010-2016 dönemlerine ait finansal tabloları kullanılarak finansal performansları panel veri analizi modeliyle analiz edilmiştir

Çalışmada kullanılmak üzere, daha önceki çalışmalara benzer olarak, 2 bağımlı değişken ve 6 bağımsız değişken belirlenmiştir. Seçilen her bir bağımlı değişkeni ölçmede bağımsız değişkenlerin dahil edileceği regresyon etki modelleri kurulacaktır. Bağımlı değişken olarak Aktif karlılık oranını ve faaliyet karlılık oranını kullanmamızdaki amaç, işletmelerin hem yatırım performanslarını hem de satış performanslarını belirlemektir.

Akgüç’e (1998) göre işletmeler aktif karlılık oranını ve faaliyet karlılık oranını değerlendirerek yatırım ve satış politikalarını dengeli ve etkili bir şekilde kullanabilirler. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler şunlardır:

Aktif Kârlılık Oranı (AKO): Hansen ve Wernerfelt (1989), Kakani ve diğ. (2001), Uchida ve Ahmad (2004), Goddard ve diğ. (2006), Albayrak ve Akbulut (2008), Prasetyantoko ve Parmono (2008), Serrasqueiro (2009), Aydeniz (2009), Karaduman ve diğ. (2010), Mohamad ve Saad (2010), Safarova (2010), Ching ve diğ. (2011), Şahin (2011), Ching ve Gerab (2012), Azhagaiah ve Deepa (2012), Nunes ve diğ. (2012), Babalola (2013) ve Kaur ve Singh

(2013) işletmelerin finansal performanslarını inceledikleri çalışmalarında aktif kârlılık oranını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Ekonomik rantabilite oranıolarak da adlandırılan bu oran, işletmenin kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını gösterir. Net kâr, FVÖK ve vergi sonrası faaliyet kârının varlıklara bölünmesiyle farklı şekillerde hesaplanabilen aktif kârlılık oranı için aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır (Akgüç, 1998: 68):

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Faaliyet Kârlılık Oranı (FKO): Karaduman, Akbaş, Özsözgün ve Durer (2010), Aydeniz (2009) işletmelerin finansal performanslarını inceledikleri çalışmalarında faaliyet kârlılık oranını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Esas faaliyet karlılığı, şirketlerin satış faaliyetlerinin (satış politikalarının) nihai sonuçları hakkında bir bilgi vermektedir ve aynı iş kolundaki şirketlerle ve şirketin geçmiş dönemleriyle karşılaştırılması anlamlı sonuçlar verecektir. Bu şekilde satışlarını ne kadarlık bir kar marjı ile gerçekleştirdiğini, yani rekabet gücünü ve rekabet gücünün dönemler itibarıyla gelişimini gözlemleyebiliriz (İlgaz, 2017: 19).

$$\text{Faaliyet Karlılık Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Bağımlı değişkenleri (finansal performansı) açıklamak amacıyla kullanılan bağımsız değişkenler ise şunlardır:

Kaldıraç Oranı (KO): Kakani ve diğ. (2001), Deloof (2003), Lazaridis ve Tryfonidis (2006), Abu-Tapanjeh (2006), Raheman ve Nasr (2007), Albayrak ve Akbulut (2008), Prasetyantoko ve Parmono (2008), Serrasqueiro (2009), Notta ve diğ. (2010), Karaduman ve diğ. (2010), Mathuva (2010), Mohamad ve Saad (2010), Safarova (2010), Ching ve diğ. (2011), Babalola'nın (2013) Kaur ve Singh (2013) finansal performansı açıklama amacıyla kurdukları regresyon

modellerinde kullandıkları kaldıraç oranı; varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ifade eder. Kaldıraç oranının yüksek olması krediverenler açısından emniyet marjının dar olduğunu anlamına gelir. Diğer taraftan bu oranın yüksek olması, işletmeye finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanma olanağı sağlar (Akgüç, 1998: 32).

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Aktifler}}$$

Aktif Devir Hızı (ADH): Albayrak ve Akbulut (2008) ve Şahin'in (2011) regresyon modellerinde yer verdikleri varlık devir hızı, işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi veya varlık kullanımının verimlilik göstergesi olarak yorumlanabilir (Akgüç, 1998: 57). Varlık devir hızı net satışların toplam varlıklara bölünmesi ile bulunur (Besley ve Brigham, 2000: 99).

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktifler}}$$

Net İşletme Sermayesi Devir Hızı(NİD): Net işletme sermayesi devir hızı, şirketlerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gereken minimum çalışma sermayeleri (net işletme sermayesi) ile hangi ölçüde satış hacmi başarıları gösterdiklerini ölçen bir orandır. Bu devir hızının yüksek olması net çalışma sermayesinin yerinde ve verimli kullanıldığını ama yetersiz olabileceğini, stok ve alacak devir hızının yüksek olduğunu veya stok ve alacakların nisbeten az çalışma sermayesine gereksinim gösterdiğini, işletmede kısa vadeli borçlanma yüksekliğininve cari oranın düşük olduğunu gösterebilir (İlgaz, 2017: 2).

$$= \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Varlıklar Oranı (KVYK): Mohamad ve Saad'ın (2010) açıklayıcı değişken olarak seçtikleri oran, varlıkların ne kadarının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse

edildiğini gösterir. Oranın göreceli yüksek olmasına bağlı olarak duran varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi, işletmenin sürekliliği açısından istenen bir durum değildir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 656).

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Aktifler

Sermaye Çarpanı Oranı(SÇO): Firmanın aktiflerini fonlamada özkaynaklarına oranla ne kadar özsermaye kullanıldığını gösteren özsermaye-varlık oranının yüksek çıkması tercih edilmektedir. Bununla birlikte, oranı oluşturan etmenlerin iyi bir şekilde incelenmesi gerekmektedir. Şirketlerin sermaye yapıları hakkında iyi bir gösterge olan özsermaye- aktifler oranının, zaman içerisinde göstereceği gelişmeler şirketlerin sermaye yapılarındaki tercihleri hakkında gözlem yapma olanağını vermektedir. Borç-Aktifler oranında da bahsedildiği gibi özkaynaklar ile yabancı kaynaklar arasında uygun bir dengenin kurulması oldukça önemlidir (İlgaz, 2017: 3).

Toplam Özkaynaklar

Aktifler

Ticari Alacak Devir Hızı(TADH): Ticari alacak devir hızı, şirketlerin ticari alacaklarını tahsil etme kabiliyetini ölçen ve şirketlerin bir yıl süresince alacaklarını satışları ile kaç defa devir ettiklerini gösteren bir orandır. Bir şirket alacaklarını hızlı bir şekilde (devir hızının yüksek olması durumu) tahsil edebiliyorsa, likiditesi yüksek kabul edilebilir ve şirket bu sayede hem nakit sıkıntısı içine girmez, hem de alacaklarının değeri fazla erimeden bunları daha iktisadi alanlarda kullanabilir (İlgaz, 2017: 10).

Kredili Net Satışlar

(Dönem Başı Tic. Al. +Dönem Sonu Tic. Al.)/2

Kredili Net Satışlar Ortalama

Ticari Alacaklar

Tablo 3.1. Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

	Değişken İsmi	Kısaltmalar	Değişken Förmülü
Bağımlı Değişkenler	Aktif Karlılık Oranı	AKO	Faiz Vergi Öncesi Kar/ Aktif Toplam
	Faaliyet Karlılık Oranı	FKO	Faaliyet Karı/Net Satışlar
Bağımsız Değişkenler	Kaldıraç Oranı	KO	Toplam Borç/ Aktif Toplam
	Aktif Devir Hızı	ADH	Net Satışlar/Aktif Toplam
	Net İşletme Sermayesi	NİD	Net Satışlar/(Dönen Varlıklar-Kısa vadeli Borçlar)
	Devir Hızı		
	Kısa Vadeli Borçlar/Varlıklar Oranı	KVYK	Kısa Vadeli Borç /Aktif Toplam
	Sermaye Çarpanı Oranı	SÇO	Özkaynaklar/Aktif Toplamı
	Ticari Alacak Devir Hızı	TADH	Kredili Net Satışlar/Ort. Tic. Al.

Verilerin tanımlayıcı istatistikleri tablo halinde aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 3.3. Korelasyon Matrisi

3.5. Araştırmanın Yöntemi ve Modeli

Hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören turizm işletmelerinde finansal performansı anlamlı bir şekilde belirleyen diğer bir ifadeyle etkileyen işletme içi değişkenlerin tespit edilebilmesi amacıyla panel veri regresyon modelleri kurulacaktır. Ekonomik ve finansal analizlerde kullanılan veriler çeşitlilik göstermekte ve bu çeşitliliğe bağlı olarak farklı veri türlerine farklı analiz yöntemleri uygulanabilmektedir. Ekonometrik analizlere konu olan veriler; yatay

kesit verileri, zaman serileri ve yatay kesit verileri ile zaman serilerinin birleşiminden meydana gelen panel veriler olmak üzere üç başlık altında toplanmaktadır. Zaman boyutuna sahip yatay kesit verilerinin kullanılarak regresyon modelleri kurulması yöntemine panel veri analizi adı verilir. Panel veri setinde eksik gözlem mevcutsa dengeli olmayan panel, veri setinde eksik gözlem mevcut değilse dengeli panel söz konusudur. Panel veri analizinde kullanılan panel veriler, yatay kesit verilerine ve zaman serilerine birçoğundan üstünlük sağlar. Panel verinin sağladığı avantajlar şu şekilde sıralanabilir (Gujarati, 2003: 637-638):

- Bireylerle, işletmelerle, ülkelerle v.b. ile ilişkili olan panel veri; bu birimler arasındaki farklılıkları daha etkin bir şekilde dikkate alır.
- Yatay kesit verilerinin zaman boyutunu da dikkate alan panel veri; daha bilgilendirici sonuçlar, daha fazla çeşitlilik, daha yüksek serbestlik derecesi, daha etkin modeller sağlarken değişkenler arasında da daha az doğrusallık ortaya çıkmasına neden olur.
- Panel veri, tekrar eden yatay kesit gözlemleriyle çalıştığından, değişim dinamiklerini ortaya koymayı amaçlayan analizler için daha uygundur.

Panel veri, yatay kesit verilerinde ve zaman serilerinde gözlemlenemeyen etkileri dahaiyi ölçer.

- Panel veri, daha karmaşık ve çok birimli modellerin kurulmasına imkân verir.

Panel veri analizinde regresyon modeli kurulurken, sabit etkiler (fixed effects) veya tesadüfi etkiler (random effects) modellerinden yararlanılır. Sabit etkiler modeli şu şekilde gösterilir (Gujarati, 2003: 642):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \epsilon_{it}$$

Sabit etkiler modelinde Yit bağımlı değişkeni, X2it ve X3it bağımsız değişkenleri, α_i birimden birime değişebilen sabiti, β_2 ve β_3 bağımsız değişkenlerin eğim katsayılarını, ϵ_{it} hata terimini ifade ederken; i modeldeki birimlerden her birini, t ise zamanı göstermektedir. Sabit etkiler modelinde yatay kesit birimleri arasındaki spesifik bireysel özellikleri temsil eden sabit, birimler arasında farklılık gösterebilirken; her birimin sabiti zamana bağlı olarak değişmez. Bu modelde bağımsız değişkenlerin eğim katsayılarının yatay kesit ve zamanboyutuna göre değişmediği kabul edilir (Gujarati, 2003: 642). Bu haliyle tek yönlü olan modele zaman etkisi de dahil edilirse, model çift yönlü hale gelir.

Panel veri analizinde kullanılan diğer bir model ise tesadüfi etkiler modelidir. Bu model aşağıdaki gibi ifade edilir (Gujarati, 2003: 647):

$$Y_{it} = \alpha + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \mu_i + \epsilon_{it}$$

Tesadüfi etkiler modelinde birimlere özgü farklılıklar sabit aracılığıyla değil, hata terimleri ile ifade edilir ve birimlerin ortak sabitleri olduğu varsayılır. μ_i birimlere özgü hata terimiyken, ϵ_{it} zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu ortaya çıkan hata terimidir. Tesadüfi etkiler modelinde α yatay kesitlerin sabitlerinin ortalamasını, μ_i ise birimlere ilişkin sabitlerin ortalama sabitten sapmasını ifade eder (Gujarati, 2003: 647-648).

Çalışmada Aktif Kârlılık Oranı ve Faaliyet Karlılık Oranının bağımlı değişken olarak kullanılacağı iki adet panel regresyon modeli kurulacaktır. Veri setinde, daha önce sunulan korelasyon matrisinde değişkenler arasında korelasyon tespit edilmemiştir. Aralarındaki korelasyon katsayıları 0,8'i aşan değişkenler, kurulacak modellerde bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişki mevcut olduğunda ortaya çıkan çoklu bağlantı (multicollinearity) sorununa sebep olabilmektedir. Çoklu bağlantının varlığı, bağımsız değişkenlerin varyans şişirme faktörlerine (variance inflation factors-vif) bakılarak tespit edilebilmektedir (Gujarati, 2003: 342,359; Montgomery ve

Runger, 2011; 502). Birgili ve Düzer (2010), Okuyan ve Taşçı (2010) ve Demirci'nin (2013) çalışmalarından yararlanılarak kurulan ve araştırmada tahmin edilecek panel regresyon modelleri şu şekildedir:

Model 1

$$AKO_{it} = \alpha + \beta_1 \ddot{O}V_{it} + \beta_2 KVVY_{it} + \beta_3 KO_{it} + \beta_4 TADH_{it} + \beta_5 ADH_{it} + \beta_6 \ddot{N}D_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 2

$$FKO_{it} = \alpha + \beta_1 \ddot{O}V_{it} + \beta_2 KVVY_{it} + \beta_3 KO_{it} + \beta_4 TADH_{it} + \beta_5 ADH_{it} + \beta_6 \ddot{N}D_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modeller kurulurken yapılan Hausman (1978) testi sonuçlarına göre (syf: 61) sabit

etkiler modeli kullanılmıştır.

3.6. Model Tahmini ve Araştırma Sonuçları

Panel veri analizi, yatay kesit ve zaman serilerine karşı birçok avantaj taşımaklabirlikte zaman serisi boyutuna sahip olduğundan dolayı zaman serilerinin sahip olduğu sorunları da beraberinde getirebilmektedir. Bu özelliklerden biri de panel veri setinde durağan olmama durumuyla başka bir ifadeyle birim kök süreciyle karşılaşabilme ihtimalidir. Birim kökün var olduğu durağan dışı bir seride; seriyi geri çevirebilecek uzun dönemli ortalama mevcut değildir, varyans zamandan bağımsızdır ve zaman sonsuza uzarken sonsuza yaklaşır ve teorik otokorelasyonlar azalarak sönmez (Sevüktekin ve Nargeleşkenler, 2010: 305). Granger ve Newbold (1974) durağan olmayan verilerle çalışıldığında sahte regresyonun ortaya çıkabileceğini belirtmişlerdir. Sahte regresyonda yüksek R² ve anlamlı istatistikler söz konusu olsa bile regresyon sonuçlarını yorumlamak anlamsız hale gelmektedir. Bu nedenle sahte regresyon probleminden kaçınmak için model tahmini yapılmadan önce serilerin durağan olup olmadığının tespit edilmesi gerekir. Ekonometri literatüründe panel veri setlerinde kullanılmak üzere birden fazla birim kök testi geliştirilmiştir. Bu birim kök testlerinden bir kısmı bireysel

testler iken bir kısmı ise ortak birim kök testleridir. En yaygın kullanılan ortak panel birim kök testleri Levin, Lin, Chu (2001) ve Breitung (2000), bireysel panel birim kök testleri ise Fisher tabanlı Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) ve Im, Pesaran, Shin (2003) testleridir. Serilerde birim kökün varlığını sınamak amacıyla, çalışmaya konu olan panel veri setleri dengeli olmayan setler olduğundan, Maddala ve Wu’nun (1999) dengeli olmayan panel veri setleri için önerdiği Levin, Lin, Chu (LLC) ve ADF metodolojisi temel alınarak yapılan ADF-Fisher panel birim kök testleri kullanılacaktır. Her iki test için de aşağıdaki hipotezler kurulmuştur:

H0: Seri durağan değildir (Birim kök içerir)

H1: Seri durağandır (Birim kök içermez)

Optimal gecikme düzeyi için Schwarz kriteri ve Newey-West bant genişliği için Bartlett Kernel’in kullanıldığı birim kök testlerinin sonuçları (Bartlett Kernel’in kullandığı birim kök test modeline göre ‘t’ istatistiği görüntülenmemiştir) düzeyde sabitli ve sabitli-trendli olarak şu şekildedir:

Tablo 3.4. Birim Kök Test Sonuçları

Veri setinde ÖV ve KVKYK dışındaki tüm değişkenler %1 veya %10 anlamlılık seviyesinde düzeyde durağanken $I(0)$, düzeyde durağan olmayan KO, TADH, ADH ve NİD değişkenlerinin 1. derece farkları alınarak $I(1)$ durağanlaştırılmıştır.

Panel veri setlerine ilişkin hangi regresyon modelinin daha uygun olduğunu tespit etmek için çeşitli testler yapılır. Bu testlerden ilki panel veri setinin yatay kesit ve zaman boyutunu ihmal eden ve klasik En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edilen havuzlanmış regresyon (pooled regression) ile sabit etkiler regresyon modeli arasında tercih yapmak için kullanılan olasılık oran (likelihood ratio) testidir. Bu testte H_0 boş hipotezi, “havuzlanmış model sabit etkiler modelinden daha etkindir” şeklinde kurulur (Greene, 2003: 323). Tahmin edilecek iki model için elde edilen olasılık oran test sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.5. Olasılık Oran Test Sonuçları

	İstatistik	Olasılık
Model 1	8,57688	0,0000*
Model 2	39,95818	0,0000*

NOT: * Katsayı %1 düzeyinde anlamlıdır.

Test sonuçlarına göre iki durumda da olasılık 0 çıktığından H_0 hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler modeli havuzlanmış regresyona tercih edilmelidir sonucuna ulaşılmıştır. Model seçiminde kullanılan bir diğer test de Hausman (1978) testidir. Hausman testinin sonucuna göre sabit etkiler modelinin mi yoksa tesadüfi etkiler modelinin mi uygun olduğuna karar verilir. Bu testte H_0 boş hipotezi, “tesadüfi etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha etkindir” şeklinde kurulur. Tahmin edilecek iki model için elde edilen test sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.6. Hausman Testi Sonuçları

	İstatistik	Olasılık
Model 1	37,1219	0,0005*
Model 2	7,3150	0,8426

NOT: * Katsayı %1 düzeyinde anlamlıdır.

Hausman testi sonuçlarına göre 1. durumda %1 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilirken, 2. durumda H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda 2. model tesadüfi etkilere göre kurulması gerekirken, diğer modelde sabit etkiler tercih edilmelidir. Bununla beraber tesadüfi etkiler modelinin, birimler geniş bir ana küleden tesadüfi olarak seçildiği takdirde kullanılması gerektiği konusunda ekonometriciler arasında görüş birliği olmasına ek olarak çalışmaya konu veri setini oluşturan birimler tesadüfi değil belirlirli bir kritere göre seçildiğinden, iki modelde de sabit etkiler dikkate alınacaktır (Ramadan, 2009: 130).

Çalışmada kurulan modellerde, hata terimlerinin ardışık değerleri birbiriyle ilişkili olduğunda ortaya çıkan otokorelasyonun olup olmadığı Durbin-Watson (DW) istatistiğine bakılarak belirlenecektir (Gujarati, 2003: 70). DW istatistiğinin 1,5 ile 2,5 değerleri arasında olması, otokorelasyonun kabul edilebilir sınırlarda olduğunu gösterir (Hutcheson ve Sofroniou, 1999: 49). Otokorelasyona ek olarak panel veri regresyon modellerinde hata terimlerinin varyansının sabit olmadığı durumda ortaya çıkan değişen varyans (heteroscedasticity) sorunuyla da karşılaşılabilir (Gujarati, 2003: 68). Çoklu bağlantı, otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarından arındırılarak tahmin edilen panel veri regresyon modellerinin sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.7. Model 1 (Aktif Kârlılık Oranı)

Aktif kârlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model 1'in, F istatistiğine bakılarak %1 anlamlılık düzeyinde genel olarak anlamlı olduğu ve bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık %38'nin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı görülmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre bağımsız değişkenlerden SÇÖ %10, KVK %1, KO %5, ADH %5 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. TADH ve NİD oranlarının etkisi ise istatistiki olarak anlamsızdır. Değişkenlerden SÇÖ ve ADH aktif kârlılık oranını pozitif olarak etkilerken; KVK ve KO aktif kârlılık oranını negatif olarak etkilemektedir. Model tahmininden elde edilen sonuçlar; aktif kârlılık oranı ve özkaynaklar/varlıklar oranı arasında pozitif ilişkilere ulaşan Garriga (2006), Mohamad ve Saad (2010) ve Kaur ve Singh (2013); aktif kârlılık oranı ve aktif devir hızı arasında pozitif ilişkiler bulan Serrasquero (2009), Nunes ve diğ. (2012), Carvalho ve diğ. (2013), Kakani ve diğ. (2001), Prasetyantoko ve Rachmadi (2008), Lee

(2009), Safarova (2010), Azhagaiah ve Deepa (2012), Babolola (2013), Kaur ve Singh (2013) ve Şahin’inin (2011) çalışmalarında elde ettikleri bulguları desteklemektedir.

Özkaynakların toplam aktifler içindeki oranının artması, işletmelerde riski düşürmektedir. Nazir ve Afza’ya (2009) göre işletmeler, borçlara yatırımı azaltarak temkinli bir çalışma sermayesi yönetim politikası ya da özsermayenin toplam varlıklara oranını artırma yoluyla daha temkinli bir politika izleyebilir. Hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören turizm işletmelerinin daha temkinli bir politika benimsemeleri, hem likidite risklerini azaltmakta hem de kârlılıklarını olumlu yönde etkilemektedir. Bu durum, riski azalan işletmelerin daha uygun maliyetle dış finansman kaynaklarına ulaşabildikleri şeklinde yorumlanabilir. Büyük işletmeler; faaliyetlerini ve ürünlerini çeşitlendirebilmek için daha yüksek kapasiteye ve piyasadaki potansiyel rakiplerle rekabet edebilmek adına daha fazla yeteneğe sahiptir ve ölçek ekonomisi avantajından daha kolay yararlanmaktadırlar. Borsa İstanbul’da turizm işletmeleri büyüdükçe bu avantajları daha etkin değerlendirmekte ve kârlılık oranları artmaktadır

Akgüç’ün (1998) aktif devir hızının artmasıyla kârlılığın da artabileceğine dair görüşü, çalışmada aktif kârlılık oranı ve aktif hızı arasında bulunan pozitif ilişkileri desteklemektedir. Bu paralelde hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören turizm işletmeleri, varlıklarını daha verimli kullanarak aktif kârlılık oranlarını yükseltebilmektedir. Friend ve Hasbrouck’a göre enflasyonist bir ekonomide artan enflasyon oranlarına bağlı olarak ekonomik aktivite düzeyinin düşmesi, üretim faktör fiyatlarının yükselmesi ve yapılan ek yasal düzenlemelerle işletmelerin kârlılığı azalabilmektedir.

Tablo 3.8. Model 2 (Faaliyet Kârlılık Oranı)

Esas faaliyet karının net satışlara bölünmesiyle ortaya çıkan Faaliyet karlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model 2'nin, F istatistiğine bakılarak %1 anlamlılık düzeyinde genel olarak anlamlı olduğu ve bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık %28'inin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı görülmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre bağımsız değişkenlerden KO %5, TADH %5, ADH %1 ve NİD %5 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Değişkenlerden KO ve TADH faaliyet karlılık oranını negatif olarak etkilerken; ADH ve NİD Faaliyet karlılık oranını pozitif olarak etkilemektedir. SÇO ve KVYK oranının etkisi ise istatistiki olarak anlamsızdır. Model tahmininden elde edilen sonuçlar; Faaliyet karlılık oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif ilişkilere ulaşan Raheman-Nasr (2007), Daines (2001), Banos-Caballero ve diğ.(2013); Faaliyet karlılık oranı ve Aktif devir hızı oranı arasında pozitif ilişkiye ulaşan Banos-Caballero ve diğerlerinin (2013) çalışmalarında elde ettikleri sonuçlarla aynı yöndedir.

Net satış tutarının aktif toplamına başka bir deyişle işletmeye yapılan yatırım tutarına bölünmesiyle hesaplanan aktif devir hızı oranının artması, faaliyetin karlılığı noktasında bir etkinlik ölçüsü olarak

kullanılabilir. Akgüç'e göre (1998) işletmeler, diğer koşullar aynı kalmak üzere, aktif devir hızını artırmak yoluyla özsermaye karlılığını bununla beraber faaliyet karlılığını yükseltebilir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin temkinli bir politika benimsemeleri, likidite risklerini artırmasına karşın faaliyet karlılık oranlarını olumlu yönde etkilemektedir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin. Kaldıraç oranının faaliyet karlılık oranını negatif yönde etkilemesi, Gala ve Julio'nun (2011) görüşleriyle aynı yöndedir. Gala ve Julio'ya göre kaldıraç oranını işletme sermayesine göre dengeli bir şekilde kontrol eden işletmeler hem daha yüksek oranda yatırım yapmakta hem de daha hızlı büyümekte ve sonuçta daha yüksek faaliyet karlılık oranına sahip olmaktadır.

Net işletme sermayesi devir hızındaki oran ile faaliyet kaarlılık oranı arasındaki pozitif ilişki; Aktaş, Croci ve Petmezas'ın (2013) görüşleri ile örtüşmektedir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmeleri; net işletme sermayesi devir hızı oranlarını artırarak, faaliyet karlılık oranlarını yükseltebilmektedir. Yine çalışmada ulaşılan sonuçlardan biri olan aktif devir hızı oranının faaliyet karlılık oranını pozitif yönde etkilemesi de King ve Levine'in (1994) görüşlerini desteklenmektedir. Aktif devir hızının artması, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin gelecek dönemlerde kârlı yatırımlar yapacakları beklentisine yol açmakta ve yatırımcıların işletmelere biçtikleri değer yenileme maliyetleri karşısında artmaktadır.

Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin aktif devir hızı oranı ve kaldıraç oranı her iki finansal performans göstergesini anlamlı olarak etkilemektedir. Aktif devir hızının etkisi pozitif yönde iken, kaldıraç oranının etkisi negatif yöndedir. Modeller, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin kontrol edebildikleri içsel değişkenlerinin finansal performansları üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

SONUÇ

Finansal analiz yöntemlerinden biri olan oran analizi tekniği ile gerçekleştirilen çalışmada karlılık oranları, mali oranlar ve faaliyet oranları kullanılmıştır. Seçilen bağımlı ve bağımsız değişkenler ilgili alan yazından yararlanılarak belirlenmiştir. Aktif karlılık oranı ve faaliyet karlılık oranının finansal performansı açıklamada bağımlı değişken olarak kullanıldığı bu çalışmada; finansal performans göstergelerinin hangi bağımsız değişkenler tarafından anlamlı olarak açıklandığı ve bu bağımsız değişkenlerin konaklama ve turizm işletmelerinin finansal performansını ne yönde etkilediği ortaya konulmuştur. Çalışmada hisseleri borsada işlem gören 8 turizm işletmesinin 2010-2016 dönemine ait yıllık verileri kullanılmıştır.

Araştırma sonuçları Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin aktif karlılık oranının sermaye çarpanı oranı ve aktif devir hızı oranından pozitif; kısa vadeli yabancı kaynaklar/toplam varlıklar ve kaldıraç oranından negatif olarak etkilendiğini göstermiştir. Bu sonuçlar bağlamında borsaya kote edilmiş turizm işletmeleri varlıklarını verimli kullanmak ve sürdürülebilir büyüme göstermek adına sermaye çarpanını, aktif devir hızını dengeli bir şekilde yönetmelidir. Finansal dengeyi iyi yönetmek, kredi kuruluşları ve paydaşların işletmeye güven duymasına ve muhtemel ekonomik bir dalgalanmada işletmenin dayanıklı kalmasına yardımcı olacaktır. Model sonuçları kısa vadeli yabancı kaynakların ve toplam borçların varlıklar içindeki oranlarının yüksekliği işletmelerin daha düşük aktif karlılık oranlarına sebep olacağını ortaya koymuştur. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmeleri genellikle orta ölçekli işletmeler olduğundan ve bu işletmelerin çoğunda yabancı kaynakların tamamı veya büyük bir bölümü kısa süreli borç olduğundan ani satışlardaki bir duraklama veya turizm yapısı gereği siyasi-politik bir olay satış fiyatlarında beklenmeyen düşüslere, alacakların tahsilinde karşılaşılan güçlükler veya gecikmeler bu işletmeleri zor durumda bırakabilir.

Yine araştırma sonuçlarına göre Borsa İstanbul’da hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin Faaliyet karlılık oranının net işletme sermayesi oranından ve aktif devir hızı oranından pozitif; ticari alacak devir hızı oranından ve kaldıraç oranından negatif olarak etkilendiğini göstermiştir. Bu sonuçlar bağlamında borsaya kote edilmiş turizm işletmeleri varlıklarını korumak ve büyüme göstermek adına özkaynak-varlıklar oranını dengeli bir şekilde yönetmelidir. Bu finansal dengeyi iyi yönetmek kredi kuruluşları ve paydaşların işletmeye güven duymasına ve muhtemel ekonomik bir dalgalanmada işletmenin dayanıklı kalmasına yardımcı olacaktır. Aktif devir hızı, büyük ölçüde, bir işletmenin varlık yapısı içinde duran varlıkların göreceli önemini yansıtır. Turizm sektörü yapısı gereği aktif devir hızı düşük bir sektör olduğundan turizm işletmelerinin faaliyet karlılık oranlarını artırmak için varlıklar içindeki satış oranlarının yüksek olması gerekir.

Araştırmaya dahil edilen turizm işletmelerinin çalışma kapsamındaki mali oranlarına, faaliyet oranlarına ve karlılık oranlarına yıllık bazda baktığımızda çok değişken bir karaktere sahip olduğu görülmektedir. Bu değişkenlik turizm sektörünün hassas, kırılgan ve çabuk etkilenen yapısından kaynaklanmaktadır. Türkiye bulunduğu konum ve bölgesi gereği siyasi ve sosyal değişim ve dönüşümlerin çok olduğu bir bölgedir. Bu değişim ve dönüşümler turizm sektörünü de etkilemektedir. Bu kırılgan yapısından dolayı turizm işletmeleri karlılık oranlarını artırmak ve sektörel dalgalanmalardan daha az etkilenmek için finansal performanslarını belirli periyotlarla değerlendirmeli ve finansal ihtiyaçlara göre tedbir almalıdır.

KAYNAKÇA

- Ağca, V. ve Tunçer, E. (2006). “Çok Boyutlu Performans Değerleme Modelleri ve Bir Balanced Scorecard Uygulaması”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, VIII (1), 17.173- 193.
- Ahipaşaoğlu, S. (2001). *Seyahat İşletmelerinde Tur Planlaması ve Yönetimi*. DetayYayıncılık, Ankara.
- Akat, Ö. (2000). *Pazarlama Ağırlıklı Turizm İşletmeciliği*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Akbaba. A. ve Kılınç, K. (2001). *Hizmet Kalitesi ve Turizm İşletmelerinde Servqual Uygulamaları*, *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, Yıl:12, Güz.
- Akdoğan, N. Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar Analizi*, 11. Baskı, *Gazi Kitabevi, Ankara*.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Aksoy, D. (2001). *Türkiye’deki Mevduat Bankalarının Finansal Performanslarının Ölçümü Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Albayrak, A. ve Akbulut, R. (2008). “Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme”. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (7), 55-82.
- Alp, A., Demirgüneş, K., Ban, Ü. ve Öztürk, M. (2005). “Ekonomik Katma Değer (Eva™) Bakış Açısıyla Finanslama Kararları”. *Celal Bayar Üniversitesi S.B.E. Dergisi*, 7 (2), 59-82.
- Ang, James S. ve Beck, Kristine L. (2000). “A Comparison of Marginal and Average Tobin's Q Ratios”. *International Journal of Business*, 5 (1), 27-55.
- Aydemir, O., Ögel, S. Ve Demirtaş, G.(2012). “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”,

- Yönetim ve Ekonomi,19–2, s. 277– 288.
- Aydeniz, Ş. (2009). “Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB’ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXVII (II), 263-277.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2011). *Finansal yönetim*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Azhagaiah, R. ve Deepa, R. (2012). “Determinants of Profitability of Food Industry in India: A Size-Wise Analysis”. *Management*, 7 (2), 111-128.
- Babalola, Yisau Abidoun. (2013). “The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria”. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4 (5), 90-94.
- Bacidore, M., Boquist, A., Milbourn, T. ve Thakor, V. (1997). “The Search for the Best Financial Performance Measure”. *Financial Analyst Journal*, (May/June-1997), 11-20.
- Barutçugil, İ. (1984). *Turizm İşletmeciliği*. Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa.
- Bayer M. Z. (1992). *Turizme Giriş*. İşletme Fakültesi Yayınları, İstanbul.
- Bhabatosh, B. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. PHI Learning, New Delhi.
- Bilen, A., Karakaş, A. ve Yağmur, M. (2014). ‘Diyarbakır’daki Yerleşik Konaklama İşletmelerinin Karşılaştığı Finansal Sorunlar ve Çözüm Önerileri’. *Bartın Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10 (5), 92-94.
- Bilgin, K.U. (2007). “Kamuda Ölçülebilir Denetime Hazırlık: Performans Yönetimi”. *Sayıştay Dergisi*, (Özel Sayı-65), 53-87.
- Bishop, S. (2009). *Economic Profit as a Performance Measure.*, <http://www.capitalvalue.com.au/library/articles.html> (erişim: 11.03.2017).

- Bititci, Ü., Carrie, A. ve Turner, T. (2002). “Integrated Performance Measurement Systems: Structure and Dynamics”. Andy Neely (Ed.). *Business Performance Measurement: Theory and Practice* (ss. 174-197). Cambridge University Press, Cambridge.
- Bogsnes, B. (2012). *A New Definition of Performance Management* <http://assets.work.com/-images/performancemanagement.pdf>. (erişim: 28.02.2017).
- Brealey, R., Myers, S. ve Marcus, A. (2012). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı). McGraw-Hill-Literatür. (1995). İstanbul.
- Brigham, E.F., Houston, J.F. (2013), *Fundamentals of Financial Management*, 13th Edition, South-Western Cengage Learning, ABD.
- Brigham, F. ve Ehrhardt, M.C. (2010). *Financial Management: Theory and Practice*. Cengage Learning, USA.
- Çakmak, N. ve Ocaklı, E. (2006). “Performans Değerlendirmesi Gerekli midir? Neden?” [Bildiri]. Aytaç Yıldızeli ve Hatice Kübra Bahşıoğlu (Ed.). *ÜNAK Bilimsel İletişim ve Bilgi Yönetimi Sempozyumu*, Eylül 2006, (ss. 212-230). Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H., Düzakın, H. ve İskenderoğlu, Ö. (2005). “Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Deneme”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28), 24-36.
- Celep, H. (2010). *Kamu Sektöründe Performans Yönetimi ve Ölçümü*. (Mesleki Yeterlilik Tezi). T.C. Maliye Bakanlığı, Ankara.
- Çelik, O. (Nisan 2002). *İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.’de Uygulanması* (45).: http://www.politics.ankara.edu.tr/eski-dosyalar/tm/SBF_WP_45.pdf (erişim:28.03.2017).

- Çelik, Ş. ve Aslanertik, B.E. (2011). “Linkages Between Value Based Performance Measurements and Risk Return Trade Off: Theory and Evidence”. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 16 (31), 63-83.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim, 10. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Ching, H.Y. ve Gerab, F. (2012). “Determinants of Financial Performance in Brazilian Companies: A Multi-Ratio Model Using Multivariate Statistical Method”, *Journal of Global Business and Economics*, 5 (1), 79-99.
- Ching, H.Y., Novazzi, A. ve Gerab, F. (2011). “Relationship between Working Capital Management and Profitability in Brazilian Listed Companies”, *Journal of Global Business and Economics*, 3 (1), 74-86.
- Çolak, G. (2012) Önbüro Hizmetleri. Murathan Yayınları 1.Basım, Trabzon.
- Coşkun, A. (2007). *Stratejik Performans Yönetimi ve Performans Karnesi*. Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. Wiley.
- Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications.*, Stern School of Business Ağ Sitesi: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>. (erişim:30.01.2017).
- De Wet, J.H.H. (2004). *EVA and MVA and Adjustments to Financial Statements to Reflect Value Creation.*, University of Pretoria Ağ Sitesi, <http://upetd.up.ac.za/UPeTD.htm> (erişim: 01.04.2017).
- Deloof, M. (2003). “Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?”. *Journal of Business Finance&Accounting*, 30 (3), 573-587.

- Desai, M., Ferri, F. ve Treadwell, S. (2006). *Understanding Economic Value* Added., <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=32840> (erişim: 14.03.2017)
- DPT. (2000). *Kamu Yönetiminin İyileştirilmesi ve Yeniden Yapılandırılması Özel İhtisas Komisyonu Raporu*. DPT, Ankara.
- Eralp, Z. (1983), Genel Turizm. Eskişehir Üniversitesi Basın Yayın Yüksekokulu, Ankara. Ercan, M.K. ve Ban Ü. (2005), Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ernst ve Young. (2012). *Earnings Per Share*. [http://www.ey.com/publication/vwluassetsdld/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012/\\$file/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012.pdf?OpenElement](http://www.ey.com/publication/vwluassetsdld/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012/$file/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012.pdf?OpenElement) (erişim: 22.03.2017).
- Ertuğrul, M. (2009). “Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından İncelenmesi”. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (1), 19-46.
- Evans, M.H. (1999). *Creating Value through Financial Management*, <http://www.exinfm.com/training/-course08.doc>. (erişim: 20.04.2017).
- Friedl, G. ve Kettenring, T. (2009). *A Note on the War of Metrics.*, http://www.controlling.wi.tum.de/-fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note_on_War_of_metrics.pdf. (erişim: 19.04.2017).
- Ghanbari, A.M. (2012). *EVA: An Appropriate Performance Measure*.
- Gill, A., Biger, N. ve Mathur, N. (2012). “Determinants of Equity Share Prices Evidence from American Firms”. *International Research Journal of Finance and Economics*, (90), 176- 192.

- Göğüş, H.S. (2010). “Ertelenmiş Vergi ve Muhasebeleştirilmesi”. *Mali Çözüm*, Eylül-Ekim, 13- 30.
- Göker, O. (1996). *Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi: Teori ve Uygulama*. Atlantis İletişim, İstanbul.
- Grant, T. (2012). *UFRS Öncelikli 20 Konu.*, http://www.gtturkey.com/UD_OBJS/IMAGES-/BLTN/UFRS_öncelikli_20_konu.pdf (erişim: 21.03.2017).
- Greenhalgh, C. ve Rogers, M. (2010). *Innovation, Intellectual Property and Economic Growth*. Princeton University Press, New Jersey.
- Güner, F. M. (2008). Bir Stratejik Yönetim Modeli Olarak Balanced Scorecard. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (1), 247-265.
- Gupta, P. (2005). “Defining Performance Measurement: A Growing Debate”. *Performance Measurement Association*, 4 (3), 6-7.
- Hansen, G.S. ve Wernerfelt, B. (1989). “Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors”. *Strategic Management Journal*, 10 (5), 399-411.
- Hasan O., Korzay, M. (1993), *Otel İşletmeciliği*. Beta Yayınları, İstanbul.
- Hayashi, F. (1982). “Tobin’s Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50 (1), 213-224.
- Helhel, Y. (2017). ‘E7 Ülkelerinde Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik Analizi’. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* 2017 Cilt: 54 Sayı: 628.
- Hill, C.W.L. ve Jones, G.R. (2008). *Strategic Management: An Integrated Approach*. USA:Houghton Mifflin Company.
- Hitchner, J.R. (2011). *Financial Valuation: Applications and Models*. Canada: John Wiley&Sons.

- Ilgaz, B., ‘Oran Analizleri’. <http://www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf> (erişim Tarihi: 11.06.2017).
- İlhan, İ. (2011). “6085 Sayılı Sayıştay Kanunu’nda Performans Denetimine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklik Üzerine Değerlendirmeler”. *Dış Denetim*, (Ocak- Şubat-Mart 2011), 112-117.
- İme, M. (2010). “İşletmeleri Tümden Değerleme Yöntemleri”. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi*, 29 (2), 361-385.
- Iqbal, M.J., Muneer, S., Jahanzeb, A. ve Rehman, S. (2012). “A Critical Review of Capital Structure Theories”. *Information Management and Business Review*, 4 (11), 553-557.
- Kabajeh, M., Nu’aimat, S. ve Dahmash, F. (2012). “The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices”. *International Journal of Humanities and Social Sciences*, 2 (11), 115-120.
- Kakani, R.K., Saha, B. ve Reddy, V.N. (2001). *Determinants of Financial Performance of Indian Corporate Sector in the Post-Liberalization Era: An Exploratory Study* (5). NSE Research Initiative.
- Kanten, S. (2006). *Konaklama işletmelerinde Hizmet Kalitesi Açısından İşgörenlerin Prososyal Davranışlarının Sağlanmasında İnsan Kaynakları Yönetimi Uygulamalarının Rolü ve Bir Araştırma*, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İnsan Kaynakları Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul.
- Kaplan, R.S. (2010). *Conceptual Foundations of the Balanced Scorecard* (10-074). HarvardUniversity. Harvard.
- Kaplan, R.S. ve Norton, N.P. (1992). “The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance”. *Harvard Business Review* (January-February 1992), 71-79.

- Karaduman, H.A., Akbaş, H.E., Özsözgün, A. ve Durer, S. (2010). “Effects of Working Capital Management on Profitability: The Case for Selected Companies in the Istanbul StockExchange (2005-2008)”. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2 (2), 47-54.
- Karakaya, K. (2009). *Konaklama İşletmelerinde Hizmet Kalitesinin Ölçümü Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Niğde.
- Kaur, H.V. ve Singh, S. (2013). “Working Capital Management and Profitability: An Empirical Analysis of Information Technology Sector in India”. *International Journal of Accounting and Financial Management Research (IJAFMR)*, 3 (1), 211-222.
- Kaviani, M., Biabani, S. ve Azam, S. (2012). “Study of and Explain the Relationship between the Financial Leverage and New Performance Metrics (EVA, MVA, REVA SVA and CVA): Evidence from Automotive Industry Tehran Stock Exchange”. *Journal of Risk and Diversification*, 4 (2012), 10-16.
- Kocaman, B. (2004). *Finansal Piyasalar*. Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Kozak, M. (2006) *Otel İşletmelerinde Kat Hizmetleri Yönetimi*, Detay Yayıncılık, Ankara. Kozak, N., Akoğlan, M., Kozak, M. (1997) *Genel Turizm İlkeler ve Kavramlar*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Kozak, N., Kozak, M. A. ve Kozak, M. (2001). *Genel Turizm: İlkeler-Kavramlar*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Krishnamurti, C. (2009). The EVA Approach to Investing. S.R. Vishwanath ve Chandrasekhar Krishnamurti (Ed.). *Investment Management* (ss. 227-239). Springer Verlag, Berlin.
- Kubalı, D. (1998). *Performans Denetimi: Kavram, İlkeler, Metodoloji ve İlkeler*. Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü, Ankara.

- Latruffe, L. (2010). *Competitiveness, Productivity and Efficiency in the Agricultural and Agri- Food Sectors (30)*. OECD Publishing.
- Lundberg, E. D., Stavenga M.H. ve Krishnamoorthy, M. (1995). *Tourism Economics*. John Wiley& Sons, Inc., Canada.
- Majumdar, S.K. (1997). “The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India”. *Review of Industrial Organization*, (12), 231–241.
- Malik, M.F., Qureshi, M.U. ve Azeem, M. (2012). “Determination of Share Price: Evidence from Karachi Stock Exchange”. *The Romanian Economic Journal*, 15 (43), 97-114.
- Mark, K. ve Nayyar-Stone, R. (Nisan 2002). “Assessing the Benefits of Performance Management in Eastern Europe: Experience in Hungary, Albania, and Georgia” [Bildiri]. NISPAcee Annual Conference, Cracow.
- Maviş, F. (2003) *Endüstriyel Yiyecek Üretimi*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Miller, J. (2005). “A Practical Guide to Performance Measurement”. *Journal of Corporate Accounting&Finance*, 16 (4), 71-75.
- Mısırlı, İ. (2002) *Seyahat Acentacılığı ve Tur Operatörlüğü*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Modigliani, F. ve Miller, M.H. (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. *The American Economic Review*, XLVIII (3), 261-297.
- Moers, F. (2000). Financial and Non-financial Performance Measures and Managerial Short- Term Orientation: The Interactive Effect of Performance Targets.,University of Maastricht Ağ Sitesi: <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=526>. (erişim: 2.05.2017).
- Mohamad, N.E. ve Saad, N. (2010). “Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia”. *International Journal of Business Mangement*, 5 (11), 140-147.

- Mondal, A.S. ve Imran, M. (2011). Determinants of Stock Price: A Case Study on Dhaka Stock Exchange., <http://www.wbiconpro.com/337-Saheb.pdf>. (erişim: 25.04.2017).
- Nirmala, P.S., Sanju, P.S. ve Ramachandran, M. (2011). “Determinants of Share Prices in India”. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences (JETEMS)*, 2 (2), 124-130.
- Olivier, A.M. (2011). *A Value-Based Investment Selection Framework for Platinum Shares on the JSE (Ltd)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Potschefstroom: North-West University.
- Önal, Y.B. ve Karadeniz, E. (2004). “Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB’ye Kote Bit Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama”. *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15 (2) , 139-157.
- Oseni, J.E. (2009). *Determinants of Stock Prices in the Capital Market.*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326912 (erişim: 23.04.2017).
- Otley, D. (2002). “Measuring Performance: The Accounting Perspective”. Andy Neely (Ed.). *Business Performance Measurement: Theory and Practice* (ss. 3-21). Cambridge: Cambridge University Press.
- Özer, M.A. (2009). “Performans Yönetimi Uygulamalarında Performansın Ölçümü ve Yönetimi”. *Sayıştay Dergisi*, (73), 3-29.
- Özkan, A. (2009). “TMS 12 Gelir Vergisi Standartlarına Göre Ertelenmiş Vergiler ve Muhasebe Uygulamaları”. *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, (32), 97-112.
- Öztürk, Ü. (2009). *Performans Yönetimi*. Alfa Basım Yayım, İstanbul.

- Pinto, J.E., Henry, E., Robinson, T.R. ve Stowe, J.D. (2010). *Equity Asset Valuation*. John&Wiley Sons, New Jersey.
- Prasetyantoko, A. ve Rachmadi, P. (2008). *Determinants of Corporate Performance of Listed Companies in Indonesia.*, MPRA Ağ Sitesi, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6777/1/Jurnal_UI.pdf (erişim: 6.05.2017).
- Prokopenko, J. (1992). *Productivity Management*. Geneva: International Labour Office.
- Raheman, A. ve Nasr, M.. (2007). “Working Capital Management and Profitability-Case of Pakistani Firms”. *International Review of Business Research Papers*, 3 (1), 279-300.
- Reid, R.D. ve Sanders, N.R. (2005). *Operations Management: An Integrated Approach*. John Wiley.
- Safarova, Y. (2010). *Factors That Determine Firm Performance of New Zealand Listed Companies*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Auckland: Auckland University of Technology.
- Saldanlı, A., Sırma, İ. (2014), “TOPSİS Yönteminin Finansal Performans Göstergesi Olarak Kullanılabilirliği”, *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 11-41, s. 185–202.
- Sayılğan, G. ve Doğan, M. (2005). “Neden Artan Vergi Oranları İşletmeleri Borçla Finansmana Özendirir?”. *Bankacılar Dergisi*, 52, 28-38.
- Sayıştay. (2003). *Sayıştayın Performans Ölçümüne İlişkin Ön Araştırma Raporu*. Sayıştay Yayınları Müdürlüğü, Ankara.
- Şener, B. (2009) *Konaklama İşletmelerinde Önbüro Yönetimi*, Detay Yayıncılık, 3. Baskı:Ankara.
- Serrasqueiro, Z. (2009). “Growth and Profitability in Portuguese Companies: A Dynamic Pnael Data Approach”. *Economic Interferences*, XI (26), 565-573.
- Sevilengül, O. (2005). *Genel Muhasebe*. Gazi Kitabevi, Ankara.

- Sezgin, O. M. (1995), Genel Turizm-Turistik Kavramlar-Ekonomi-Pazarlama-Turizm.
- Sharma, A.K. ve K, S. (2012). “EVA versus Conventional Performance Measures: Empirical Evidence From India”. [Bildiri]. Jake Zu ve Wali I. Mondal (Ed.). *ASBBS 19th Annual Conference*, 2012, (ss. 804-815). Las Vegas: ASBSS.
- Tezcan, K., Önal, Y.B., Karadeniz, E. ve Kandır, S.Y. (2007) Türk Turizm Sektörü ve
- TMSK. (2007). *Türkiye Muhasebe Standartları*. Fersa Matbaası, İstanbul.
- Tobin, J. (1969). “A General Equilibrium Approach To Monetary Theory”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.
- Ünal, I. (1989). “Verimliliğin Önemi ve Eğitim ile İlişkisi”. *A.Ü. Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi*, 22 (1-2), 435-442.
- Uwuigbe, U., Olusegun, O. ve Goswill, A. (2012). “An Assessment of the Determinants of Share Price in Nigeria: A Study of Selected Listed Firms”. *Economica*, 8 (6), 78-88.
- Uyar, A., Okumuş, E. (2010), “Finansal Oranlar Aracılığıyla Küresel Ekonomik Krizin Üretim Şirketlerine Etkilerinin Analizi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Mufad Journal*, Sayı 46, s. 146–156.
- Uyargil, C. (2008). *İşletmelerde Performans Yönetimi Sistemi*. Arıkan Basım Yayın, İstanbul.
- Vergi Uygulamaları. Nobel Kitabevi, Adana.
- Wolfe, J ve Sauaia, A.C.A. (2003). “The Tobin q as a Company Performance Indicator”. *Developments in Business Simulation and Experiential Learning*, 30 (2003), 155-159.
- Wu, D. (2009). *Measuring Performance in Small and Medium Enterprises in the Information & Communication Technology*

- Industries*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Australia: RMIT University.
- Yalçın, N., Bayrakdaroğlu, A. ve Kahraman, C. (2012). “Application of fuzzy multi-criteria decision making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries”. *Expert Systems With Applications*, (39), 350-364.
- Yede, H. ve Longbo, D. (2010). “Evaluation of Performance of Listed Companies Using Factor Analysis” [Bildiri]. Joseph Kam Hung, Plum-Blossom Zhao ve Zhang Wei (Ed.). *2010 International Conference on Regional Management Science and Engineering*, 2010, (ss. 711-715). St. Plum-Blossom Press, Melbourne.
- Yenice, E. (2007). “Performans Ölçümünde Karşılaşılan Sorunlar ve Kurumsal Karne (Balanced Scorecard) Yaklaşımı”. *Bütçe Dünyası*, 2 (25), 95-100.
- Yıldız, M.S., Karagöz, Y. ve Mesci, M. (2010). “Performans Değerlendirme ve Süreç Yönetim Aracı Balanced Scorecard’ın Boyutlarına Katılım Düzeyi: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinde Bir Araştırma”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (3), 1-22.
- Yıldız, Z. (2011) Turizm Sektörünün Gelişimi ve İstihdam Üzerindeki Etkisi, SüleymanDemirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Sayı 5, 54-71.
- Yılğör, A.G. (2005). “İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer(EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün Ölçülmesi: İMKB 100 Örneği”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 60 (1), 225-248.
- Yükçü, S. ve Atağan, G. (2010). “TOPSİS Yöntemine Göre Performans Değerleme”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (45), 28-35.

EKLER

EK-1

ÇALIŞMAYA DAHİL EDİLEN ŞİRKETLERİN BİLGİLERİ

Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş (AYCES)

Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.’nin (“Şirket” veya “Otel”) fiili faaliyet konusu, İzmir, Çeşme’de turistik otel ve tesis işletmek, yerli ve yabancı misafirlere konaklama, kongre - seminer organizasyonları ile sağlık ve dinçleşme programları uygulamaktır. Otel satışlarının büyük kısmını yerli ve yabancı tur operatörleri ile gerçekleştirmektedir. Otel’in faaliyetleri turizm sezonuna bağlı olarak dönemsellik arz etmektedir. Otelin ana bina ve marina odaları toplamı 423 adet (31 Aralık 2015: 423 adet), Altın Yunus apart odaları toplamı ise 42 adettir (31 Aralık 2015: 42 adet).

Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu’na (“SPK”) kayıtlıdır ve hisseleri, Borsa İstanbul’da (“BİST”) işlem görmektedir. Şirket’in %61,84 (31 Aralık 2015: %61,84) oranında hissesine sahip olan Yaşar Holding A.Ş. (“Yaşar Holding”), Şirket’in ana ortağı konumundadır. 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla, Şirket’in BİST’e kayıtlı %8,16 (31 Aralık 2015: %8,16) oranında hissesi mevcuttur.

Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULAS)

Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (“Şirket”) 1985 yılında ‘Ulaşlar Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret ve Pazarlama A.Ş.’ unvanıyla Ankara Ticaret Sicil Memurluğu’nda 58459 sicil numarası ile tescil ve ilan olunarak kurulmuştur. Şirket 19.07.2011 tarih ve 7861 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan ve tescil olduğu üzere unvanını “Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.” olarak değiştirmiştir. Şirketin ana faaliyet konusu yurtiçinde turistik konaklama tesisi ve turizm işletmeciliği yapmaktır. Şirket 2015 yılı sonunda kadar faaliyetlerini kendisine ait 2 adet otel

işletmesinde gerçekleştirmiştir. Ancak “Club Hotel Ulaşlar” isimli otel işletmesi 2015 yılı sonu itibarıyla Arsa Karşılığı Kat Sözleşmesi kapsamında yüklenici şirkete verilerek otelcilik faaliyetlerine son verilmiştir. Faaliyetlerin sürdürüldüğü ikinci otel olan “Viva Ulaşlar Hotel” 2016 yılı sezonunda hizmete açılmamıştır. Bu otelde 2017 Ocak ayında 5 yıllık bir kira sözleşmesi ile kiralanmıştır.

Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar Anonim Şirketi (TEKTU)

Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar Anonim Şirketi (Şirket) 1987 yılında Yattur Turizm Marina ve Yat İşletmeciliği Anonim Şirketi ünvanıyla İstanbul’da kurulmuştur. Şirket’in ünvanı 26 Aralık 1990 tarihinde Tek-Art Turizm Anonim Şirketi olarak, 31 Ağustos 2005 tarihinde Tek-Art Turizm Zigana Anonim Şirketi olarak, 12 Mayıs 2010 tarihinde ise Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar Anonim Şirketi olarak tescil edilmiştir. Şirket’in esas faaliyet konusu, yurt içinde ve yurt dışında oteller, tatil köyleri, golf tesisleri, lokanta, kafeterya, gazino ve eğlence yerleri, plajlar, lunaparklar, marinalar, yat çekek yerleri, turistik eşya satış yerleri, tanzim okulları ve benzeri tesislerin yatırımını yapmak, bu tesisleri inşa etmek ve işletmek, seyahat acentalığı, turizm taşımacılığı ve kiralık araba işletmeciliği yapmak, limanlarda ve serbest bölgelerde mağazalar, teşhir yerleri ve depolar açmak ve bu yerleri işletmektir.

Net Turizm Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi (NTTUR)

Net Turizm Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi ve Bağlı Ortaklıkları birlikte “Grup”, Grup’un da içinde bulunduğu Net Grubu şirketleri ise hep birlikte “Net Grubu” olarak adlandırılacaktır. Net Turizm Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi (Ana Ortaklık Şirket) 06 Şubat 1975 tarihinde anonim şirket statüsünde, mağaza işletmeciliği (halı ve benzeri ürünler, giyim eşyası, mücevherat ve hediyelik eşya üretimi ve ticareti), turizm işletmeciliği (konaklama, dinlenme, eğlence, gezi, casino, yiyecek ve içecek yerleri açılması ve

işletilmesi), turistik amaçlı ulaşım faaliyetleri ve seyahat acenteliği konularında faaliyet göstermek amacıyla İstanbul’da kurulmuştur. Ana Ortaklık Şirket’in bilinen en büyük gerçek kişi hissedarı Besim Tibuk’tur.

Merit Turizm Yatırım ve İşletme Anonim Şirketi (MERİT)

Merit Turizm Yatırım ve İşletme Anonim Şirketi (“Şirket veya Merit”), Şirket’in de içinde bulunduğu Net Grubu Şirketleri ise birlikte “Net Grubu” olarak adlandırılacaktır. Merit Turizm Yatırım ve İşletme Anonim Şirketi, 07 Ekim 1988 tarihinde anonim şirket statüsünde; otel yönetimi ve işletmeciliği konusunda faaliyet göstermek amacıyla kurulmuştur. Şirket, 31 Aralık 2016 tarihinde sona eren hesap dönemi içerisinde, Merit Halki Palas, Merit Lefkoşa, Kıbrıs Merit Crystal Cove, Merit Park, Merit Royal ve Merit Cyprus Gardens otellerini işletmekte olup bu otellerden temel işletme ücreti ve işletme teşvik ücreti gelirleri elde etmektedir. Şirket’in ana faaliyet gelir kalemi içerisinde yer alan Merit Halki Palas’tan elde edilen temel işletme ücreti geliri Merit Halki Palas’ın 10 Mayıs 2016 tarihinde faaliyetini durdurmasından dolayı bu tarihten itibaren sona ermiştir.

Martı Otel İşletmeleri Anonim Şirketi (MARTI)

Martı Otel İşletmeleri Anonim Şirketi (Şirket) 8 Mart 1967 tarihinde Türkiye’de kurulmuş olup faaliyet konusu, her türlü otel, motel, tatil köyü, marina, restoran ve buna benzer turistik tesisler kurmak, işletmek, işlettirmek, kiraya vermek, kurulu veya kurulacak tesisler kiralamak, bu amaçla ortaklıklar kurmak ve her türlü işbirliği sözleşmeleri yapmaktır. Şirket Sermaye Piyasası Kurulu’na (SPK) kayıtlı olup hisse senetlerinin tamamı kurul kaydına alınmıştır.

Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT)

Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. (“Mares” ya da “Şirket”) 1986 yılında kurulmuş olup, Türkiye’de kayıtlıdır ve Türk Ticaret Kanunu altında faaliyet göstermektedir. Şirket’in fiili faaliyet konusu, Antalya’da turistik otel işletmek ve turizm hizmetleri sunmak,

Marmaris’te kurulmuş olan turistik tesisi kiraya vermektir. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”)’na kayıtlıdır ve hisseleri Borsa İstanbul A.Ş.’ de (eski adıyla, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası”) işlem görmektedir.

Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi (AVTUR)

Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi (“Ana ortaklık”, “Şirket”) , Merkez B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanı ile Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde 10 Temmuz 2006 tarihinde yatırım ortaklığı olarak kurulmuştur. Şirket’in faaliyet konusu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 27 Ekim 2010 tarihli izni ile 19 Ocak 2011 tarihinde petrol tesisleri ve turizm olarak değiştirilmiştir. İlgili değişiklikten sonra Şirket’in unvanı, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi olmuştur.Şirket esas olarak petrol tesisleri ve turistik tesisleri kurmak, işletmek, işletme hakkı vermek, işletme kurup satmak, kurulmuş işletmeleri devir almaktır.. Şirket sermayesinin % 63,71’i halka açık olup, ana ortağı Sn. Galip Öztürk’tür.