

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
2019-YL-068

BİST100'DE İŞLEM GÖREN ENERJİ SEKTÖRÜ
İŞLETMELERİ'NİN FİNANSAL ANALİZ ORANLARI İLE
PERFORMANS TESPİTİ

HAZIRLAYAN
Hatice GÖĞEBAKAN

TEZ DANIŞMANI
Dr. Öğr. Üyesi Umut Tolga GÜMÜŞ

AYDIN-2019

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Yüksek Lisans Programı öğrencisi Hatice GÖĞEBAKAN tarafından hazırlanan “Bist100’de İşlem Gören Enerji Sektörü İşletmeleri’nin Finansal Analiz Oranları İle Performans Tespiti” başlıklı tez, 14.06.2019 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

	Ünvanı, Adı Soyadı	Kurumu	İmzası
Başkan:			
Üye :			
Üye :			

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu Yüksek Lisans tezi, Enstitü Yönetim Kurulunun tarihsayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Ahmet Can BAKKALCI

Enstitü Müdür V.

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

.../.../2019

Hatice GÖĞEBAKAN

ÖZET

BİST100'DE İŞLEM GÖREN ENERJİ SEKTÖRÜ İŞLETMELERİ'NİN FİNANSAL ANALİZ ORANLARI İLE PERFORMANS TESPİTİ

Hatice GÖĞEBAKAN

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Programı

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Umut Tolga GÜMÜŞ

2019, XIII + 79 sayfa

Sanayileşme ile beraber ülkelerin gelişmişlik düzeyi hakkında bilgi sahibi olmak için enerji sektörü dünyada ve Türkiye’de önemli bir yere gelmiştir. Bu çalışmada Türkiye’de halka açık enerji sektörünün finansal analizde kullanılan oranları ve firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışma yapılırken, Bist100’de işlem gören halka açık enerji sektörü işletmelerinden, Ak Enerji Üretim A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş., Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin 2012-2017 dönemine ait finansal tabloları kullanılarak analizler yapılmıştır.

Günümüz itibariyle Firmaların asıl amacı firma değeri maksimizasyonu oluşturmaktır. Firma değeri; firmanın mevcut cari durumu, finansal pozisyonu, karlılığı, faaliyetleri gibi birçok faktörden etkilenmektedir. Daha önce belirtildiği gibi çalışma, 2012-2017 yılları arasında Bist100’den Elde edilen 5 Enerji firmasına ait verileri kapsamaktadır. Çalışmada Likitide Oranlarından; Cari Oran, Asit Test Oranı, Nakit Oranı, Faaliyet Oranlarından; Alacak Devir Hızı Oranı, Varlık Devir Hızı Oranı, Borçların Devir Hızı Oranı, Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı, Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı, Öz Kaynak Devir Hızı Oranı, Finansal Yapı Oranlarından; Finansal Kaldıraç Oranı, Finansman Oranı, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynaklara Oranı, ve Karlılık Oranlarından; Finansal Verimlilik Oranı, Varlıkların Karlılığı Oranı, Brüt Satış Karı Oranı, Faaliyet Karı Oranı ve Net Kar Marjı Oranı analiz edilip enerji sektörü firmalara üzerine tespitler yapılmıştır.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Finansal Oranlar, Firma Değeri, BİST100, Enerji Sektörü

ABSTRACT

PERFORMANCE DETERMINATION WITH FINANCIAL ANALYSIS RATES: IMPLEMENTATION OF BIST100'S ENERGY

Hatice GÖĞEBAKAN

Master Thesis, Department of Business Administration

Thesis Advisor: Dr. Umut Tolga GÜMÜŞ

2019, XIII + 79 sayfa

Energy sector in order to have information about the level of development of the countries with industrialization has become an important place in the world and Turkey. In this study, the public relations between Turkey and used in the financial analysis of the energy sector and enterprise value ratio was examined. In this study, Ak Energy Generation Inc., Aksa Energy Generation Inc., Aksu Energy and Trade Inc., Ayen Energy A.S. and Zorlu Energy Electric A.S.'s financial statements for the period 2012-2017 have been analyzed.

As of today, the main purpose of the firm is to create a firm value maximization. Firm value; The current current situation, financial position, profitability and activities of the company are affected by many factors. As mentioned earlier, the study includes data from 5 Energy companies obtained from Bist100 between the years 2012-2017. In the study, the ratio of liquidity; Current Ratio, Acid Test Rate, Cash Ratio, Operating Rates; Receivable Ratio Rate, Asset Turnover Rate, Debt Reversal Rate, Tangible Asset Ratio Rate, Net Working Capital Turnover Rate, Own Resource Turnover Rate, Financial Structure Rates; Financial Leverage Ratio, Financing Ratio, Short Term Liabilities to Foreign Resources, and Profitability Ratios; Financial Productivity Ratio, Profit Ratio of Assets, Gross Sales Profit Rate, Operating Profit Rate and Net Profit Margin Rate are analyzed and determinations are made on energy sector firms.

KEYWORDS: Financial Ratios, Firm Value, BIST100, Energy Sector

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının planlanmasında, araştırılmasında, yürütülmesinde ve oluşumunda ilgi ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen, bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım, yönlendirme ve bilgilendirmeleriyle çalışmamı bilimsel temeller ışığında şekillendiren danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Umut Tolga GÜMÜŞ'e, araştırmalarım sırasında yardımlarını esirgemeyen hocalarıma ve bugünlere gelmemde en büyük pay sahibi sevgili Eşime ve Çocuklarıma, her zaman yanımda olan ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli okul arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

Hatice GÖĞEBAKAN

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.....	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ.....	vii
TABLolar DİZİNİ.....	xii
KISALTMALAR DİZİNİ	xiii
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM	2
1. FİNANSAL ANALİZ	2
1.1. Finansal Analiz ile İlgili Literatür Taraması.....	2
1.2. Finansal Analiz Kavramı	3
1.3. Finansal Analizin Önemi	5
1.4. Finansal Analizde Kullanılan Tablolar	6
1.4.1. Finansal Analizlerde Kullanılan Temel Finansal Tablolar	7
1.4.1.1. Bilânço tablosu ve kalemleri	8
1.4.1.2. Gelir-Gider tablosu ve kalemleri	10
1.5. Finansal Analizin Tarihsel Gelişimi	11
1.6. Finansal Analiz Çeşitleri.....	12
1.6.1. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri.....	12
1.6.1.1. Statik analiz	12
1.6.1.2. Dinamik analiz	13
1.6.2. Yapılma Amacına Göre Finansal Analiz Çeşitleri	13
1.6.2.1. Yönetim analizi	13
1.6.2.2. Kredi analizi	14
1.6.2.3. Yatırım analizi.....	14

1.6.3. Analizi Yapan Kişinin Durumuna Göre Finansal Analiz Çeşitleri	15
1.6.3.1. İç analiz	15
1.6.3.2. Dış analiz.....	15
1.7. Finansal Analiz Teknikleri.....	16
1.7.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)	16
1.7.2. Yüzde Metodu İle Analiz (Dikey Analiz)	17
1.7.3. Trend Analizi (Eğilim Yüzdeleri Analizi).....	18
1.7.4. Rasyo Analizi (Oran Analizi)	19
1.7.4.1. Likitide oranları.....	20
1.7.4.2. Finansal yapı oranları	21
1.7.4.3. Faaliyet oranları.....	21
1.7.4.4. Karlılık oranları	22
1.7.4.5. Borsa performans oranları.....	23
2. BÖLÜM	25
2. DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMI	25
2.1. Değer Kavramı.....	25
2.2. Değerleme Kavramı	27
2.3. Değerlemenin Amacı, Önemi ve Fonksiyonları	27
2.4. Değerleme İşlemlerinin Sınıflandırılması ve Değerleme Ölçüleri	28
2.4.1. Maliyet Yaklaşımı	29
2.4.2. Pazar Yaklaşımı	29
2.4.3. Gelir Yaklaşımı.....	29
2.4.4. Değerleme Ölçüleri.....	30
2.4.4.1. Tarihi maliyet	30
2.4.4.2. Cari maliyet	31
2.4.4.3. Net gerçekleşebilir değer.....	32
2.4.4.4. Bugünkü değer	32

2.4.4.5. Gerçeğe uygun değer.....	33
2.5. Finansal Oranlar ve Firma Değer İlişkisi.....	33
2.5.1. Finansal Oranlar.....	33
2.5.1.1. Likidite oranları.....	35
2.5.1.2. Faaliyet oranları.....	36
2.5.1.3. Mali yapı oranları.....	39
2.5.1.4. Karlılık oranları.....	40
2.5.1.5. Borsa performans oranları.....	41
2.5.2. Firma Değer İlişkisi.....	42
3. BÖLÜM.....	44
3. BİST100'DE İŞLEM GÖREN ENERJİ SEKTÖRÜ İŞLETMELERİNDE UYGULAMA.....	44
3.1. Firmalar ve EPDK.....	45
3.1.1. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK).....	45
3.1.2. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. (AKENR).....	45
3.1.3. Aksa Enerji Üretim A.Ş. (AKSEN).....	46
3.1.4. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. (AKSUE).....	47
3.1.5. AYEN Enerji A.Ş.	48
3.1.6. Zorlu Enerji Grubu (ZOREN).....	49
3.2. Likidite ve Finansal Yapı Analizleri.....	51
3.2.1. Likidite Analizi.....	51
3.2.1.1. Cari oran.....	51
3.2.1.2. Asit-Test (Likidite) oran.....	52
3.2.1.3. Nakit (Hazır Değerler) oran.....	53
3.2.2. Finansal Yapı Analizi.....	54
3.2.2.1. Finansal kaldıraç oranı.....	54
3.2.2.2. Finansman oranı.....	55
3.2.2.3. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı.....	55

3.3. Faaliyet ve Kârlılık Analizleri	56
3.3.1. Faaliyet Analizi.....	56
3.3.1.1. Alacak devir hızı oranı	56
3.3.1.2. Varlık (Aktif) devir hızı oranı	57
3.3.1.3. Borçların devir hızı oranı	58
3.3.1.4. Maddi duran varlık devir hızı oranı.....	59
3.3.1.5. Net çalışma sermayesi devir hızı oranı	60
3.3.1.6. Öz kaynak devir hızı oranı	61
3.3.2. Kârlılık Analizi	61
3.3.2.1. Brüt satış kar oranı	61
3.3.2.2. Faaliyet kârı oranı.....	62
3.3.2.3. Net kâr marjı oranı	63
3.3.2.4. Finansal verimlilik (Mali Rantabilite) oranı.....	64
3.3.2.5. Varlıkların kârlılığı oranı	65
3.3.2.6. Faiz karşılama oranı	66
3.4. Borsa Performans Oranları	66
3.4.1. Fiyat/Kazanç Oranı	66
3.4.2. Fiyat/Satış Oranı	67
3.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı.....	68
4. TARTIŞMA VE SONUÇ	70
5. KAYNAKLAR	74
ÖZGEÇMİŞ	79

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Finansal Analiz ile İlgili Yapılmış Çalışmalar	2
Tablo 2.1. Finansal Tablo Oranları.....	32
Tablo 3.1. Analiz Edilecek Olan Enerji Şirketleri.....	43
Tablo 3.2. Enerji Sektörü Firmalarının Cari Oranları	50
Tablo 3.3. Enerji Sektörü Firmalarının Asit-Test Oranları	51
Tablo 3.4. Enerji Sektörü Firmalarının Nakit Oranları	52
Tablo 3.5. Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Kaldıraç Oranları	53
Tablo 3.6. Enerji Sektörü Firmalarının Finansman Oranları.....	53
Tablo 3.7. Enerji Sektörü Firmalarının Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Varlıklarına Oranları.....	54
Tablo 3.8. Enerji Sektörü Firmalarının Alacaklarının Devir Hızı Oranları.....	55
Tablo 3.9. Varlık (Aktif) Devir Hızı Oranı Analizleri	56
Tablo 3.10. Enerji Sektörü Firmalarının Borçlarının Devir Hızı Oranları	57
Tablo 3.11. Enerji Sektörü Firmalarının Maddi Duran Varlıklarının Devir Hızı Oranları ...	58
Tablo 3.12. Enerji Sektörü Firmalarının Net Çalışma Sermayelerinin Devir Hızı Oranları .	59
Tablo 3.13. Enerji Sektörü Firmalarının Öz Kaynaklarının Devir Hızı Oranları.....	59
Tablo 3.14. Brüt Satış Karı Oranı Analizleri (%).....	60
Tablo 3.15. Enerji Sektörü Firmalarının Faaliyet Kârı Oranları	61
Tablo 3.16 Enerji Sektörü Firmalarının Net Kâr Marjı Oranları.....	62
Tablo 3.17. Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Verimliliklerinin Oranları.....	63
Tablo 3.18. Enerji Sektörü Firmalarının Varlıklarının Kârlılığı Oranları	63
Tablo 3.19. Enerji Sektörü Firmalarının Faiz Karşılama Oranları	64
Tablo 3.20. Enerji Sektörü Firmalarının Fiyat/Kazanç Oranları	65
Tablo 3.21. Enerji Sektörü Firmalarının Fiyat/Satış Oranları	66
Tablo 3.22. Enerji Sektörü Firmalarının Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları.....	67

KISALTMALAR DİZİNİ

AD	: İşletme Aktiflerinin Piyasa Değeri
AKENR	: Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.
AKSEN	: Aksa Enerji Üretim A.Ş.
AKSUE	: Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
AYEN	: Ayen Enerji A.Ş.
BD	: İşletme Borçlarının Piyasa Değeri
BİST	: Borsa İstanbul
CAPM	: Capital Assent Pricing Model
CDP	: Cisco Discovery Protokol
DD	: Defter Değeri
EPDK	: Enerji Piyasası Kurumu
ICAEW	: Chartered Accountants in England Wales
IEA	: Uluslararası Enerji Ajansı
K.K.T.C.	: Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
MW	: Mega Watt
NAD	: Net Aktif Değer
PD	: Piyasa Değeri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TMS	: Türkiye Muhasebe Standardı
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
ZOREN	: Zorlu Enerji Grubu

GİRİŞ

Firmalar faaliyetlerini yerine getirirken bazı amaçlara ulaşmak için kendilerine bazı hedefler belirlemektedirler. Genel açıdan bakıldığında firmaların temel hedefinin; varlığını devam ettirmek, ürün ile birlikte hizmet temin etmek, istihdam yaratmak, pazar payı ile satışlarını artırmak, rakip firmalara göre üstün konuma gelmek, maliyetlerini düşürerek karını en yüksek seviyeye çıkarmaktır.

Dünya’da firma değerinin daha büyük öneme sahip olmasıyla birlikte, firmalarla ilişki içinde olan çıkar grupları firmaların değerini bilmek istemektedir. Firmaların değeri üstünde, firmaların alacağı bazı kararlar etkili olmaktadır. Firmaların alacağı bu kararlar; firmaların likidite durumu, varlıkların etkin kullanılmaması, finansal yapısı, karlılık durumuyla ilgili olabilmektedir. Firmaların alacağı bu finansman konusundaki kararların göstergelerine finansal analizler yaparak ulaşmak mümkündür.

Finansal analiz, firmaların finansal çizelgelerindeki verilerini irdeleyerek yapılmaktadır. Finansal analizleri yapmak için bir takım teknikleri kullanmak gerekmektedir. Analizlerden en fazla oran analizi tekniği kullanılmaktadır. Yöntemi; likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu nedenle oran analizleri vasıtasıyla; firmaların finansal ve iktisadi yapısı ile verimliliği ve karlılığı, varlıklarının etkin bir şekilde kullanılması gibi önemli ve anlam ifade konularda bilgi sağlamak mümkündür. Buna bağlı olarak, finansal analizlerde kullanılmakta olan bu oranların firmaların değeri üzerindeki etkisinin incelenmesinin değerli olduğu düşünülmüştür.

Çalışmanın birinci bölümünde; finansal analiz kavramı, finansal analiz çeşitleri ve finansal analiz teknikleri hakkında genel bilgiler verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; değerlendirme ve firma değeri kavramından ve önemi üzerinde durulmuştur.

Son Bölümde ise, firma değeri ile finansal oranlar arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla, 2012-2017 döneminde Bist100’den elde edilen 5 firmanın finansal verileri kullanılmıştır.

1. BÖLÜM

1. FİNANSAL ANALİZ

1.1. Finansal Analiz ile İlgili Literatür Taraması

Firma analizi ile ilgili Dünya’da yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. Bundan dolayı literatürde yer alan bütün çalışmalar yerine seçilmiş bazı çalışmalar Tablo 1.1. de verilmiştir.

Tablo 1.1. Finansal Analiz ile İlgili Yapılmış Çalışmalar

Araştırmacı	Firma ve Araştırmanın Yapıldığı Dönemleri	Sonuç
Koçak (2018)	Özel, kamu ve yabancı sermayeli bankalar 2011-2016	Özel, kamu ve yabancı sermayeli mevduat bankalarının 2011-2016 yılları arasındaki verileri oran analizi yöntemiyle incelenmiş olup, kamu sermayeli bankaların özsermayelerinde azalışlar mevcutken en yüksek özsermaye yeterliliğine sahip bankanın özel sermayeli bankalar olduğu görülmüştür.
Pekdoğan (2018)	Kırıkkale’de faaliyet gösteren yem fabrikasının 2006-2016	Kırıkkale ‘de faaliyet gösteren yem fabrikasının 2006-2016 yıllarına ait verileri kullanılarak yapılan oran analizi ile net kar/net satışlar oranının net kar/toplam aktif oranı ile pozitif yönde bir ilişkili olduğu görülmüştür.
Bilgiç (2017)	Kamu ve özel bankaların 1990-2015	Çalışmada kamu ve özel bankaların 26 yıllık dönemini kapsayan sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, karlılık ve likidite oranlarının hesaplanıp genel ortalamaları incelenmiştir. Kriz dönemlerinde bu oranların olumsuz yönde etkilendiği, diğer dönemlerde ise aktif kalitesi ve likidite oranların ters yönde eğilim gösterdiği görülmüştür.
Boz (2017)	Spor Genel Müdürlüğü 2006-2015	Spor Genel Müdürlüğü’ nün 2006-2015 yılları arasındaki bütçe gelir-gider tablolarındaki harcama kalemleri veri seti oluşturularak rasyo analizi ile yıl yıl artış oranları ve genel bütçe gelir gider içerisindeki payı hesaplanıp değerlendirilmiştir. Spor Genel Müdürlüğü’ nün gelir toplamının büyük bir bölümünün yardım, bağış ve özel gelirlerden oluştuğu tespit edilmiştir.
Akbulut ve Coşkun (2015)		Çalışmada 2010-2012 dönemlerine ait finansal performansları ile pazar değeri/defter değeri oranları karşılaştırılmış ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkinin olmadığı sonucu saptanmıştır.
Orak (2015)	Ankara Büyükşehir Belediyesinde faaliyet gösteren hem eğitim araştırma hastaneleri hem de devlet hastaneleri 2008-2013	Çalışmada Ankara Büyükşehir Belediyesinde faaliyet gösteren hem eğitim araştırma hastaneleri hem de devlet hastanelerinin kısa vadeli borçlarını ödemekte nakit sıkıntısı yaşadıkları stok bağımlılığının yüksek olduğu ve 6 yıllık veriler incelendiğinde finansal performans durumlarının da farklı olmadığı görülmüştür.

Tablo 1.1. Finansal Analiz ile İlgili Yapılmış Çalışmalar (Devamı)

Araştırmacı	Firma ve Araştırmanın Yapıldığı Dönemleri	Sonuç
Orhan (2014)	Bist' te işlem gören dokuma, giyim eşyası ve deri işletmeleri 2013	2013 yılında Bist' te işlem gören dokuma, giyim eşyası ve deri işletmeleri için finansal oran verileri ile diskriminant analizi ve dikey analiz de yapılmıştır. Yapılan likitide analizine göre de finansal açıdan başarılı ve başarısız olan işletmeler için anlamlı farklılıkların olmadığı görülmüştür.
Palamutçu (2013)	Kamu ve Özel Sağlık İşletmeleri 2008-2011	2008-2011 yılları arasında verileri analiz edilen hastanelerin yapılan likitide oranı sonucuna göre çalışma sermayesinin yereli olmadığı fakat alacak devir hızı oranının ve ortalama tahsil süresinin iyi olduğu tespit edilmiştir.
Meder Çakır ve Küçükkaplan'ın (2012)		Çalışmada panel veri analizi yapılarak cari oran ve kaldıraç oranının aktif kârlılığıyla negatif ilişkili olduğunu, asit test oranı, stok devir hızı ve aktif devir hızının ise kârlılığa pozitif ve anlamlı etkisinin olduğunu tespit edilmiştir.
Altan ve Arkan (2011)		Yapılan çalışmada kısa dönemli borçlanma, uzun dönemli borçlanma ve özsermaye değişkenlerinin firma değeri üzerine etkileri incelenmiştir.
Hasan ve Habib (2010)		Çalışmada Bangladeş'te faaliyette bulunan ilaç firmaları üzerine oran analizi ve performans analizi yapılmış ve firma değerinin ve karlılığın etkisi analiz edilmiştir.
Düzer ve Birgili (2010)		Çalışmada finansal oranlar ile firma değeri arasında ilişki incelenmiş olup, finansal oranların firma değeri üzerine etkili olduğu sonucuna varılmıştır.
Tuncer (2008)	Acıbadem Hastanesi 2004-2006	Acıbadem Hastanesinin finansal tabloları incelenerek yapılan oran analizi sonucunda karlılık analizine göre karlılığın düşük olduğu görülmüştür.
Masulis (1983)		Çalışmasında, borç yükümlülüğündeki yapının değişiminin firma değeri üzerinde etkisini incelemiş ve borç yapısının değişiminin firma değeri üzerinde etkili olabileceği sonucuna varmıştır.

Yukarıda firma analizi yapılan çalışmaları göz önüne alarak enerji sektöründeki firmalar için oran analizi tekniği kullanılarak çalışma yapılmıştır.

1.2. Finansal Analiz Kavramı

İşletmelerin varlığını sürdürebilmesi, kar elde etmesi ve elde ettiği bu karı sürdürülebilir kılması ve temel amaç olarak işletme değerini yükseltebilmesi açısından finansal analiz önemli bir konuma sahiptir.

İşletme yönetiminde finansal analiz faaliyet süreci içinde doğru ve düzeltici kararlar almada büyük önem taşımaktadır. Bu yüzden etkinlik başarısı ve başarı derecesi ölçmede, ileriye dönük planlar hazırlamada en iyi şekilde kontrol ve değerlendirmeye özen gösterilmeli (Savsar, 2012: 5).

Finansal analiz, finans kararlarının alınmasında ve alınan kararların düzenlenmesinde büyük katkı sağlar. Bu fonksiyon sayesinde de işletmelerin finansal verilerinin ölçümü ve yorumlanmasında yardımcı olur. (Düzer, 2008: 4).

İyi bir planlama için işletmenin içinde yer aldığı durumun iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir. Firmanın mevcut durumu tam olarak bilinmeden işletme için denetim ve planlama yapılması mümkün olmadığından finansal analiz iyi bir planlama yapmak için de kullanılır.

Finansal analiz gelecekteki nakit akımlarının zamanını, büyüklüğünü ve riskini belirlemek amacıyla muhasebe ilkelerine uygun bir şekilde hazırlanmış finansal tabloların analizini kapsamaktadır (Pinches, 1990: 46). Bu temel finansal tablolar finansal durum tablosu ve gelir tablosudur. İşletmeler için çok önemli olan bu tablolar firmanın belirli bir dönemdeki faaliyetlerinin özetini finansal olarak ilgili kişi ve kuruluşlara sunmaktadırlar. Bu sayede ilgililer işletme için gerekli bilgiye sahip olmaktadır. Firma için finansal yönden son derece önemli bilgiler taşıyan bu tablolardaki verilerin doğru tekniklerle analiz edilmesi gerekir. Doğru bir teknik yardımıyla bu tablolar analiz edilmezse firmanın ekonomik yapısını anlayarak doğru yorumlar yapmak çok zordur.

Bu yüzden finansal analiz; bir işletmenin finansal durumu başta olmak üzere faaliyet durumunu, finansal sonuçlarını, bu sorunların nasıl geliştiği ve geleceğe yönelik nasıl bir yol izlediğinin incelenme sürecidir. Dolayısıyla analiz edilen verilere işletmenin bugünkü ve geçmişteki durumu değerlendirilir ve elde edilen bilgilerle firmanın geleceğe yönelik fikirleri elde edilir.

Finansal analiz, gelir tablosu ile finansal durum tablosunda yer alan işletmeler arasında ilişki düzenini sağlayan, işletmelerin finansal güçlüklerini ve zayıflıklarını tanımla sürecidir (Ramagopal, 2008: 36).

İşletmenin hedefleri doğrultusunda finansal tablo kalemlerinin analizi tek hem kendi içinde hem de bütün ilişkilerin incelenmesinde, yorumlanmasında ve değerlendirme aşamasına finansal analiz denir (Akdoğan ve Tenker, 2001: 515).

Yukarıdaki tanımda belirtildiği gibi finansal analiz işletmenin finansal tablolardaki kalemler arasındaki ilişkiyi inceleyip yorumlayarak işletmede olumlu veya olumsuz durumları belirleme ve finansal durumunu sunma sürecidir.

1.3. Finansal Analizin Önemi

Finansal tablolar analizinin amacı kısaca, işletmenin finansal durumu ve verileri hakkındaki bilgilerin toplanarak yararlı hale getirilmesidir. Finansal tablolarda her ne kadar mali durum ele alınıp bilgi vermek amaçlansa da birincil amaç her zaman işletmenin önceliği olduğu işletmenin piyasa değerini arttırma yönündeki çalışmalarıdır. Bu amaç ile birlikte finans yöneticileri işletmenin ihtiyaç kaynaklar hakkında, ne oranda dönen veya duran varlıklardan karşılanacağı konusunda ve karın dağıtımının işletme lehine en uygun dağıtım hakkında kararlar almak için çalışırlar. Her bir çalışma için yöneticiler değerlendirme yaparak işletme gelirlerini maksimum seviyeye getirip geleceğe yönelik kar sağlarlar. Yönetici kararlarında etkili olan sayısal verilere nesnel bir yaklaşım sağlayan sonuçlar işletmelerin finansal tablolarından sağlanmaktadır. İşletmelerde finansal tablo analizi işletme yöneticilerine bir yol haritası olup, geçmişte yaptığı hataları göz önünde bulundurarak ileride yapacağı atılımları geniş bir bilgi de sunmaktadır. Finans analizini doğru bir şekilde yapılmış tablolar yöneticilerine;

- Faaliyet sonuçları yeterliliği,
- Hedefle birlikte amaçlara ulaşma düzeyi,
- İlerideki yatırımlara yol gösterme,
- Öz sermaye yeterliliği,
- Çalışanların analizi,
- Kaynak kullanımı, yeterliliği ve verimlilik analizi,
- Maliyetlerin incelenmesi ile satış fiyatlarının yeterliliği gibi birçok bilgiler içermektedir (Çelik, 2017: 38-39).

Finansal tablo analizi küçük, orta ve büyük olmak üzere tüm işletmelerde kullanılmaktadır. İşletmelerin önceliği olan sürekliliği korumada finansal analizin katkısı büyüktür. İşletme sahipleri ve yöneticilerin sürekliliği sağlamları için geçmiş dönemdeki durumları karşılaştırıp daha sonra sektörel araştırmalar yapmalıdır. Finansal analiz işletmenin böylelikle daha verimli olmasını sağlarken hem işletmeye yönelik yatırım kararlarında hem de kredi kuruluşlarının kararlarında etkili olmaktadır. Globalleşmeyle birlikte en çok da ekonomik anlamda ülkeler birbirleriyle yakınlaşmış ve gelişen teknolojiyle ülkeler arası mesafe engelleyici bir sorun halinden çıkmıştır. Ekonominin dünya çağında

bütün olarak ele alınabilmesi için ülkeler uluslararası standartları kabullenmeye ve ekonomik durumlarını da bu yönde değiştirmeye başlamışlardır. Örnek olarak buna Türkiye’de uygulanmaya başlanan UFRS (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları) ile Türkiye’deki şirketlerin finansal tablolarını UFRS’yi uygulayan diğer dünya ülkeleriyle eşdeğer gösterilebilir. Burada eşdeğer görünümünden kasıt UFRS uygulanan bir ülkedeki şirketin finansal tablosu ile Türkiye’de uygulanan finansal tablonun aynı biçimde hazırlanması ve verilerinin iki ülkedeki finansal tablo yorumcularının kolayca anlaşılabilmesi. Ülkelerin uluslararası düzeyde şirket birleşmeleri ve yine uluslararası yatırım faaliyetleri artmaktadır. Tüm bu artış faaliyetlerinde benzer finansal tabloların düzenlenmesi ve benzer finansal tabloların sayesinde analiz ve değerlendirme daha kolaylaşmıştır. Uluslararası şirket analizi yapan yaptırımcılar ve finansal analizin geniş bir kısmında yer alıp ülke sınırlarını aşan yatırımcıların sayısının gittikçe artmasının neden olmuştur (Çelik, 2017: 39-40).

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile finansal tablolarda oluşan değişimi iki farklı düzeyde ele almak mümkündür. Birincisi finansal tablolardaki yapısal değişimi ve yeni hesapların finansal tablolara dahil olmasıdır. İkincisi de finansal tablolardaki durumu ve sermaye maliyetlerindeki analizlerin daha basit yapılabilmesi gibi piyasa dönük etkilerdir.

İşletmelerde finansal tabloların analiz edilmesi finansal açıdan tabloların yasalara uygun bir şekilde hazırlanmasında katkı sağlamaktadır. Analizin doğru ve güvenilir olması açısından finansal tabloların yasalara uygun bir şekilde hazırlanmasına dikkat edilmelidir. İşletme sahipleri yatırdıkları sermaye ile birlikte sermayenin korunması ve karlılık beklentisinin içinde olmaktadır. Bundan dolayı öncelik mevcut durumun başarısı ve sonrasında gelecek olan karın yatırımı, olumlu şekilde planlanmalıdır. Firmalarda yapılan bu planlar finans planlamanın temelini oluşturmaktadır. Tüm bu faaliyetlerin temelinde finansal analizin oluşturulduğu düşünülürse bir firma için finansal analiz önemli ve büyük yer kaplamaktadır (Aypar, 2010: 1-4).

1.4. Finansal Analizde Kullanılan Tablolar

Firmalarda Finansal analizin birinci aşaması kullanılacak olan finansal tabloların oluşturulmasıdır. Finansal tabloların kullanıcılara etkili ve karşılaştırılabilir olması için şu özelliklere sahip olması gerekmektedir:

- Finansal tablolar TMS' a uygun hazırlanmalıdır. Böylece bütün işletmeler aynı ilkeler doğrultusunda hareket ederek finansal tablolarını karşılaştırılabilir.
- Bu finansal tablolarda yer alan bilgilerin güvenilir olması gerekmektedir.
- Bu finansal analiz tablolarında yer alan bilgilerin işletme dışında yer alan bağımsız bir uzman tarafından denetlenmesi gerekmektedir. Buna bağımsız dış denetim adı verilmektedir.

1.4.1. Finansal Analizlerde Kullanılan Temel Finansal Tablolar

Türkiye’de farklı kurumlar finansal tabloların sunumu ve biçimsel yapısı ile ilgili farklı düzenlemeler yapmaktadırlar. Türkiye’de yaygın uygulamaya sahip temel finansal tabloların başında bilançolar ve gelir-gider tablosu gelmektedir. Benzer şekilde satışların maliyeti, nakit akımı, kâr dağılımlar, fon/likidite akım ve öz kaynaklar gibi değişimler gösteren tablolardan da sıklıkla yararlanıldığını söylemek mümkündür (Koçak, 2018: 45).

TMSK tarafından oluşturulan TMS göre hazırlanması gereken genel amaçlı finansal analize uygun tablolar setinde, “Finansal durum tablosu (bilanço), kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu, öz kaynak değişim tablosu ve önemli muhasebe politikalarını özetleyen dipnotlar ve diğer açıklayıcı notlar şeklinde sıralanan dört temel veri setinden bahsedilmektedir (Koçak, 2018: 45).

Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) ise yayınlamış olduğu bir tebliğle “dipnotları ile birlikte bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu ve öz sermaye değişim tablosunu” finansal tablolar seti olarak belirlemiştir. Ancak SPK 01.01.2008 tarihinden itibaren Türkiye’deki işletmelerin tüm finansal raporlama ve tablolarının hazırlanması standartlarını tamamen TMSK’ca yayımlanan standartlara göre hazırlanmasını istemiştir. Şüphesiz bu durum en başta bankacılık sektörünü kapsayarak, Türkiye’deki bankalar da 2008 yılından itibaren TMS ve “Türkiye Finansal Standart Raporlama” (TFSR) standartlarına göre finansal tablolarını oluşturmaya ve kamuoyuna deklare etmeye başlamıştır (Koçak, 2018: 45).

BDDK yayınlamış olduğu tebliğinde bilanço, gelir tablosu, özkaynaklarda değişimi gösteren “gelir-giderleri”, bankaların nakit akışını gösteren tablo ile net banka kârlarına ilişkin finansal tabloları düzenli periyotlarla hazırlayıp yayınlamayı yasal zorunluluk haline getirmiştir (Koçak, 2018: 45).

Tıpkı SPK gibi BDDK da TMSK tarafından yayınlanan bir numaralı tebliğ hükümleri çerçevesinde TMS uygun olarak muhasebeleştirilmesini bir zorunluluk olarak belirtmiştir. Böylece gerek bankalar gerekse diğer finansal işletmelerin hepsi TMSK tarafından yayınlanarak belirlenen TMS ve TFRS standartlarına göre belirli periyotlarla ve benzer şekilde yayınlamak zorunda kalmıştır. Şüphesiz bu sayede sağlanan yeknesaklık her sektördeki işletmelerin finansal rasyolarını okumak ve analiz etmek açısından karar vericilere büyük kolaylık kazandırmıştır (Koçak, 2018: 45).

Başta bankalar olmak üzere Türkiye'deki tüm işletmelerin bir bakışta finansal durumu hakkında değerlendirme yapmak için öncelikle onların belirli dönemlerde yayınladıkları temel finansal tablo ve bu tablolarda yer alan kalemlere bakmak çoğu zaman yeterli olabilmektedir (Koçak, 2018: 46).

Zira bu tip tablolarda kardan zarara, sermaye artışından azalışına kadar belirlenen periyotta işletmeyle ilgili tüm temel kalemlere ilişkin veriler bulunmaktadır. İşte o yüzden literatürde işletmelere ait bilanço ve gelir gider tabloları temel finansal tablolar olarak adlandırılmaktadır (Koçak, 2018: 46).

Genelden özele doğru Türkiye'deki işletmelerin hazırlamakla mükellef oldukları tablo ve bu tablolarda yer alan muhasebe kalemlerini aşağıdaki başlıklar altında kısaca incelemek mümkündür (Koçak, 2018: 46).

1.4.1.1. Bilanço tablosu ve kalemleri

Bilanço kavramı her ne kadar yerini “finansal durum tablosuna” bırakmaya başlamış olsa da finansal analiz ve değerlendirmelerde ilk akla gelen temel finansal tablolar arasında gösterilmeye halen devam etmektedir (Koçak, 2018: 46).

Bilanço, işletmelerin üretim etkinliğinde girdi olarak kullandıkları tüm örgütsel kaynaklara/varlıklara ilişkin muhasebe kayıtlarıyla birlikte üretim sürecinde bu kaynakların kullanılmasıyla ortaya çıkan girdi maliyetlerini/pasifleri belirli nizam içerisinde gösteren temel finansal tablolardır (Koçak, 2018: 46).

Bilanço tanımından anlaşıldığı üzere genellikle aktif ve pasif olmak üzere iki taraftan oluşan ve belirli tarihler esas alınarak hazırlanmakta olup bir bilançonun düzenlendiği tarih, işletme faaliyetlerinin analize konu edildiği son dönemi göstermektedir (Koçak, 2018: 46).

Bilançolarda işletmenin finansal rasyolarında bir dengenin olması esas alınır. Bu durum bilançoda aktif ve pasif tarafın daima birbirine eşit rakamlardan oluşmasıyla doğrulanır. Zira işletme üretim için ne kadar finansal ve örgütsel kaynak sağladıysa o kadar varlığa sahip olabilir ve bu kaynaklar ancak işletmenin iç ve dış kaynaklarından elde edilebilecektir. Bu nedenle varlık toplamından yabancı kaynaklar düşüldüğünde işletmenin öz kaynaklarla elde ettiği varlık tutarı, başka bir deyişle “öz sermayesi” ortaya çıkacaktır (Koçak, 2018: 46).

Bu açıklamalar ışığında bilançoda iki yapı olduğu görülmektedir: Bilançonun aktif tarafı işletmenin ekonomik yapısını; pasif taraf ise mali yapısı hakkında bilgi kullanıcılarına bilgi sağlamaktadır. Mali yapı kaynakların nereden ve nasıl temin edildiğini, ekonomik yapı ise nereden elde edilen kaynağın nerelerde ve nasıl kullanıldığını ifade eder (Koçak, 2018: 47).

Öte yandan günümüz Türkiye’sinde bankaların da uymakla zorunlu olduğu TMS/TFRS’ye göre bilanço (Finansal Durum Tablosu) özelliklerine bakmak yerinde olacaktır. Öncelikle söylenmelidir ki, bilanço kavramı TMS/TFRS kapsamında çıkartılan mevzuata göre “finansal durum tablosu” olarak adlandırılmıştır. Uluslararası finansal ve muhasebe standartlarına (UFRS) daha uygun düşen bu adlandırmaya göre tanımlanan bilanço kavramı “bankaların varlık, borç ve öz sermayesindeki değişimlerin düzenli bir şekilde sunulduğu temel finansal tablolarıdır (Koçak, 2018: 47).

Nasıl ki herhangi bir işletme için hazırlanan bilançoda varlıklar ve borçlar aktif-pasifler şeklinde finansal değerlendirmeye olanak sağlayacak şekilde sınıflandırılıyor ise, aynı durum bankalar açısından da geçerlidir ve bankalar da tıpkı işletmeler gibi finansal durum tablolarını düzenlerken varlıklarını ve borçlarını cari/cari olmayan ayırımına tabi tutarak ya da likidite esasına göre sınıflandırarak bilançolarını yayınlıyorlar (Koçak, 2018: 47).

İşletmeler finansal durum tablosunun sunuluşu konusunda serbest değillerdir. İşletmelerin hangi yöntemi seçeceği konusunda iki ölçüt vardır: Bunlardan birincisi “faaliyet döngüsü” diğeri ise “likidite esaslı” standartlara göre hazırlanmaktadır. Türkiye’deki yerleşik mevzuata göre bankalar genellikle diğer işletmelerden farklı olarak finansal durum tablosunun sunuluşunda likidite esaslı bilançolarını hazırlamak zorundadırlar. Bunun nedeni banka ve benzeri finansal kuruluşların ürettikleri mal ve

hizmetin faaliyet döngüsünün sınırlarının çizilememesinden kaynaklanmaktadır (Koçak, 2018: 47).

Son olarak söylenmelidir ki, TMS'ye göre bilanço/finansal durum tablosunda kalemlerin anlaşılabilirliğini artırmak için ya bilançonun dipnotlarında ya da bilançoda alt sınıflandırmalara ya da bölümlere yer verilmesi gerekmektedir (Koçak, 2018: 47).

1.4.1.2. Gelir-Gider tablosu ve kalemleri

Gelir-Gider tablosu, bir işletmenin bir hesap dönemine ait gelir ve giderleri ile kazanç gücünü tam ve açık olarak göstermesi sebebi ile finansal tablo kullanıcıları tarafından son derece öneme sahip bir tablodur. Gelir tablosu belirli dönemin hasılatını, hasılatтан indirilecek unsurları (masraflar, zararlar, vergiler) net geliri ve net gelirin alacaklılar ve sermayedarlar arasında bölüşümünü sistematik bir şekilde sıralamaktadır (Koçak, 2018: 48).

Gelir tablosu belirli bir dönemi kapsadığı için bilançodan farklı olarak dinamik bir yapıya sahiptir. Ayrıca kullanıcılar bilanço üzerinde sadece “net karı veya zararı” görmekte; ancak kar veya zararın oluşumuna ilişkin daha detaylı bilgi sahibi olamamaktadırlar. İşte gelir tablosu işletmede net kar veya zararın oluşumuna ilişkin bilgi sunmasından dolayı günümüzde finansal tablo kullanıcılarının en çok önem verdikleri tablolardan biri haline gelmiştir (Koçak, 2018: 48).

Özellikle işletmenin esas faaliyetlerinden sağlanan gelirleri, işletmenin ana faaliyet konusu dışında elde ettiği ancak süreklilik gösteren olağan faaliyetlerden sağladığı gelirleri ve süreklilik göstermeyen olağandışı gelirleri ayrı bu tip tablolarda sunulmaktadır (Koçak, 2018: 48).

Yine bilançodan farklı olarak TMS kapsamında yasal zorunluluk gereği hazırlanan gelir tablolarında, gelir tablosu fonksiyon esasına dikkate alınarak kesin bir format dâhilinde düzenlenme zorunluluğu bulunmaktadır. Bu standardı sağlama konusunda TMSK tarafından tavsiye edilen “gelir tablosu ilkeleriyle” gelir tablolarının satışlara ait gelirlerin, satışlara ait maliyetlerin, tüm gelir ve giderlerin güvenilir bir şekilde gösterilmesine yönelik geliştirildiğini söylemek mümkündür (Koçak, 2018: 48).

Diğer yandan işletmelerin gelir tablolarında olması gereken rasyolar ve kalemler belirli kurallara bağlanarak, işletmelerin gelir tablolarının daha kolay anlaşılır hale

gelmesinin yanı sıra daha güvenilir olmasının da bir anlamda yolu açılmıştır. Ayrıca kapsamlı gelir tablosunda niteliğine göre sınıflandırılan kar ya da zarar bileşenlerinin her biri, tüm gelirler ve tüm giderler şart koşulan her bir alt kalemlere göre yer almak zorundadır (Koçak, 2018: 48).

Sonuç olarak işletmeler eğer isterlerse, dönem kar veya zararını oluşturan gelir ve giderlerini ayrı bir tabloda başka bir ifade ile klasik anlamda gelir tablosunda raporlayabilirler. Bu durumda kapsamlı gelir tablosunda, sadece dönem kar veya zarar tutarı yer alır. Bir başka ifade ile işletmeler gelir tablosunu ayrı bir tablo, kapsamlı gelir tablosunu ayrı bir tablo halinde sunabilirler (Koçak, 2018: 48-49).

1.5. Finansal Analizin Tarihsel Gelişimi

Finansal tablolar analizi ilk defa 19. asrın sonlarına doğru 1890'lı yıllarda dönemin bankerleri tarafından yapılmaya başlanmıştır. Bankerler kredi talebindeki işletme ve bireylerden kredi sağlanması hususundaki kararlarına dayanak oluşturabilmek için finansal durum tablosu talep etmişlerdir. Bu sebeple talep edilen kredilerin incelenmesi ve işletmelerin borç ödeme güçlerini belirlemek amacıyla finansal durum tablolarından yararlanılmasına 19. asrın sonlarından itibaren başlandığı söylenebilir.

19. yüzyılın başlarında James G. Cannon finansal durum tablosu çizelgelerinin karşılaştırmalı paralel sütunlar halinde gösterilmesi fikrini savunmuştur. Cannon, bir analiz tekniği geliştirmekten ziyade birbirini izleyen dönemlerdeki finansal durum tablolarının farklarının daha belirgin gösterilmesine imkan sağlamıştır.

Analiz için karşılaştırma yapılmasının gerektiği fikrini savunan bankerler 20. yüzyılın başlarından itibaren karşılaştırmaların nasıl yapılabileceğini ve hangi kalemlerin karşılaştırılması gerektiği konularını araştırmaya başlamışlardır. 1908 yılında William M. Rosendale kredi verilirken işletmenin carilerine yani para ve çok kısa süre içerisinde paraya dönüşme imkanına sahip hazır değerlerine önem verilmesi gerektiği üzerinde durmuştur. Ayrıca, carilerin kısa dönemli borçlara oranının yeterli olabilmesi için bu oranın 1-2.5 arasında olması gerektiğini ileri sürülmüştür. Böylece, 1908 yılından itibaren finansal durum tablolarının analizinde oran analizleri kullanılmaya başlanmıştır (Akgüç, 2002: 10-11).

Lawrance Chamberlain ilk kez 1911 yılında yayınlanan “The Principles of Bond Investment” isimli eserinde finansal durum tablolarının yüzde yönetimi ile analizi tekniğini kullanmıştır. 1919 yılında Alexander Wall, yayınladığı bir makalede bankerlerin kredilendirme kararlarını yalnız cari orana dayandırmalarını eşleştirerek ilk kez oran analizinin geniş bir sunumunu yapmıştır. Wall, bir firma ile ilgili bilgi edinmek o firmanın mali durumunu tam olarak kavramak için, dönen varlıklarla kısa vadeli borçlar arasındaki oran dışında mali tablolarda yer alan diğer kalemler arasındaki ilişkilerin de incelenmesinin mecburiyetine dikkat çekmiştir.

Stephan Gilman, 1925 yılında oran analizini eleştirerek oranların yetersizliğini belirterek, mali tabloların eğilim yüzdeleri metodu diyebileceğimiz bir teknikle analiz edilmesi görüşünü savunmuştur. Bu yöntemle yapılan analizde belirli bir yıl baz alınmakta ve mali tablolarda bulunan kalemlerdeki değişiklikler buna göre ifade edilmekte ve eğilim yüzdeleri serisi elde edilmektedir. Gilman, temel yıla kıyasla mali tablolardaki değişiklikler incelenerek eğilimler bulunarak bir firmanın gelişmesinin daha iyi kavranabileceği ve o firma ile ilgili daha iyi bir görüş elde edilebileceğini ileri sürmüştür (Akgüç, 2002: 12).

1.6. Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz çeşitleri genel olarak analizin kapsamına, amacına ve analizi yapan kişinin firmanın içinde veya dışında olması durumuna göre üçe ayrılmaktadır. Bunlar;

- Kapsamına göre analiz
- Amacına göre analiz
- Analizi yapanın durumuna göre analizdir.

1.6.1. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Kapsamına göre analiz çeşitleri, statik ve dinamik olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

1.6.1.1. Statik analiz

Statik analiz, işletmenin belli bir dönemdeki finansal durumunun karşılaştırmalara yer vermeden sabit tarih aralığını kapsayan tek bir finansal tablo üzerinden incelenmesi olarak tanımlanmaktadır. Statik analizde belirli bir döneme ait finansal tablolardan

yararlanıldığı için yalnızca o yılı ilgilendiren karlılık, likidite ve faaliyet sonuçlarının verimliliğine ulaşabilmektedir.

Statik analiz ile edinilen bilgiler ise; cari dönemdeki varlıkların etkili kullanılıp kullanılmadığı, kısa vadeli borçların ödenebilme gücü, sağlanan kaynaklarda borçların oranı, cari dönemde hisse senetlerine düşen temettü (kar payı) oranı gibi bilgilerdir (Enginyurt, 2006: 58).

1.6.1.2. Dinamik analiz

Finansal tabloların birbirini izleyen dönemler olması gerekir. Bu tablolardaki kalemlerin göstermiş olduğu eğilimler belirlenir. İşletmenin zaman içindeki farklılığını incelemek için cari dönem ile geçmiş dönemlere ait finansal tabloları karşılaştırır (Akdoğan ve Tenker, 2001: 517-518).

1.6.2. Yapılma Amacına Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Yapılma amacına göre analizler; yönetim, kredi, yatırım analizleri olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. İşletmeler kredi, yatırım ve yönetsel faaliyetleriyle ilgili analize gerek duyarken aynı zamanda mali zorlukların üstesinden gelmek amacıyla da finansal tabloların analizine ihtiyaç duymaktadırlar (Çelik, 2017: 44). Yönetim, kredi ve yatırım analizlerine başlıklar halinde değinmeden önce fikir vermesi adına tek bir cümlede anlatmak gerekirse; yatırım analizi, işletmenin gelecekte elde edeceği kazancı arttırmaya yönelik, yönetim analizi işletme başarısını ortaya koymaya yönelik, kredi analizi ise işletmenin kredibilitesini ölçmeye yönelik yapılmaktadır.

1.6.2.1. Yönetim analizi

Yönetim analizi; işletme yönetim fonksiyonlarının yerine getirilebilmesi açısından işletme yönetimi tarafından yapılan analizdir. Bu analizin yapılış amacı işletmenin hedeflerine ulaşıp ulaşmadığının belirlenmesi, ulaşmadıysa nedenlerinin saptanması ve gerekli düzeltmelerin yapılmasıdır. Yapılacak yönetim analizinde işletmeyle ilgili finansal tablolardan yararlanmak kaçınılmaz olmaktadır. Finansal tablolarda yer alan verilerle standart oranların, geçmiş dönem verilerinin, işletmenin rakipleri ve endüstriyle karşılaştırılması sonucunda yöneticiler işletmeleriyle ilgili daha sağlıklı kararlar verebilmektedir (Çabuk ve Lazol, 2010: 159). Diğer bir ifadeyle yönetim analizi üst yönetimin performansını ölçmek firmanın finansal ve bütünsel yönetim bağlamında güçlü

yönleri ile gelecekteki fırsatları ve zayıf yönleri ile gelecekteki tehditleri analiz etmede önem arz etmektedir.

1.6.2.2. Kredi analizi

Kredi analizi; firmaya kredi veren veya verecek olan kurumlar ile firmaya kredili mal satışı gerçekleştiren diğer firmalar tarafından yapılır. Bu kişi ve kurumların amacı, firmanın borçlarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini tespit etmektir. Dolayısıyla kredi analizi, firmanın borç ödeme gücünü ve finansal durumunu belirlemek amacıyla yapılır. Kredi analizinde, firmanın temel finansal tablolarından olan finansal durum tablosu ve gelir tablosundan yararlanılır.

Kredi analizinde; firmanın dönen varlıkları ve kısa vadeli borçları arasındaki ilişkiler, dönen varlıkların dağılımı, sermaye yapısı, “yabancı kaynak/özsermaye oranı”, duran varlıkların yapısı ve finanse edilişleri, finansal durum tablosundan faydalanılarak analiz edilmektedir. Ayrıca gelir tablosundan yararlanarak; firmanın karlılık durumu, alacak devir hızı, stok devir hızı gibi kalemlerle, yöneticilerin yetenekleri, kurumun saygınlığı, ekonomik durumu, sektördeki değişimler gibi kalemler de kredi analizinde göz önünde bulundurulmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 551).

Kredi analizi sonucunda elde edilen verilerle bankalar, satıcılar; firmaya verecekleri kredinin tutarını, vadesini ve en önemlisi de firmanın borç ödeme kapasitesini tespit edebileceklerdir. Dolayısıyla, analiz sonucunda edinilen bilgiler olumlu ise bu kişi ve kurumlar, firmalara kredi verecek aksi durumda ise vermeyeceklerdir.

1.6.2.3. Yatırım analizi

Yatırım analizi bir firmanın mevcut ve potansiyel hissedarları ile işletmeye uzun süreli kaynak sağlayan veya bunları sağlamayı düşünenler tarafından yapılmaktadır. Yatırım kararında yatırımcının risk, getiri (verim), kâr payı, likidite, emniyet gibi tercihleri ile tutarlı menkul değerler portföyünün oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Hissedarlar kararları ile şirketi yönetenleri yönlendirmek, yönetimin kendilerince uygun kararların alınmasına yönelik hareket etmesini isteyebilmektedirler. Kararlarda etki noktasını bu gibi hedefler oluşturabilmektedir. İşletme yönetiminin bazen denetimin yetersiz olduğu durumlarda kaynak kullanımını mevcut ortakları saptırmakta, ortaklara içi boş tablolar bırakmaktadır.

Ortaklar böyle bir riskle karşılaşmamak için kararlarında öncelikler tanıyabilmektedir. Bu konularda faydalanicılara yol gösterecek başlıca araç mali tablolar ve analizidir.

Bir şirkete o şirketin tahvillerini satın alarak uzun vadeli fon sağlayanlar, şirketin faiz ve anapara borç taksitlerini zamanında ödeme gücüne sahip olup olmadığını belirlemek zorundadırlar. Bunun için de firmanın kazanma gücü, döner (çalışma) sermaye durumu, ölçülü bir şekilde finanse edilip edilmediği konularında bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. Bu bilgiler, mali tabloların analizi yoluyla sağlanabilmektedir (Akgüç, 2002: 14).

İşletme ortakları ve işletmeye ortak olmayı düşünen tasarruf sahipleri ayrıca işletmeye uzun süreli fon sağlayan veya sağlayacak olanlar tarafından yapılan analizdir. Yatırım analizlerinde ortaklarla, ortak olmayı düşünenler; işletmenin mevcut ve gelecekteki kazanma gücüyle dağıtacakları kâr payları ve hisse senetlerinin değerlerindeki değişimleri araştırmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2004: 517).

1.6.3. Analizi Yapan Kişinin Durumuna Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz, analizi yapan kişinin durumuna göre ikiye ayrılmaktadır. Bunlar; iç ve dış analizdir.

1.6.3.1. İç analiz

İç analiz; finansal analizi işletme içerisinde bir yetkilinin gerçekleştirmesi durumunda yapılan analizdir (Karapınar ve Ayıkoğlu, 2012: 143). Bu kişi işletmenin tepe yöneticisi, finans veya muhasebe yöneticisi de olabilmektedir. İç analizi yapan kişinin en büyük avantajı işletme konusundaki verilere rahatlıkla ulaşabilmesidir. Buna karşın, yaptığı değerlendirmeye duygularını katması ve objektif bir bakış açısıyla olmasını engelleyen durumlar da analizi yapan kişinin zayıf noktaları olarak değerlendirilmektedir (Akgüç, 2011: 23).

1.6.3.2. Dış analiz

İşletmeyle ilgili olan bankalar, alıcılar gibi üçüncü kişiler tarafından yapılan analize dış analiz denir. Dış analizde sadece işletmeye ait olan basılı raporlar kullanıldığı için bu analiz türü iç analize göre daha az avantaj teşkil eder. İşletmeye kredi verecek olan finans kuruluşlarının ya da işletmeye iştirak etmek isteyenlerin yapacakları analiz dış analizdir (Düzer, 2008: 7).

1.7. Finansal Analiz Teknikleri

Finansal analiz, işletmenin durumunu, faaliyet sonuçlarını ve finansal yönden gelişmesini değerlendirmek ve işletmeyle ilgili geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak için finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin farklı yöntemlerle analiz edilmesi ve sonuçların belirlenen standart, endüstri ortalamaları ve geçmiş yıl verileriyle karşılaştırılıp yorumlanması süreci şeklinde tanımlanabilmektedir. Finansal analiz kullanıcılarının farklı kişi ve kurumlar olabileceği gibi ilgilendikleri kalemler arasındaki ilişkilerde de farklılıklar gösterebilmektedir. Yöneticiler faaliyet ve departmanlarla ilgili sonuçlarla ilgilenirken, ortaklar ve yatırımcılar net kar, kar dağıtım politikası ve gelecek dönem kazançlarıyla, kreditorler ise borç ve borç ödeme oranlarıyla ilgilenebilmektedirler. Finansal analizden faydalanan analistlerin kullandıkları teknikler genellikle 4 grup altında toplanmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2010: 163):

1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)
2. Yüzde Metodu İle Analiz (Dikey Analiz)
3. Trend Analizi (Eğilim Yüzdeleri Analizi)
4. Rasyo Analizi (Oran Analizi)

1.7.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Karşılaştırmalı tablolar analizi farklı zamanlarda hazırlanmış olan finansal tablolarda bulunan kalemlerde görülen bazı değişmelerin incelenerek yorumlanması işlemi olarak tanımlanabilir. Bu analiz tekniğinde işletmenin birkaç farklı dönemine ait finansal tabloları birlikte ele alınarak işletmenin finansal ve iktisadi yapısında meydana gelen değişimler hakkında önemli verilere ulaşılabilmektedir (Karadeniz ve Koşan, 2006: 18). Analiz tekniği bu dönemlerde işletmenin büyüme yönü hakkında fikir vermesi diğer analiz tekniklerine göre bir üstünlüğü olarak sayılabilmektedir (Karapınar ve Ayıkoğlu, 2012: 143). Karşılaştırmalı tablolar analiz tekniğinin finansal tablolarda bulunan finansal kalemler arasındaki ilişkiyi belirtmemesi ise analizin diğer analiz tekniklerine kıyasla zayıf noktası olarak değerlendirilmektedir (Çetiner, 2002: 319).

Karşılaştırmalı analiz de en çok finansal durum tablosu ve gelir tablosuna başvurulur. Bu yüzden söz konusu finansal tabloların tanımlarını yapmanın faydalı olduğu

düşünülmektedir. Finansal durum tablosu, işletmenin belli bir andaki varlıkları, kaynakları ve öz sermayesini gösteren finansal tablo olarak tanımlanmaktadır (Türko, 1999: 115). Karşılaştırmalı finansal durum tablosu analizi ise firmanın yıllar boyunca varlıkları, kaynakları ve öz sermaye kalemlerinde yaşanan değişimler ile bu değişimlerin yönleri gösterilmektedir (Jagels ve Coltman, 2004: 99). Gelir tablosu ise, firmanın belli bir zamanda elde ettiği gelirleri ve bu gelirleri sağlamak için katlandığı tüm gider ve maliyetleri düzenli bir şekilde belirten ve dönem faaliyetlerini kar veya zarar olarak özetleyen finansal tablo olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 2011: 260).

Karşılaştırmalı gelir tablosu veya Finansal durum tablosu analizini yaparken en az iki döneme ait verilerin olması karşılaştırma yapmanın temel şartı olarak değerlendirilebilmektedir. Dönemler arasındaki değişimlerin miktar olarak ifade edilmesinin yanın da yüzde olarak değişimlerine yer verilmesi daha iyi sonuçlar vermektedir. Yapılacak olan bu analizde ana nokta dönemler arasındaki değişimleri hesaplamak değildir. Önemli olan bu değişimlerin ne belirttiğini anlayarak yorumlamaktır (Akgüç, 2011: 399). Söz konusu bu analizi baz alınan dönem ve bir önceki dönem olmak üzere iki yaklaşım kullanarak yapmak mümkündür (Andrew ve Schmidgall, 1993: 53).

Karşılaştırmalı finansal durum tablosu analizinde firmanın aktif ve pasifinde oluşan değişimlerin aynı hızda gerçekleşip gerçekleşmediğine bakılarak değişiklik gösteren kalemler belirlenir ve değişikliklerin sebepleri araştırılmaktadır (Apak ve Demirel, 2010: 104). Finansal durum tablosu kalemlerindeki değişikliklerin incelenmesinde gelir tablosundan da yararlanılması kaçınılmazdır. Gelir tablosu işletmenin ana tablolarından birisidir. Ayrıca bu tablo Finansal durum tablosuyla ilişkili bir tablo olması nedeniyle yapılan analizde bu tablodan yararlanılması iyi sonuçlara ulaşılması bakımından önem arz etmektedir (Andrew ve Schmidgall, 1993: 53). Karşılaştırma olarak yapılacak finansal tabloların kapsadığı dönem ve bu dönemin uzunluğu ile hazırlanma sürecinde temel muhasebe ilkeleri açısından uyumlu olmaları analiz sonuçlarının doğruluğu ve etkinliği bakımından büyük öneme sahiptir (Çetiner, 2002: 320).

1.7.2. Yüzde Metodu İle Analiz (Dikey Analiz)

Finansal analiz tekniklerinden bir diğeriye yüzde yöntemiyle analizdir. Bu yöntem aynı zamanda “dikey analiz” olarak da bilinmektedir. Yüzde yöntemiyle analiz, finansal

tablolarda bulunan kalemlerin genel toplam ya da grup toplamı içerisindeki oranının yüzde şeklinde olarak hesaplanmasıdır.

Yüzde yöntemiyle analizde; finansal tablolarda yer alan önemli olan bir kalem, temel (baz) değer olarak seçilir ve finansal tablolarda yer alan diğer kalemler bu kalemle karşılaştırılır (Shim ve Siegel, 1998: 20). Daha düzgün bir biçimde açıklamak gerekirse; bu yöntemle göre gelir tablosu ve finansal durum tablosu şu şekilde analiz edilir;

- Finansal durum tablosunda aktif taraf için aktif toplamı, pasif taraf için de pasif toplamı 100 kabul edilir ve her kalemin, aktif ve pasif toplamı içerisindeki payı yüzde olarak hesaplanır.
- Finansal durum tablosundaki her bir hesap grubunun toplamı 100 olarak kabul edilir. Böylece, grupta bulunan her bir hesabın grup toplamı içerisindeki payı yüzdesel olarak hesaplanır. Başka bir ifade ile her bir dönen varlık kaleminin dönen varlık toplamı içerisindeki yüzdesi, duran varlık kaleminin duran varlık toplamı içerisindeki yüzdesi, kısa vadeli yabancı kaynakların kısa vadeli kaynaklar toplamı içerisindeki yüzdesi ve uzun vadeli yabancı kaynakların da uzun vadeli kaynaklar toplamı içerisindeki yüzdesi hesaplanır.
- Gelir tablosunda ise net satışlar toplamı 100 olarak kabul edilerek, her bir kalemin toplam içerisindeki payı yüzdesel olarak ifade edilir.

Bu yöntem kullanılarak; firmanın hem tek dönemine hem de birden fazla dönemine ait finansal tabloları analiz edilebilmektedir. Bu anlamda dikey analiz statik ve dinamik bir analizdir. Dolayısıyla bu analiz ile birlikte; firmanın sektördeki ve rakip firmalar karşısındaki durumu, firmanın hangi kaleme daha fazla ağırlık verdiği ve finansal tablolarda bulunan her bir kalemin toplam ve ara toplam içerisindeki ağırlıklı önemi görülebilir.

1.7.3. Trend Analizi (Eğilim Yüzdeleri Analizi)

Finansal tablolarda bulunan finansal kalemlerde yıllar içinde meydana gelen değişimlerin izlenmesi ve bu kalemlerin belirtmiş oldukları değişimlerin yönünün izlediği analiz edilerek yorumlanması ise eğilim yüzdeleri yöntemi ile analiz şeklinde tanımlanabilmektedir (Jagels ve Coltman, 2004: 112). Söz konusu analiz tekniğinde işletme için her açıdan normal bir dönem temel olarak alınır ve ilgili döneme ait tutarlar yüz kabul edilerek birbirini takip eden dönemlerindeki tablolarında bulunan finansal kalemlerinin

temel alınan yıla göre değişimi yüzde olarak hesaplanır. Akgüç (2011), söz konusu analizin sadece finansal durum tablosu kalemlerinin yıllar itibariyle değişimini göstermekle kalmayarak finansal durum tablosunda birbirleriyle ilişkili olan kalemlerin değişimlerinin de karşılaştırılmasına imkân verdiği dikkat çekmektedir.

Eğilim yüzdeleri yöntemi ile analiz baz yıla ve bir önceki yıl olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilmektedir. Baz yıl yönteminde belirli bir yılın verileri 100 kabul edilerek daha sonraki yılların bu yıla göre nasıl bir eğilim gösterdikleri gözlemlenirken, bir önceki yıla göre yapılan analizde yalnızca bir dönemdeki değişim gözlemlenebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 77). Söz konusu analiz tekniğinin yapılacak değerlendirmelerin geniş bir zaman dilimini kapsaması ve işletmelerin durumlarını daha uzun soluklu görebilmelerine imkan sağlaması bakımından baz yıl yönteminin daha yaygın kullanıldığı ve son yıllardaki kaynaklarda baz yıl yöntemine ağırlık verildiği gözlenmektedir (Akgüç, 2011: 400).

Eğilim yüzdeleri yöntemi (Trend Analizi) kullanılarak yapılan analiz, finansal tablolardaki kalemlerin belirtmiş oldukları eğilimlerin belirlenmesiyle beraber aralarında bir ilişki bulunan kalemlerin değişimlerinin karşılaştırılmasıyla inceleme dönemlerinde gösterdikleri eğilim hakkında saptamalar yapılmasını mümkün kılmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2010: 173). Yapılan analiz sonucunda finansal kalemlerin oranlarında meydana gelen artış veya azalışın varlık ve kaynak yapısı dikkate alınarak yüksek oranda değişim göstermiş olanların belirlenmesi ve söz konusu kalemlerin işletme açısından önem dereceleri de dikkate alınarak yorumlanması gerekmektedir (Akgüç, 2011: 427). Ayrıca meydana gelen değişimlerde işletmenin sermaye yapısındaki dengenin korunup korunmadığı da dikkat edilmesi gereken bir nokta olarak karşımıza çıkmaktadır (Aydın, 2004: 59).

1.7.4. Rasyo Analizi (Oran Analizi)

Finansal tablolarda mevcut kalemlerin anlamlı bir sonuç verebilecek şekilde tutarların birbirine oranlanması ile yapılan bir finansal analiz tekniğidir. “Oranlar, işletmenin; likidite durumu, finansal durumu, karlılık durumu ve faaliyet etkinliği durumu hakkında saptamalarda bulunma amacı ile hesaplanır” (Sayılğan, 2013: 180). İşletmelerin kaynak yapısını, özkaynağının yeterliliğini, kısa vadeli borçlarını ödeme derecesini ve bütün bir dönemi karlı geçirip geçirmediğini hesaplayan oranlardır.

1.7.4.1. Likidite oranları

Likidite oranları ile işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücü ele alınır. Net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığı bu oranların sonucuna şekillenir. Bir işletme kısa vadeli borçlarını ödemede bir güçlükle karşılaşmıyor ise likidite oranları yüksektir. Likidite oranları gerekli olandan çok yüksek olursa işletmenin dönen varlıklarının kullanılmadığı, kar fırsatlarının iyi değerlendirilmediği anlamına gelir (Aydın, 2009: 49-50). “Sıklıkla kullanılan likidite oranları; cari oran, asit test oranı, nakit oran ve stok bağımlılık oranıdır.” Bu oranlar ve açıklamaları aşağıdaki gibidir:

Cari oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ölçmek amacıyla dönen varlıklar toplam tutarının kısa vadeli yabancı kaynaklar toplam tutarına oranlanması ile bulunur. Bir yıl içinde elde edilen nakitlerin, bir yıl içinde ödenecek borçların kaç katı olduğunu gösterir. Cari oranın 1,5- 2 olması istenir (Sayılğan, 2013: 182-183). Oranın yüksek olması bir işletmenin borç ödeme gücünün de yüksek olduğunu gösterir. Kredi verenler oranın yüksek olmasını isterler ama bu durum işletme için olumsuzluk ifade edebilir. Yüksek bir cari orana sahip işletme atıl fona sahiptir ve kaynaklarını etkin kullanmamaktadır.

Asit-Test Oranı: Stoklar dönen varlıklardan düşüldükten sonra dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynak tutarına oranlanması ile hesaplanır. Oranın istenilen seviyesi 1'dir. Oranın 1'den düşük olması işletmenin kısa vadeli borçlarını nakit ve kısa sürede nakde dönüştürülmesi mümkün olan iktisadi kıymetlerle ödeyemeyeceği anlamına gelir.

Nakit Oran: Stoklar ve alacaklar toplamı dönen varlıklardan çıkartıldıktan sonra kalan tutarın kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanması ile hesaplanır. Nakit oran içi istenilen seviye 0,2'dir. Oranın istenilen seviyeden düşük olması işletmenin sıkışık bir para durumuna sahip olduğunu ve işletmenin yeni krediler alması gerektiğini gösterir. Ancak oranın yüksek olması da istenilen bir durum değildir. İşletmede devamlı olarak nakit fazlasının olması, paranın iyi kullanılmadığını ve hareketsiz bırakıldığını gösterir.

Stok Bağımlılık Oranı: Hazır değerler ve menkul kıymet toplamının kısa vadeli yabancı kaynaklardan düşülmesi ile kalan kısmın stoklara bölünmesi ile hesaplanır. Stokların kaç katı kadar satış yapılmalı ki para ve benzeri varlıkları aşan kısa vadeli yabancı kaynaklar ödenmiş olsun.

1.7.4.2. Finansal yapı oranları

“İşletmenin kaynak yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesinde kullanılan oranlardır. İşletmenin özkaynağının yeterli olup olmadığı, kaynak yapısı içinde borç ve özkaynağın dengesi ve özkaynak olarak yaratılan fonların ne tür dönen varlık ya da duran varlıklara kullanıldığının ölçülmesinde kullanılan oranlardır. Bu oranlar; finansal kaldıraç oranı, özkaynakların aktif toplam oranı, finansman oranı, duran varlık devamlı sermaye oranı ve duran varlık özkaynak oranıdır (Akdoğan ve Tenker, 2001: 618).”

Finansal Kaldıraç Oranı: Toplam borcun aktif toplamına oranlanması ile hesaplanır. Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiği bu oran sonucunda hesaplanır.

Özkaynakların Aktif Toplam Oranı: Özkaynakların aktif toplamına oranlanması ile bulunur. Bu oran, varlıkların ne kadarının işletme sahibi ve ortakları tarafından finanse edildiğini gösterir.

Finansman Oranı: Özkaynakların, toplam yabancı kaynaklar toplamına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Finansman oranının en az 1 olması istenmektedir. Oranın yüksek olması işletmeyi, üçüncü şahısların baskısından kurtarmaktadır. Oranın 1’den düşük olması ise işletmeye kredi verenlerin, işletme sahip ve ortaklarından daha çok işletmeye yatırımda bulduklarını göstermektedir.

Duran Varlık Özkaynak Oranı: İşletmenin duran varlıklarının, özkaynaklara bölünmesi elde edilir. Bu oran, duran varlıkların finansmanında özkaynakların ne kadarlık bir kısmının kullanıldığını gösterir.

Duran Varlık Devamlı Sermaye Oranı: Duran varlıkların sürekli sermayeye bölünmesi ile hesaplanır. Bu oranın kesinlikle 1’den küçük olması istenir. Oranın 1’den büyük olması duran varlıkların bir kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Bu durum ise işletmenin üçüncü şahısların baskısı altına girdiğini ifade eder.

1.7.4.3. Faaliyet oranları

İşletmenin varlıklarını faaliyetleri boyunca ne kadar etkili kullandığını hesaplayan oranlardır. “Bu oranlar; stok devir hızı oranı, ortalama stokta kalma süresi, alacak devir hızı

oranı, ortalama tahsilat süresi, aktif devir hızı oranı, dönen varlıklar devir hızı oranı, duran varlıklar devir hızı oranı ve özsermaye devir hızı oranıdır” (Akdoğan ve Tenker, 2001: 624).

Stok Devir Hızı Oranı: Ticari mallar maliyetinin ortalama ticari mal stokuna bölünmesi ile hesaplanır. Ticari malın satış hasılatına dönüşme süresini gösterir.

Ortalama Stokta Kalma Süresi: Bir yıldaki gün sayısının, stok devir hızı oranına bölünmesi ile hesaplanır. Bu oran ile işletmenin stoklarını elde ettikten sonra ne kadar bir sürede sattığını ortalama olarak hesaplar.

Alacak Devir Hızı Oranı: Net satışların, ticari alacaklar tutarına bölünmesi ile bulunur. Alacakların tahsil yeteneğini ölçen bir orandır.

Ortalama Tahsilat Süresi: Bir yıldaki gün sayısının, alacak devir hızı oranına bölünmesi ile bulunur. Alacakları ortalama olarak kaç günde bir tahsil edildiğini gösteren orandır.

Aktif Devir Hızı Oranı: Net satışlara toplam aktifin bölünmesi ile bulunur. Satışların aktif toplamın kaç katı kadar olduğunu göstermektedir.

Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı: Dönen varlıkların net satışlara, bölünmesi ile elde edilmektedir. Dönen varlıkların verimliliğinin yüksek olması için bu oranın da yüksek olması gerekmektedir.

Duran Varlık Devir Hızı Oranı: Duran varlıklara fazla yatırım yapıp yapılmadığını belirlemek için net satışlara duran varlıkların bölünmesi gereklidir.

Özsermaye Devir Hızı Oranı: Özsermayenin net satışlara bölünmesi ile hesaplanır. İşletme özsermayesinin verimli bir biçimde kullanılmış olması için oranın yüksek olması gerekir.

1.7.4.4. Karlılık oranları

İşletmelerin bütün faaliyetlerinde karlı çalışıp çalışmadığının saptanmasında hesaplanan oranlardır. “Karlılık oranları; brüt kar marjı, faaliyet karının net satışlara oranı, olağan karın net satışlara oranı, dönem karının net satışlara oranı, satış karlılığı, özsermaye karlılığı ve aktif karlılığıdır” (Akdoğan ve Tenker, 2001: 634).

Brüt Kar Marjı: Brüt satış karının net satışlara oranlanması ile hesaplanır. Net satışların yüzde kaçının brüt satış karı olduğunu gösterir.

Faaliyet Karının Net Satışlara Oranı: İşletmenin esas faaliyet alanında karlı çalışıp çalışmadığını ölçmek için faaliyet karının, net satışlara bölünmesi gereklidir.

Olağan Karın Net Satışlara Oranı: Olağan karın net satışlar içindeki payını hesaplamak için olağan karın net satışlara bölünmesi yeterli olacaktır.

Dönem Karının Net Satışlara Oranı: Dönem karının net satışlara bölünmesi ile her yüz liralık net satış gerçekleştiğinde vergiden önceki karın tutarını hesaplar.

Satış Karlılığı Oranı: Net karın net satışlar içindeki yüzdesini hesaplamak için net karı net satışlara bölmek yeterli olacaktır.

Özsermaye Karlılığı: İşletme sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kar payını hesaplamak için net karın özsermayeye bölünmesi gereklidir.

Aktif Karlılığı: Varlıkların işletmede verimli olarak kullanıldığını ölçmek için net karın toplam varlıklara oranlanması gereklidir.

1.7.4.5. Borsa performans oranları

Fiyat/Kazanç Oranı: İşletmenin borsadaki toplam değerinin dönem net kârına bölünmesi ile bulunan bu oran, hisselerin piyasa değeri ile getirilerinin arasındaki ilişkiyi saptamak için kullanılır. Bu oran aynı zamanda hisse senetlerinin birim fiyatının hisse başına kâra bölünmesi şeklinde de hesaplanabilir (Orhan, 2014: 56).

İşletmelerin adi ve imtiyazlı hisse senetlerine farklı oranlarda temettü ödemesi yapması, hisse senetlerinin fiyatları arasındaki farklılık ve sahiplerine sağladıkları öncelik haklarının farklı olması nedeni ile adi ve imtiyazlı hisse senetleri için bu oran ayrı ayrı hesaplanmalıdır (Orhan, 2014: 56).

Fiyat/kazanç oranı işletmenin kaynak yapısından ileri gelen düşük kâr ya da zarar etme durumlarında yanıltıcı sonuç verebilir. Yüksek faiz yükünün olduğu dönemlerde fiyat/kazanç oranı aşırı yüksek ya da zarar edilmesi durumunda negatif çıkabilir (Orhan, 2014: 56).

Fiyat/Satış Oranı: Hisse senedinin fiyatıyla satışlarını oranlar. Ana amaç her bir birim satış için ne kadar para ödeyeceğimizi bulmaktır. Yapılan akademik çalışmalarda düşük Fiyat/Satış oranına sahip şirketlere yapılan yatırımın yüksek Fiyat/Satış oranına sahip yatırımlara oranla daha çok getiri elde ettiği görülmüş (Orhan, 2014: 56).

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı: İşletmenin hisse senetlerinin borsadaki değerinin kayıtlı değer kaç katı olduğunu tespit etmek için kullanılan bir orandır. İşletmenin piyasa değerinin özkaynak toplamına bölünmesi ile bulunur (Orhan, 2014: 56).



2. BÖLÜM

2. DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMI

Şirketler, uzun yıllardır kendi bünyelerini ekonomik olarak büyütmek amacıyla kar maksimizasyonunu benimsemiş ve yüksek gelir, düşük maliyet görüşü üzere faaliyetlerini temellendirmişlerdir. Markalaşma süreci, pazar payı ve rekabet gibi çeşitli faktörlerin zaman içerisinde bir gereksinim haline gelmesi nedeniyle, bu durum değişime uğrayarak günümüzde kar maksimizasyonu ve rekabet gücünü elde tutmayı sürekli bir hale getirecek firma değeri kavramını ortaya çıkarmıştır. Son zamanlarda ülke ekonomisinin de bir göstergesi haline gelmiş olan sermaye piyasalarındaki firmaların finansal durumları, elde ettikleri kardan ziyade piyasadaki değerleri üzerinden ele alınmaktadır.

Firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi, önem arz eden bir konudur. Firma değerinin belirlenmesinde gerçek değerün uygun ve objektif bir şekilde belirlenmesi noktasında birtakım değerlendirme araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Her ne kadar birebir olarak değerlendirme ölçütleri içerisinde birebir değer belirlenmesi mümkün olmasa da tahmini olarak kabul edilebilir bir rakamın ortaya çıkarılabilmesi gerekir. SPK Tebliği Seri: VIII, No:45'te yer alan ibarede "satın alınmak üzere sunulmuş bir mal veya hizmetin alıcıları ve satıcıları tarafından mutabık kalınması muhtemel fiyat" olarak tanımlanmış ve değer tam bir gerçekliği ifade etmeyip belirli bir zaman periyodu içerisinde belirli bir mal veya hizmet için ödenecek tahmini fiyatını belirtmektedir.

Değer ve değerlendirme kavramı firma açısından ele alındığında hacim ve faaliyet boyutuyla değerlendirilmesi gerekir. Bir ürününün değeri hesaplanan malzeme ve şekillendirme maliyetleri üzerinden belirlenebilirken, firmanın değeri finansal raporlama açısından tarihi maliyetleri üzerinden hesaplanmaktadır (Uluslan, 2007: 527). Değerleme kavramı kullanılan yöntemlere göre görecelilik arz edebilmekte ve bu durumda, firmanın finansal durumu ve faaliyetleri etkilenebilirken kar rakamları da buna bağlı değişebilmektedir (Akdoğan ve Aydın, 1987: 418).

2.1. Değer Kavramı

Yapılan çalışmalarda, değer kavramının kıymet, karşılık, görelî bedel, fiyat, paha, karşılık, fayda gibi birtakım ifadelerle tanımlanmış olup, genel kabul görmüş bir tanımının olmadığı da ortadadır. Göreceli olarak, ifade edilen bu kavramlar ya birbirini tamamlamakta

veya zaman içerisinde ihtiyaca uygun farklı bir biçimde kullanılmaktadır (Ertuğrul, 2008: 143-144).

Değer kavramı tanımından ve finansal açıdan ortaya çıkarılmasında ekonomi bilimi açısından bir sorun teşkil etmektedir. Değer kavramı bazı zaman mal ve hizmetin sağlayacağı toplam faydayı ve yarar karşılığını ifade ederken; bazı zamanlarda ise bir mal veya hizmetin, başka bir mal veya hizmet karşılığındaki değişim kabiliyetini ifade eder (Glenn ve Munn, 1967: 591).

Farklı bir bakış açısıyla ele alındığında ise değer kavramı, bir şeyin değerinin belirlerken sağlayacağı faydanın yanı sıra arzu edilme derecesine göre de farklılık arz edeceğini göstermektedir. İhtiyaç duyulma ve arzu edilme dereceleri kişiden kişiye göre değişiklik göstereceğinden bunun sonucu olarak değer farklılık göstermesi olası bir durum olarak ortaya çıkmaktadır (Tokay ve Deran, 2004: 139-140).

Andriessen (2015: 4), değer kavramını çeşitli kriterler çerçevesinde incelemiş, değer veya değerlendirme kavramının oluşabilmesi için mal veya hizmetin ötesinde faydalı ve arzu edilebilir bir nesnenin varlığının gerekli olduğunu savunmuştur. Böyle bir durumda değer kavramını açıklayabilecek dört farklı yolun oluştuğunu belirtmiştir:

1) Finansal değerlendirme yöntemi içerisinde değer kavramı parasal açıdan bir değer ölçütü olarak tanımlanabilmektedir.

2) Veyahut parasal olmayan bir ölçüt olarak kullanılarak gözlemlenebilir bir hale getirilebilmekte, bu durumda değer bir ölçüm yöntemi olarak açıklanabilmektedir.

3) Eğer ölçüt gözlemlenebilir olmazsa, onun yerine değerlendiricinin kişisel kararına bağlanabilmekte ve o zaman yöntem değer değerlendirilmesi yöntemi olarak ortaya çıkabilmektedir.

4) Eğer değerlendirme çerçevesi içerisinde herhangi bir değer belirtilmemiş fakat gözlemlenebilir bir kavram olarak metrik ölçülere sahip ise bu durumda yöntem ölçüm yöntemidir.

Sonuç olarak değer kavramı, ihtiyaç duyulan mal veya hizmet karşılığında ödenmeye razı olunan ve arzulanma derecesine göre değişiklik arz eden faydanın yaklaşık ve tahmini parasal ifadesi olarak tanımlanabilir. Firma değeri ise, bu tanımın dışında satış veya satın

alma durumları olmaksızın olağan faaliyetler içerisindeki parasal durumunu ifade etmektedir.

2.2. Değerleme Kavramı

Değer kavramı, durağan bir yapısı olması karşısında, değerlendirme kavramı dinamik olarak bir süreci ifade etmektedir. Kısaca değerlendirme değeri ortaya çıkaran bir araç olarak da tanımlanabilir. Değer kavramı, bir varlık veya yükümlülüğün parasal karşılığı iken, değer ölçüsü tutarın belirlenmesinde esas alınan fiyatı ve değerlendirme ise değer belirleme işlemlerinin tamamını belirtmektedir (Tokay ve Deran, 2008: 22).

Finansal açıdan değerlendirme ise, değer belirlenmesi amacıyla yapılan hesaplamaların ve hesaplamada kullanılacak değer ve ölçülerinin saptanması ve uygulanarak finansal tablolara taşınması sürecinin tamamı olarak tanımlanmaktadır (Başagaç, 2006: 19).

Değerleme, bir süreci belirttiğinden dolayı birtakım amaç veya amaçlara yönelik faaliyetlerde bulunabilmektedir. Bunların yanı sıra değerlendirme kavramı, ekonomik açıdan büyük önem arz etmesinden dolayı, fonksiyonel açıdan incelenmesi gerekir.

2.3. Değerlemenin Amacı, Önemi ve Fonksiyonları

Değerleme, finansal açıdan düşünüldüğünde, bir firmanın yaptığı faaliyetlerin performansını belirleyen bir unsur olarak değerlendirilebilir. Bu açıdan düşünüldüğünde değerlendirme, finansal yatırımcıların piyasa koşullarında firmanın değerinin gerçeğe en yakın bir şekilde tahmin edilmesi konusunda kararlarını etkileme durumu vardır. Dolayısıyla bu süreç işletmenin başarısı ve başarısızlığını, çalışan ve yöneticilerin performans ölçümünü ve ödenecek verginin vergi tahakkukunu hesaplama konusunda yardımcı bir unsurdur (Chartered Accountants in England Wales (ICAEW), 2018). Daha geniş bir kapsam ile değerlemenin amacını bir firmanın belirli bir zaman içerisindeki varlık ve yükümlülükleri ile faaliyetleri sonuçlarının parasal tutarlarını gerçeğe en uygun bir şekilde hesaplayabilmesidir (Baktöre vd., 2000: 20).

İşletmenin olağan faaliyetleri dışında, varlıkların sermaye olarak konulması, işletme evlilikleri, işletme alım veya satımlarında değerlendirme yapılması gerekmekte ve bu gibi durumlarda bir bütün olarak işletme değeri tespit edilmektedir. Değerlemenin bir amacı olarak bu durum da gösterilebilir (Uluslan, 2007: 529).

Değerleme işlemleri, fonksiyonel açıdan bakıldığında, işletme sürekliliğinin sağlanmasında önemli bir unsurdur. Değerleme işlemlerinin gerektirdiği şekilde yerine getirilmesi, değerlemenin önemi ile doğru orantılıdır. Değerleme konusu, finansal tabloların oluşturulması ve bunun yardımıyla birlikte değerlendirme esaslarına dayalı olarak firma değerinin belirlenmesinde de önemlilik göstermektedir. Değerleme işlemleri, finansal durum tablosu kalemlerini ele alarak değerlendirme işlemlerinin oluşturulması ve her bir finansal durum tablosu kalemi için farklı değerlendirme ölçüsünü kullanması, gerçeğe uygun bilginin oluşturulmasında çok büyük önem arz etmektedir (Tokay ve Deran, 2008: 20).

Değerleme işlemlerini yapan firmalar, yasal sorumluluklarını yerine getirirken, muhasebe ve standartlarına dayalı olarak da gereğini yerine getirmiş olmaktadır. Bunun sonucunda, alınan kararlara katkı sağlayacak şekilde bilgi elde edilmiş olur (Özulucan, 2003: 15-16).

Değerlemenin hangi dönem aralığında yapılması gerektiği de önemlidir. Finansal açıdan bakıldığında iki yerde değerlendirme yapılması gerektiği uygun görülmektedir (Şensoy, 2006):

- 1) Bir finansal tablonun ilk defa kayıt altına alınması durumunda
- 2) Daha önceden kayıtlanmış olan mali olay niteliğindeki varlık alımı, yükümlülük veya durumların yeniden değerlemeyi gerekli kılması halinde.

2.4. Değerleme İşlemlerinin Sınıflandırılması ve Değerleme Ölçüleri

Değerleme işlemleri iki ana noktayı temsil etmektedir. Birincisi değerlendirme esası; ikincisi ise, değerlendirme ölçüsüdür. Finansal raporlama sisteminde kabul görmüş değerlendirme esası tarihi maliyettir. Bunun yanı sıra tarihi maliyet ve cari maliyetin birlikte kullanıldığı karma ekonomiler de mevcuttur (Uluslan, 2007: 529). Karma değerlendirme esasını benimsenmesi neticesinde, varlıklar ve borçlar farklı değerlendirme esaslarına göre değerlendirilir (Canadian Accounting Standarts Board, 2006: 119). Varlık ve borçlara uygulanan değerlendirme esaslarının niteliklerine göre farklılık göstermesi mümkündür. Amaçlarına göre değişkenlik gösteren aynı türden varlıkların da farklı değerlendirme esaslarına tabi olduğu da bir gerçektir (Tokay vd., 2005: 97). Değerleme esasları, gelirin ölçülmesi konusunda bir araç olmakla birlikte belirli amaçlara ulaşma konusunda da yardımcı bir faktördür.

Değerlemeye konu olan ölçü birimleri iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Birincisi nominal değer olarak varlık ve kaynakların para cinsinden karşılığı, ikincisi ise paranın zaman değerine bağlı olarak satın alma gücüdür (Akdoğan, 1997: 29). Değerleme ölçülerinden önce finansal açıdan değerlendirme yaklaşım sınıflandırılmasının bilinmesi gerekir.

2.4.1. Maliyet Yaklaşımı

Bu yaklaşım, bir mal veya hizmetin ikame edilmesi için gerekli olan nakit tutarına uygun bir şekilde ikame ve fiyat dengesinin ekonomik ilkelerine bağlıdır. Bu ilkeler, bir yatırımcının, bir yatırım için, eşit faydaya sahip bir yatırım elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağını ileri sürmektedir. Dolayısıyla, yeni bir kaynağın fiyatı, kaynağın ömrü boyunca sağlayabileceği hizmetin ekonomik değeriyle doğru orantılıdır (Reilly ve Schweis, 1999: 87). Maliyet yaklaşımı ile ilgili en önemli problem, çoğu zaman maliyet yaklaşımının iyi bir değer göstergesi olmamasıdır. Maliyet yaklaşımı, transfer fiyatlarını ve telif oranlarını belirlerken ya da kaynak sahibinin bir ihlalde ya da başka türde bir davada maruz kaldığı zarar miktarını tahmin ederken maddi olmayan kaynaklara değer vermek için uygundur (Andriessen, 2015: 6).

2.4.2. Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, rekabet ve dengenin ekonomik ilkelerine dayanmaktadır. Bu ilkeler, serbest bir piyasada arz ve talep faktörlerinin herhangi bir malın fiyatını bir denge noktasına sürükleyeceğini ileri sürmektedir. Piyasa verileri bir piyasa değerini tahmin etmek için kullanılır. Pazar yaklaşımı sadece, söz konusu kaynaklara benzer maddi olmayan duran varlıkların işlemde veri bulunması durumunda kullanılabilir. Kaynakların benzersiz olduğu durumda, bu yaklaşımı tercih etmek uygun değildir (Andriessen, 2015: 6).

Emsal karşılaştırma yaklaşımı olarak da bilinen bu yaklaşımda örnek olarak, matris fiyatlandırma modeli gösterilebilir. Bu model, genellikle borçlanma ile ilgili menkul kıymetleri değerlendirmekte kullanılmaktadır. Bu menkul kıymetin borsada kayıtlı değerinden çok başka bir menkul kıymet ile aralarındaki ilişki esas alınmaktadır (Financial Accounting Foundation, 2006: 6).

2.4.3. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, beklentinin ekonomik ilkesine dayanmaktadır. Bu ilkeye göre maddi olmayan kaynakların değeri, bu kaynaklardan beklenen tahmini ekonomik gelirin bugünkü

değeridir. Bu yaklaşımda, değerlemesi yapılan varlığın gelir ve harcama bilgileri ele alınır. Net bugünkü değer yöntemi, bu değerlendirme yaklaşımında kullanılan bir değerlendirme yöntemidir. Tüm bunların yanı sıra, gelir yaklaşımı genellikle maliyet ve piyasa yaklaşımı ile karşılaştırıldığında, özellikle bilgi değerlemesi söz konusu olduğunda, en iyi seçenek olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.4.4. Değerleme Ölçüleri

Genel olarak finansal açıdan değerlendirme ölçüleri tarihi maliyetler ve cari değer ölçüsü açısından iki ana başlık çatısı altında toplamak mümkündür. Tarihi maliyetler, bir varlığın veya borcun işlem tarihindeki değerini ifade ederken, cari değer ise üç farklı faktörün birleşiminden oluşur; cari maliyet, cari satış ve cari ekonomik değer. Cari maliyet bir varlık veya borcun işletme envanterine girişi değeri iken cari satış ise çıkış değeridir. Cari ekonomik değer de, kullanım değeri veya bugünkü değeri ifade eder (Tokay vd., 2005: 107). Literatürde yer alan değerlendirme ölçüleri ise şu şekilde sıralanabilir:

- 1) Tarihi Maliyet
- 2) Yerine Koyma Maliyeti
- 3) Net Gerçekleşebilir Değer
- 4) Net Bugünkü Değer
- 5) Firma Katkı Değeri (Yoksun Olma Maliyeti, Cari Maliyet)
- 6) Gerçeğe Uygun Değer

2.4.4.1. Tarihi maliyet

Değerleme, değerlendirme esası ve ölçü olmak üzere iki unsurun birleşiminden oluşmaktadır. İşletmelerde en çok kullanılan değerlendirme esası tarihi maliyettir. Ancak tarihi maliyetin yanı sıra cari değerlendirme esaslarının da birlikte kullanılarak karma bir değerlendirme esasının oluşması mümkündür. TMSK Kavramsal Çerçevesi içerisinde paragraf 101’de yer alan ifadede işletmelerin tarihi maliyet esasını diğer (cari değer) esaslar ile kullanılması gerektiği yer almaktadır (Uluslan, 2007: 529).

Tarihi maliyet, satın alma veya inşaat maliyeti olarak da isimlendirilebilir. Tanımsal ifade ile tarihi maliyet, varlıkların nakit ve nakit benzerleri ile satın alınan veyahut belli bir tutar ifade eden varlık karşılığı verilen ve belirli bir tarihte sahip olma durumuyla o varlığın piyasa değerini göstermektedir. Genellikle gerçeğe uygun değeri ifade eden tarihi maliyetler, borçların borç karşılığı tutarlarıyla veya olağan faaliyetlerden oluşan borçların nakit veya nakit benzeri karşılığı tutarlarını ifade etmektedir (Tokay ve Deran, 2008: 25).

Değerleme sırasında stok, arsa vb. maddi duran varlıkların ölçümünde de tarihi maliyet esas alınır. Ancak enflasyon dönemlerinde, tarihi maliyet yöntemi ile finansal tablo verilerinin gerçeklikten sapması muhtemeldir. Bu durum tarihi maliyet yönteminin zayıf yönünü temsil eder.

2.4.4.2. Cari maliyet

Bu maliyet esasında, bir varlığın veya emsalinin satın alınması için gerekli olan nakit veya benzerlerinin tutarını ifade eder. Tanımdan da anlaşılacağı üzere bu maliyet, bir varlığı ikame edebilecek başka bir emsal varlığın yerine koyma maliyetini esas almaktadır. Buna göre varlığın daha önce hesaplanmış olan değeri (tarihi maliyet) önemini yitirmekte ve değerlendirilecek varlığın onu ikame edebilecek başka bir varlığın değerlendirilme günündeki satın alma fiyatı üzerinden yeniden değerlendirilmektedir (Başagaç, 2006: 31). Buna ek olarak yerine koyma maliyetinden ziyade yeniden üretim maliyeti de göz önüne alınmalıdır.

Bir varlığın yeniden üretim maliyeti, yeniden üretilecek en ekonomik maliyetin elde edilmesi için verilen bedelin gerçeğe uygun değerinden farklı olması halinde, ilk muhasebeleştirme tarihinde tarihi maliyetinden farklılık göstermesi durumudur. Örneğin bir mal veya hizmetin satın alınması durumunda 450 TL'lik bir bedel ödendiği varsayımı üzerinden, yeniden üretim maliyetinin alış gününde 400 TL olması 50 TL'lik bir değer düşüklüğünün (zararın) olduğunu belirtmektedir. Buna karşın, yerine koyma maliyeti, yeniden üretim maliyetine göre daha objektiftir. Yerine koyma maliyeti, varlığın yeniden üretilmesi için en ekonomik maliyetten ziyade, bir varlığın azami üretim miktarını veya hizmet potansiyelini değiştirmek için en düşük maliyeti ölçmektedir (Canadian Accounting Standards Board, 2006: 82).

2.4.4.3. Net gerekleſebilir değer

Bu değer türünden varlıklar, iſletmenin olağan faaliyetleri içerisinde elden çıkarılması durumunda elde edilecek nakit veya benzeri tutarını ifade eder. Borç yükümlülüklerinde ise, borçların iskonto edilmemiſ halini temsil etmektedir. Bu nedenle, bu değer ıkıſ değeri veya ödeme değeri olarak da isimlendirilmektedir (Tokay ve Deran, 2008: 27) Baſka bir ifadeyle, olağan iſletme faaliyetleri içerisinden tahmini satıſ fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satıſ için gerekli olan maliyetlerin dſldkten sonra kalan değeri ifade eder. Maliyete dayalı ölçüm esaslarının (tarihsel maliyet ve cari maliyet) tersine, net gerekleſebilir değer, bir varlığın fayda değerinin bir ölçütüdür (Canadian Accounting Standarts Board, 2006: 84-85).

Net gerekleſtirilebilir değerin genel bir ölçüm temeli olarak reddedilmesinin baſlıca nedenlerinden biri, tesis ve donanım gibi çoğu üretken varlık için gerçekçi olmayan dſk değerlere yol aması ve bu tür varlıkların elde edilmesinde çoğunlukla büyük zarar oluſturmasıdır.

2.4.4.4. Bugünkü değer

Net Bugünkü Değer veya kullanımdaki değer olarak da tanımlanabilen bugünkü değer, iſletmenin olağan faaliyetleri içerisinde, gelecekte oluſturacakları net nakit giriſlerinin bugüne iskonto edilmiſ değeridir. Borç yükümlülüklerinde ise, net nakit ıkıſlarının bugünkü değerlerine iskonto edilmiſ halidir. ‘‘Kullanımdaki değer’’ terimi genel olarak bir kuruma zgi ölçüm yöntemi olarak kabul edilmiſtir. Bu açıdan, kullanım amacındaki değer, iſletmenin bir varlığın üretmesini beklediği tahmini net nakit giriſi ile bugünkü değerini ölçmektir. Bu lm, varlığın ilk muhasebeleſtirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden önemli ölçüde farklılık gösterebilir. Bu bağlamda, kullanım değeri, gerçeğe uygun değerden ve diğer belirlenmiſ ölçüm esaslarından ayrı bir ölçüm yöntemidir (Canadian Accounting Standarts Board, 2006: 86).

Kullanım değeri, yönetimin beklentilerini yansıtan bir tahmindir. Dolayısıyla, kullanım ölçüm değeri esas alınacak olursa, varlıklar, iſlem tutarlarından yönetimin gelecekteki net nakit giriſlerinin bugünkü değerlerine iliſkin beklentilerine göre ilk muhasebeleſtirme esasına göre yeniden düzenlenir. Bir varlığın ſu anki değeri, büyük olasılıkla, iſletmenin satın alma tarihinde piyasada varlığa teklif vermeye hazır olacağı en yüksek fiyatı yansıtacaktır.

Kullanım ölçümlerindeki değer için herhangi referans değer belli olmamakla birlikte, kullanımdaki ölçüm değerlerine ilişkin mevcut muhasebe standartları (değer düşüklüğüne uğramış varlıklarla sınırlı olan), bir işletmenin bekleyeceği makul bir sınır getirmeye çalışmıştır (Örten vd., 2017: 490).

2.4.4.5. Gerçeğe uygun değer

Karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi veya bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkan tutardır (Örten vd., 2017: 489). Bu değer, işlem zamanında kavramsal çerçevede belirtilen tarihi maliyet esasını dışında belirtilen üç değerlendirme esasına denk gelebilmektedir (Tokay ve Deran, 2008: 31).

2.5. Finansal Oranlar ve Firma Değer İlişkisi

İşletmenin cari dönem içerisinde gerçekleştirdikleri faaliyetler neticesinde oluşan finansal durum tablosu ve finansal performans raporları kalemleri, çeşitli oransal analizler içerisine dahil olup geleceğe yönelik kararların alınmasında etkili rol oynamaktadır. Firma yöneticileri başta olmak üzere firmanın ilgili tarafları finansal açıdan bu oranlar üzerinden yatırım tercihlerinde bulunabilmektedirler. Bu noktada, gerek özel kesim gerekse kamu kesimi olsun firmanın finansal durumuyla ilgilenen taraflar, farklı amaçlar doğrultusunda bu oranlar üzerinden firmanın değerlendirilmesinde de bu konuları dikkate almaktadırlar.

Firmaların, kar maksimizasyonu hedeflerinin ötesinde firma değerini maksimize etme amaçları, yalnızca firmanın iç çevresiyle değil, dış çevre unsurlarıyla da bağlantılı olduğunu göstermektedir. Bu durumda, finansal oranlar incelendiğinde yalnız işletmenin kendi yapısında karar alma faaliyetlerinde değil, yatırımcı veya diğer taraflarca işletmenin değerinin belirlenmesinde etkili olduğu görülmektedir. Aynı zamanda, firma yöneticilerinin almış oldukları kararlar, finansal tablolara etki etmekte ve haliyle finansal oranları da etkilemektedir.

2.5.1. Finansal Oranlar

Literatürde, likidite oranları, faaliyet oranları, mali yapı oranları ve karlılık oranları olmak üzere dört temel başlık altında toplanan finansal oranlar genişletilmiş olarak borsa performans oranları da dahil edilerek beş ana başlık altında birleştirilebilir. Bu oranlar tablo 2.1.'de gösterilmiştir:

Tablo 2.1. Finansal Tablo Oranları

Oranlar	Formül
Likidite Oranları	
Cari Oran	Dönen Varlıklar /Kısa Vadeli Borç
Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Borç
Nakit Oranı	Hazır Değerler /Kısa Vadeli Borç
Faaliyet oranları	
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Ortalama Stok
Alacak Devir Hızı	Kredili Satışlar / Ticari Alacaklar
Dönen Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Dönen Varlık
Duran Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Duran Varlık
Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı
Özkaynak Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Öz Sermaye
Mali Yapı Oranları	
Kaldıraç Oranı	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Aktif
Borçlanma Oranı	Toplam Yabancı Kaynaklar / Özkaynaklar
Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif	Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif
Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktif	Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktif
Karlılık Oranları	
Brüt Kar Marjı	Brüt Satış Kârı/Net Satışlar
Net Kar Marjı	Net Kâr / Net Satışlar
Özsermaye Karlılık Oranı	Net Kâr / Öz Sermaye
Aktif Karlılık Oranı	Net Kâr / Toplam Aktif
Borsa Performan Oranları	
Fiyat/Kazanç Oranı	Hisse Güncel Fiyatı / Pay Başına Kâr
Fiyat/Satış Oranı	Toplam Piyasa Değeri/Toplam Satışlar
Piyasa Değeri/Defter Değeri	Hisse Senedi Fiyatı/Hisse Başına Özkaynak

Kaynak: Büyüksalvarcı, 2010: 133-134

Finansal tablolardaki ilk dört oran grubu firmanın genellikle içyapısı ile ilgili olmasına karşın borsa performans oranları firma değerlemesinde etkin olarak tercih edilebilir olduğundan finansal oranlar içerisinde değil de firma değerlemesinde yer almıştır.

Finansal oran en basit tabiriyle iki kalem arasındaki anlamlı ilişkiyi ifade etmektedir. Finansal durum tablosu ve finansal performans tablosundaki kalemlerin birbirlerine oranlanması yapılarak anlamlı veya anlamsız oranlar elde edilebilir. Ancak önemli olan, oranın amaca uygun olup olmaması durumudur. Eğer oran, firma hakkındaki kararlarda etkili olabilecek herhangi bir referans değer veya yüksek ve düşük olma durumlarına göre değerlendirilebiliyorsa amaca uygunluğu sağladığı anlamına gelir. Oran analizinde elde edilen sayısal ifadelerin yorumlanmasında bazı kıstaslar yer almaktadır (Kaba, 2009: 54):

1) Oranlar, geçmiş dönemdeki oranlar ile karşılaştırılmalı, tek bir yılı esas almak yerine birden çok dönemin oranlarının ilişkileri incelenmelidir.

2) Hesaplanan oranlar, emsal teşkil eden aynı sektör içerisindeki firmaların finansal oranları ile karşılaştırılmalıdır.

3) Hesaplanan oranlar, deneyler sonucu elde edilen standart veya referans değerler ile karşılaştırılmalıdır.

Bu alanda yapılan çalışmaların çoğu, firma değeri ile sermaye yapısı arasında gerçekleştirilmiş olup finansal oranlar ile değer yapısı genellikle bu kapsamda ele alınmıştır.

2.5.1.1. Likidite oranları

İşletmenin finansal (cari) durumunu, likidite durumuna bağlı olarak analiz eden bir oranlardır. Likidite oranları, işletmenin mali durumu üzerinden vadesi gelen borçları ödeme gücünü gösterir. Kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün yanı sıra çalışma sermayesinin de yeteri kadar mevcut olup olmadığının da saptanmasında yardımcı olur. Genel olarak dönen varlıkların kısa vadeli borçlar arasındaki ilişkiyi ifade eder. Tablo 2.1’de belirtildiği gibi likidite oranları şunlardır (Aydın vd., 2012: 88):

Cari Oran: Formül olarak dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle elde edilen orandır. Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakları ödeyebilme gücünü gösterir. Ancak bu oranın sağlıklı bir bilgi içerebilmesi için, şüpheli alacak karşılığı, stok değer düşüş karşılığı, menkul kıymetler değer düşüklüğü karşılığı ve düzeltme hesaplarının ve bankada bloke durumunda olan paranın bu finansal durum tablosu kalemi içerisinde düşülmesi gerekir.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Üretim işletmelerinde bu oranın 2 olması uygundur. Ancak gelişmekte olan ülkelerde işletmeler, kısa vadeli fon kaynağı genellikle bankalar aracılığıyla sağladığından bu referans değerine erişebilmekte zorlanmaktadır.

Cari oranın yüksek tutulmaya çalışılması işletmeler açısından uygun bir davranış olmayacaktır. Çünkü likiditenin artması durumunda riskin de artması ve karlılığın düşmesi söz konusu olacağından işletmeye olumsuz yönde etki etmesi beklenir.

Asit Test Oranı: Cari orana göre daha hassas olan bu oran, likiditenin daha sağlıklı bir şekilde ölçülmesine olanak sağlamaktadır. Çabuk oran, hassas oran olarak da isimlendirilen asit-test oranı, dönen varlıklar içerisinde stok kalemleri düşürülerek elde edilmektedir. Cari oranın yüksek olması o işletmenin likiditesinin yüksek olduğu anlamına

gelmez. Eğer işletme, stoklara çok fazla yatırım yapmışsa likidite açısından gerçekçi bir oranı göstermeyecektir. Bu yüzden asit test oranı cari orana göre daha fazla likidite açısından hassasiyet gösterecektir.

$$\text{Asit – Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar – Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Asit-test oranının temel mantığı, alacakların normal ödeme süresi içerisindeki nakde çevrilme hızıdır. Burada referans değerin 1 olması uygundur. Ancak işletmenin ve işletmenin içerisinde bulunduğu sektöre bağlı olarak bu değerin altında veya üstünde olması muhtemeldir.

Nakit Oran: Bir işletmedeki en likit varlıklar olan hazır değerler ve menkul kıymetlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle elde edilen orandır.

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

İşletmenin likiditesi analiz edilirken bu oran değerlendirilmektedir.

2.5.1.2. Faaliyet oranları

Etkinlik veya verimlilik oranları olarak da isimlendirilen bu oranlar, işletmenin varlık yapısı içerisinde ne kadar yatırım yapıldığını ve bu varlıkların ne kadar verimli bir şekilde kullanıldığını gösteren oranlar gurubunu ifade etmektedir. Bu oranlarda herhangi bir referans değeri belirtilmeyip, bu oranlar ne kadar yüksek ise o derece olumlu sonuçlar verdiği ifade edilmektedir. Faaliyet oranları şunlardır (Aydın vd., 2012: 92):

Stok Devir Hızı: Bu oran, stok likiditesini ifa etmekle birlikte, stoklar ve satışlar arasındaki ilişkiyi de göstermektedir. Stok devir hızı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Ortalama stok düzeyinin hesaplanması için birkaç farklı yöntem vardır. Eğer işletme satışları düzenli ve doğru orantılı bir şekilde büyüme gösteriyorsa, dönem başı ve dönem sonu stokların ortalaması alınarak ortalama stok değerine ulaşılabilir. Eğer satışlarda düzenli bir artış yoksa ve satışlar mevsimsel veya konjonktürel dalgalanmalar sergiliyorsa tüm yıl içerisindeki stoklar ay sayılarına bölünerek elde edilebilir.

Stok devir hızı, işletmenin stok yönetimi üzerindeki etkinliğini gösterir. Ancak, yüksek devir hızı düşük veya yetersiz stok seviyesinin habercisi de olabilir. Aynı zamanda stokların yenilenmesi küçük parçalar halinde gerçekleştiriliyorsa bu durum yine geçerli olabilir. Stok devir hızının yorumlanmasında stokların elde tutma maliyetleri gibi faktörlerin de göz önünde bulundurulması değerlendirme yapılması gerekir.

Stok devir hızının düşük olması, yavaş işlem gören veya modası geçmiş stokların olduğunu da gösterebilir. Bu durumda stoklar likidite özelliklerinin kaybederek zarar gösterilmesi de kaçınılmaz olabilir.

Alacak Devir Hızı: Alacakların bir yılda kaç kez tahsil edilebildiğini göstermektedir. Alacak devir hızı arttıkça işletmede likidite artacaktır. Bunun yanı sıra sıkı bir alacak tahsil politikası izlenirse işletmenin satışlarında ve pazar payında daralmaya sebebiyet verebilir.

Alacak devir hızının düşük olması, işletmenin etkin olmayan alacak tahsil politikası izlediğini gösterir. Bu bağlamda, tahsil edilemeyen alacaklar ödenmeme riski ile işletmeyi karşı karşıya bırakacaktır. Alacakların devir hızı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Alacakların Devir Hızı} = \frac{360}{\text{Ortalama Tahsil Süresi}}$$

Alacak devir hızı ise şu şekilde hesaplanır:

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

Ortalama tahsil süresi ve alacakların devir hızı, alacakların tahsilindeki devir hızını gösterir. Bundan dolayı, asit-test oranının, mutlaka alacak devir hızı ile desteklenmesi gerekmektedir.

Dönen Varlık Devir Hızı: Dönen varlıkların yıl içerisindeki verimli kullanılıp kullanılmadığını gösteren faaliyet oranıdır. Bu oranın yüksek olması dönen varlıkların etkin bir şekilde kullanıldığının göstergesi olması açısından istenilen bir durumdur. Dönen varlık devir hızı formülü:

$$\text{Dönen Varlık Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Dönen Varlıklar}}$$

Ortalama dönen varlıklarda, ortalama stoklar gibi dönem başı ve dönem sonu değerleri alınarak ortalama değere ulaşılabilir.

Duran Varlık Devir Hızı: Bu oran, işletmenin duran varlıklarını etkin kullanılıp kullanılmadığının bir ölçütüdür. Aynı zamanda, duran varlıklara aşırı bir yatırım olup olmadığının belirlenmesinde de kullanılır. Duran varlık devir hızı:

$$\text{Duran Varlık Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Duran Varlıklar}}$$

Bu oranın düşük olması, işletmenin potansiyel kapasitesinin tam anlamıyla kullanılmadığının belirtisi olmakla beraber, duran varlıklara yapılan yatırımın karşılığında yeterli gelirin elde edilemediği anlamını taşır. Bu oranın yüksek olması beklenirken, bunun yanı sıra büyük sanayi işletmelerinde referans değer 2 olması istenmektedir.

Aktif Devir Hızı: İşletmenin toplam aktiflerinin verimli kullanılması açısından bir gösterge konumunda olan bu oran, aynı zamanda işletmenin sermaye yoğunluğunu da ifade etmektedir.

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

Formülü ile hesaplanan aktif devir hızının yüksek olması, karlılık oranlarının da yüksek olduğunu gösterir. Bu oranın ortalama değeri 2 ile 4 arasında olması beklenir. Bu oranın düşük olması da işletmede atıl kapasitenin olduğunu gösterir.

Özkaynak Devir Hızı: Bu oran özkaynak verimliliğini ifade etmektedir. Özkaynak devir hızı:

$$\text{Özkaynak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Özkaynaklar}}$$

Bu oranın çok yüksek olması, işletmenin varlıklarının büyük kısmını borçlanma suretiyle elde ettiğini ifade eder. Düşük olması ise özkaynakların etkin kullanılmayıp olağan faaliyet seviyesinin olması gerekenden daha fazla özkaynağa sahip olduğunu gösterir.

2.5.1.3. Mali yapı oranları

Borç ve kaldıraç oranları olarak da tanımlanan bu oranlar finansal açıdan özsermaye ve borç dengesinin iyi bir şekilde kurulması, kısa ve uzun vadeli borçların temin ve ödemesi noktasında işletmenin mali yapısını temsil ettiğinden önemlilik arz eden bir konudur (21: 96).

Kaldıraç oranları olarak da adlandırılan bu oranlar, işletmenin sahip olduğu kaynakların ne kadarının özkaynak ne kadarının yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren oranlar grubudur. Mali yapı oranları Tablo 2.1.'de gösterildiği gibi şunlardır:

Kaldıraç Oranı: İşletmenin toplam borç yükü ile toplam varlıklarının oranlamasıyla bulunan değerdir. Toplam borç, işletmenin hem kısa hem de uzun vadeli borçlarını temsil etmektedir. Kaldıraç oranı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Bir işletmede borç miktarı arttıkça sabit nakit çıkışı gerektiren faiz masrafları da aynı ölçüde artacaktır. Böylesi bir durumda işletmenin kısa vadeli ödeme gücünü gösteren likidite oranları yardımcı olacaksa da yeterli olmayacaktır. Borç vadeleri, faizi ve borçlanılan para biriminin cinsi de incelenmesi gerekir. Bunun yanı sıra işletmenin karlılığı da borçların tasfiyesi için önemlidir. eğer işletme yeteri kadar kar elde edemiyorsa borçlarını ödeme konusunda zorlanacaktır.

Borçlanma Oranı: Bu oran kaldıraç oranına benzese de, işletme sahipleri tarafından finanse edilen kaynaklar ile kredi kuruluşları tarafından finanse edilen kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir. Borçlanma oranı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Borçlanma Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Bir yıldan fazla süreli olan borç miktarı üzerinde faiz masrafları çoğunlukta olduğundan bu oranın hesaplanmasında ayrıca uzun vadeli borç/özsermaye oranı kullanılır.

Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif: Bu oran kısa vadeli borçların toplam aktif içerisindeki payını gösterir. Borç ve faiz ödemesi açısından gösterge niteliği taşımaktadır.

Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktif: Bu oran ise uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktif içerisindeki payını gösterir. Borç ve faiz ödemesi açısından gösterge niteliğinin yanında öz kaynaklar ile birlikte devamlı sermayeyi de temsil etmektedir.

2.5.1.4. Karlılık oranları

İşletmenin yapmış olduğu yatırım ve finansman faaliyetlerinde ne kadar başarılı olduklarını gösteren oranlardır. Ayrıca satış ve yatırımlardan sağlanan karlılığının da bir ölçütü olmasından dolayı yönetimin etkinlik ve performans açısından değerlendirilmesi yönünde bir gösterge niteliği taşımaktadır. Bundan dolayı sadece işletmenin iç çevresinde değil potansiyel yatırımcılar açısından da önemlilik arz etmektedir.

Karlılık oranları, yalnız işletmenin kendi statik durumunun bir değerlendirilmesinden ziyade işletmenin de içerisinde bulunduğu sektördeki diğer işletmelerle karşılaştırma olanağı vererek sahip oldukları karlılıklarının ne ölçüde yeterli olup olmadığının karar verilmesinde etkin rol oynamaktadır.

Karlılık oranları temelde dört ana başlık altında toplamak mümkündür:

Brüt Kar Marjı: Satışlar üzerinden elde edilen karlılık oranıdır. Hesaplanması şu şekildedir:

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Net Satışlar} - \text{Satışların Maliyeti}}{\text{Net Satışlar}} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Bu oran, işletmenin üretim maliyetlerinin kontrolü ve fiyat politikası açısından önemlidir. Her zaman yüksek olması beklenir.

Net Kar Marjı: Bu oran, işletmenin bütün masrafları, giderleri ve vergileri düşüldükten sonra elde edilmektedir. Diğer bir deyişle bir birim satıştan elde edilen karı ifade eder. Elde edilen değer her zaman yüksek olması arzu edilir. Bu oranın yüksek olması, işletmedeki yatırımların, üretimdeki fiyat politikasının ve finansman politikasının etkinliğini göstermektedir.

Net kar marjı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Öz Sermaye Karlılık Oranı: Bu oranda ön plana çıkan kavram mali rantabilitedir. İşletme ortaklarınca finanse edilen kaynakların ne ölçüde verimli kullanıldığının göstergesidir. Mali rantabilitenin hesaplanmasında net kar işletmenin nominal, ödenmiş, efektif ve öz sermayesine oranlanabilmektedir.

Bir işletmedeki öz sermayenin karlılığı, sermaye ortakları tarafından sağlanan sermayenin karlılığı vergi sonrası karın öz sermayeye oranlanmasıyla elde edilir:

$$\text{Öz Sermaye Karlılığı} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Öz Sermaye}}$$

Bu oran sayesinde işletme ortakları, koydukları sermaye üzerinden ne kadar kar elde ettiklerini görmektedirler. Ancak öz sermayenin dönem içerisinde değişiklik arz etmesi durumunda ortalama öz sermayenin alınması daha doğru sonuç vermesi beklenir.

Aktif Karlılık Oranı: İşletmeye yapılan toplam yatırımların karlılık değerinin tespitinde kullanılan oranı ifade eder. Yatırımlar üzerinden karlılık oranı olarak da isimlendirilen bu oran şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Aktif Karlılık Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Toplam Aktif}}$$

2.5.1.5. Borsa performans oranları

Fiyat/Kazanç Oranı: İşletmenin borsadaki toplam değerinin dönem net kârına bölünmesi ile bulunan bu oran, hisselerin piyasa değeri ile getirilerinin arasındaki ilişkiyi saptamak için kullanılır. Bu oran aynı zamanda hisse senetlerinin birim fiyatının hisse başına kâra bölünmesi şeklinde de hesaplanabilir (Orhan, 2014: 56).

İşletmelerin adi ve imtiyazlı hisse senetlerine farklı oranlarda temettü ödemesi yapması, hisse senetlerinin fiyatları arasındaki farklılık ve sahiplerine sağladıkları öncelik haklarının farklı olması nedeni ile adi ve imtiyazlı hisse senetleri için bu oran ayrı ayrı hesaplanmalıdır (Orhan, 2014: 56).

Fiyat/kazanç oranı işletmenin kaynak yapısından ileri gelen düşük kâr ya da zarar etme durumlarında yanıltıcı sonuç verebilir. Yüksek faiz yükünün olduğu dönemlerde fiyat/kazanç oranı aşırı yüksek ya da zarar edilmesi durumunda negatif çıkabilir (Orhan, 2014: 56).

Fiyat/Satış Oranı: Hisse senedinin fiyatıyla satışlarını oranlar. Ana amaç her bir birim satış için ne kadar para ödeyeceğimizi bulmaktır. Yapılan akademik çalışmalarda düşük Fiyat/Satış oranına sahip şirketlere yapılan yatırımın yüksek Fiyat/Satış oranına sahip yatırımlara oranla daha çok getiri elde ettiği görülmüş (Orhan, 2014: 56).

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı: İşletmenin hisse senetlerinin borsadaki değerinin kayıtlı değer kaç katı olduğunu tespit etmek için kullanılan bir orandır. İşletmenin piyasa değerinin özkaynak toplamına bölünmesi ile bulunur (Orhan, 2014: 56).

2.5.2. Firma Değer İlişkisi

Firma değerlemesinde, firma değeri ile mali oranlar arasında çeşitli çalışmalarda farklı yöntemlerin kullanılarak elde edilen bulgulara dayalı olarak genellikle pozitif bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Beş ana başlık altında toplanan oranların firma değeri üzerinde firma piyasa değeri ile cari oran, nakit oranı, öz kaynak/toplam pasifler, toplam borç/öz kaynak, uzun vadeli borçlar/toplam borç, döner sermaye devir hızı, dönem net kâr/öz kaynaklar, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri ve hisse başına kâr oranları arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur (Düzer, 2008: 26).

Başka bir çalışmada, firma değerlemesinde kullanılan fiyat/kazanç oranı ile piyasa değeri/defter değeri oranları kullanılmış, piyasa değeri/defter değeri oranının firma değeri üzerinde etkili olduğu göreceli olarak tespit edilmiş; ancak fiyat/kazanç oranı etkisinin zayıf olduğu gözlemlenmiştir (Gemici, 2010: 38).

Al-ve-tut getiri ve birikimli getiri yöntemleri olmak üzere iki farklı yöntem kullanılarak yapılan bir çalışmada ise, bağımsız değişkenin finansal oranlar gruplandırılarak, bağımlı değişken olan hisse senedi getirileri arasındaki anlamlı veya anlamsız ilişkinin tespitinde her bir oranın doğrusal anlamda modele uygun düştüğü söylenememektedir (Büyükşalvarcı, 2010: 131).

UFRS'ye göre hazırlanmış mali tablolardan elde edilen finansal oranlar ile yapılan bir çalışmada, cari oran, nakit oranı, uzun vadeli borç/toplam aktif oranı ve kısa vadeli borç/yabancı kaynaklar ile şirketlerin hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü doğrusal bir ilişkinin olduğu saptanmıştır (Büyükşalvarcı ve Uyar, 2012: 27).

Sermaye yapısı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı, buna karşın sermaye yapısı ile firma verimliliği arasında negatif yönlü bir ilişkinin belirlendiği bir

çalışmada, firma borçları arttığında verimliliklerinin azaldığı, tersi durumda ise arttığı tespit edilmiştir.

Özaltın (2006: 4) çalışmasında, sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisini incelemiş, bağımlı değişkenin piyasa değeri, bağımsız değişkenlerin ise kısa vadeli borçlar/pasif toplamı, uzun vadeli borçlar/pasif toplamı, ve özkaynak/pasif toplamı olmak üzere üç bağımsız değişken kullanmıştır. Araştırmanın yöntemi olarak korelasyon analizi yapmış ve firma sermaye yapısındaki değişimlerin, firmanın değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını saptamıştır.

Kar dağıtımı ile firma değeri tespitinde yapılan bir çalışmada, korelasyon yöntemi kullanılarak, temettü oranları ile hisse senetleri arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Kar dağıtım politikasında, dağıtım oranlarının artırılması ile hisse senedi değerinin artacağı saptanmıştır. Kar dağıtım şeklinin, nakit veya hisse senedi olarak belirlenmesinde ise nakit ödeme yapan firmaların değeri, hisse senedi şeklinde ödeme yapan firmaların değerinden yüksek olduğu bulgusuna rastlanmıştır (Kaba, 2009: 22).

Modigliani ve Miller (1958: 262)'in bu konuda yaptıkları çalışmalar, vergi değişkenini hariç tutup, etkin bir piyasa koşullarında, sermaye yapısının firma değerini etkilemediğini saptamışlardır.

Ferri ve Jones (1979: 632) ise işletmenin finansal yapısı, sektör içerisindeki yeri ve büyüklüğünü, gelir seviyesi ve faaliyet kaldırıcı arasındaki ilişkiyi incelemişler, Masulis (1983: 110) de çalışmasında, borç yükümlülüğündeki yapının değişiminin firma değeri üzerinde etkisini incelemiş ve borç yapısının değişiminin firma değeri üzerinde etkili olabileceği sonucuna varmıştır.

3. BÖLÜM

3. BİST100'DE İŞLEM GÖREN ENERJİ SEKTÖRÜ İŞLETMELERİNDE UYGULAMA

Ülkelerin kalkınmasında hayati öneme sahip olan enerji sektörü bugün artık stratejik bir alan haline gelmiştir. Dünya da enerjiye olan talebin artmasıyla birlikte enerji fiyatları da her geçen gün artmaktadır. Özellikle dünya genelinde enerji kaynaklarının tükenme eğiliminde olması enerji sektörünün öneminin daha da artmasını sağlamıştır. Ülkelerin ekonomik ve toplumsal kalkınmasında büyük öneme sahip olan enerji, 1970'li yıllardan günümüze kadar sürekli ülkelerin gündemini işgal etmiş ve bunun için savaşlar yaşanmıştır. Bu nedenle enerji, ekonomik büyümedeki rolü nedeniyle, kalkınma programlarının vazgeçilmez bir unsuru haline gelmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için enerji politikaları, kalkınma planlarının vazgeçilmez bir parçasıdır. Dünya nüfusundaki artış, sanayileşme, kentleşme ve küreselleşme sonucu artan ticaret enerjiye olan talebi giderek daha çok arttırmaktadır. Uluslararası Enerji Ajansı (UEF)'nin yaptığı çalışmalarda, mevcut enerji politikalarının ve enerji talep tercihlerinin devam etmesi halinde 2007 – 2030 yılları arasında dünyadaki birincil enerji talebinde %40 oranında bir artışın olacağı öngörülmektedir. Bu talep artışı zamanında ve güvenli bir şekilde karşılanabilirse, 2030 yılına kadar dünya çapında enerji sektörü arz altyapısına 26 trilyon dolar yatırımın yapılacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte sadece elektrik sektörüne üretim, iletim ve dağıtım için 13.7 trilyon dolarlık bir yatırım gerekmektedir (Tübitak, 1998: 1).

Bu çalışmada Türkiye de enerji sektöründe faaliyet gösteren: AKENR, AKSEN, AKSUE, AYEN ve ZOREN firmaları için oran analiz türlerine (likidite analizi, finansal yapı analizi, faaliyet analizi ve karlılık analizi) yer verilecektir.

Tablo 3.1. Analiz Edilecek Olan Enerji Şirketleri

Firma İsimleri	Borsa Kodları
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	AKENR
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	AKSUE
Ayen Enerji A.Ş.	AYEN
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	AKSEN
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	ZOREN

3.1. Firmalar ve EPDK

3.1.1. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK)

Kurum ilk olarak 03/03/2001 tarih ve 24335 mükerrer sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 4628 sayılı eski Elektrik Piyasası Kanunu ile kurulmuŐ, Elektrik Piyasası Düzenleme Kurumu adını almıştır. 02/05/2001 tarih ve 24390 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan ‘‘Doğal Gaz Piyasası Kanunu (Elektrik Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ve Doğal Gaz Piyasası Hakkında Kanun)’’ 4646 sayılı kanun ile adı ‘‘Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu’’ (EPDK) olarak deĐiŐtirilmiŐtir.

2013 yılında ise 30/03/2013 tarih ve 28603 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanununun 30’uncu maddesi ile kanun adı ‘‘Enerji Piyasası Düzenleme Kurumunun TeŐkilat ve Görevleri Hakkında Kanun’’ olarak yenilenmiŐtir.

Kurum Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ile ilişkili olup, kamu tüzel kiŐiliĐi niteliğinde idari ve mali özerkliğe sahiptir. Kurumun taŐra teŐkilatı olmamakla birlikte Ankara merkezlidir. Kurumun dağıtım bölgelerinde irtibat büroları bulunmaktadır.

Kurum Enerji Piyasası Düzenleme Kurumunun TeŐkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, Doğal Gaz Piyasası Kanunu, Petrol Piyasası Kanunu, SıvılaŐtırılmıŐ Petrol Gazları (LPG) Piyasası Kanunu, ve Elektrik Piyasası Kanunu ile kendisine verilen görevleri yerine getirerek yetkilerini kullanmaktadır. Bu kanunlar ile Şeffaf istikrarlı ve mali açıdan g cl  bir enerji piyasası oluşturulması ve bağımsız bir düzenleme ve denetim amaçlanmaktadır. Kurum bahsedilen amaçların yerine getirilmesinde elektrik, doğal gaz, petrol ve SıvılaŐtırılmıŐ petrol gazları (LPG) piyasalarında, ithalatı, iletimi, dağıtımı, depolanması, ticareti ve ihracatı ile faaliyetlerden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerini tanımlayan lisansların verilmesi, standartlarının oluşturulması, lisans sahibi tüzel kiŐilerin denetlenmesi, piyasada oluşan fiyatların ve fiyat listelerinin takibi vb. konularda piyasada adı geçen kanunlara uygun Şekilde davranılmasının sağlanması konularında yetkili ve sorumludur.

3.1.2. Akenerji Elektrik  retim A.Ő. (AKENR)

AKENR, Türkiye’nin ilk elektrik üretimi otoprodüktör grubudur. Bu firma faaliyetlerine 16 Mayıs 1989’da baŐladı. Enerji sektöründe Türkiye de en büyük aktörlerden biri olan AKENR, 30 yıla yakın deneyimi ile elektrik üretimi ve toptan enerji ticareti alanında faaliyet gösteren bütünleŐik bir enerji firmasıdır. AKENR, 2005 yılında üretimde

kaynak çeşitliliğine ulaşmak için yenilenebilir enerji kaynaklarına olan yatırımlara daha fazla önem vermiştir. Şirket hidroelektrik ve rüzgar santralleri vasıtasıyla toplamda 388 MW yenilenebilir enerji üretim kapasitesine ulaşmıştır. AKENR, tek başına Türkiye enerji ihtiyacının %2,7'sini karşılayacak büyüklükteki bir kapasiteye sahiptir. Şirket, Egemer-Erzin Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali Temmuz 2014 yılında üretime açmıştır. 2017 yılın da Ayyıldız Rüzgar Santrali'ndeki kapasite artırımı yapılmıştır. Bu sayede AKNER'nin toplam kurulu gücünü 1.224 MW seviyesine yükselmiştir. AKNER, tek başına Türkiye enerji ihtiyacının %3'ünü karşılayabilecek bir kapasiteye sahiptir. Kemah Hidroelektrik Santrali'nin de tamamlanması ile şirketin, yılda ortalama 560 GWh elektrik üretmesi beklenmektedir. Şirket, bu sayede Türkiye'deki enerji üretiminin büyük bölümünü tek başına karşılayacaktır (Akenerji, 2018).

AKNER, ortaya çıkan riskleri proaktif olarak yönetmekte, ürünlerini, varlık ve imkanlarını maksimum verimlilikte kullanmak amacıyla geliştirmektedir. AKENER, enerji sektöründeki değişim ve gelişime liderlik etmektedir. Şirket bu sayede kendi üretim kapasitesi ile üreticilerin enerjilerini de ürünleştirerek perakende sektörüne likidite sağlamaktadır. Şirket enerji alanındaki bütün çalışmalarını yaparken, enerjinin maksimum verimlilikte kullanılmasını amaçlamaktadır (Akenerji, 2018).

AKNER, elektrik kullanımından oluşan karbon ayak izini azaltmak isteyen müşterilerine, yenilenebilir enerji yatırımları vasıtasıyla elde ettiği, uluslararası kurumlardan onaylı emisyon azaltım sertifikaları sağlamaktadır. AKNER, kaynakları doğru kullanmaya ve çevreye duyarlı üretim hedefine uygun olan tesislerde yüksek verimde çalışmaya itina göstermektedir. Bunun için şirket, düşük emisyon değerlerine sahip, modern, çevre dostu ve yüksek teknoloji ürünler kullanmayı kendine ilke edinmiştir. Bununla birlikte şirket, Enerji Verimliliği Danışmanlığı hizmeti ile müşterilerinin birim enerji tüketimlerinde verimliliği arttırarak sürdürülebilirlik ve maliyetlerin düşmesine katkıda bulunmaktadır (Akenerji, 2018).

3.1.3. Aksa Enerji Üretim A.Ş. (AKSEN)

AKSEN, 1997 yılında bir Kazancı Holding iştiraki olarak kurulmuştur. Şirket, Türkiye'nin halka açık en büyük serbest enerji üreticisi konumundadır. Globalleşmeyi amaç edinen AKSEN, yerel bir enerji şirketinden KKTC ve Afrika kıtasındaki santralleri sayesinde global ölçekli bir enerji şirketine dönüşmüştür. Şirket, projelendirmeden satın

alma, inşaat ve montaja kadar tüm santral kurulum işlemlerini yetkin teknik ekipleriyle kendi bünyesinde gerçekleştirmektedir. AKSEN, doğal gaz, linyit, hidroelektrik, rüzgar ve akaryakıt kaynaklarından enerji üretmektedir. Ayrıca şirket bu santrallerinin işletme ve bakımlarını kendi bünyesinde yapmaktadır. AKSEN, bu konudaki know-how'ını acil enerji ihtiyacı içindeki ülkelerde santral kurulumlarıyla ülke dışına taşımıştır. Şirket bu sayede ülkelerin enerji ihtiyaçlarına uzun zamanlı garantili satış sözleşmeleriyle pratik çözümler sunmaktadır (Aksa, 2018).

AKSEN, K.K.T.C'den sonra yurt dışında büyümeyi amaç edinmiştir. Şirket 2015 yılında globalleşme için bunun ilk adımını atmıştır. AKSEN, verimlilik ve sürdürülebilirlik odaklı yaklaşımını ülke dışına taşımak amacıyla bazı girişimlerde bulunmuştur. Bunun için ilk önce Afrika kıtasında Gana, Madagaskar ve Mali santralleri ile Afrika'daki varlığını büyütülmüştür. AKSEN, K.K.T.C, Gana, Madagaskar ve Mali cumhuriyetleri ile yaptığı garantili enerji satışı ve santral kurulumu anlaşmalarının yanın da, yurt dışında da birçok yeni yatırımları da değerlendirmektedir (Aksa, 2018).

2010 yılında AKSA Enerji'nin %21,4 oranında hissesi, AKSEN koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. AKSEN'nin hisseleri, BIST 50, BIST 100 ve Sürdürülebilirlik endekslerinde işlem görmektedir (Aksa, 2018).

3.1.4. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. (AKSUE)

AKSU Enerji, 21 Kasım 1985 yılında 100 TL sermaye ile 30 kurucu ortak tarafından kurulmuştur. Şirket Türkiye'de Yap-İşlet-Devret modeli ile kurulan ilk şirkettir. Şirketin hissesinin tamamı halka açıktır. Ayrıca, şirketin sermaye payı %10'dan fazla olan ortağı bulunmamaktadır (Aksu, 2018).

AKSUE Enerji, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa tabidir. Şirket bugün 50 Milyon TL tavan sermayesine sahiptir. 23-24 Aralık 1999 tarihinde yapılan sermaye artırımını ile şirketin sermayesinin %15.52'si 81 Bin TL.-'lık kısmı borsada halka arz edilmiş ve Ödenmiş Sermayesi 522 bin TL'sına artırılmıştır. Şirket hisseleri 04 Ocak 2000 tarihi itibarıyla İMKB'sı Ulusal Pazarda işlem görmeye başlamıştır. 20 Aralık 2000 tarihinde de 3 kat (% 300) tamamı iç kaynaklardan (Hisse senedi ihraç primi) olmak üzere sermaye artırımını yaparak ödenmiş sermayesini 2.088.000.-TL'sına çıkarılmıştır. AKSU Enerji, 2006 Ocak ayında %100 Bedelli, %200 Bedelsiz Sermaye artırımına giderek çıkarılmış sermayesini 8.352.000.-TL'na yükseltmiştir. Şubat 2018 Yılında %47,55 Bedelsiz, %50

Bedelli Sermaye Artırımı yaparak Çıkarılmış Sermayesini 16.500.000,00 TL'ye yükseltmiştir. Şirket ilk kez Hidro Elektrik Santrali ile Yap-işlet-devret modeli ile Borsaya açılmıştır. Şirketin 300'ye yakın kurucu ortağa sahip olup Borsa İstanbul da işlem görmektedir. Bu nedenle AKSUE model bir şirket olup on binleri bulan küçük tasarrufçusu vardır. Ayrıca şirket küçük yatırımcıyı teşvik ve sermayenin tabana ulaşmasında 27 yıllık şeffaf çalışmalar; Yap-İşlet - Devret modelinin en iyi uygulandığı ve sonuç alındığı örnek bir şirket olarak değerlendirilmektedir. Şirket hidroelektrik, güneş ve rüzgar enerjisinden elektrik üretmektedir (Aksu, 2018).

Hidroelektrik enerjisi kaynağını nehir sularından almaktadır. Hidroelektrik enerji üretimi sırasında suyun akışıyla ortaya çıkan kinetik enerji, inşa edilen kanallar sayesinde türbinlere gönderilmektedir. Şirket en çok Hidroelektrik enerjisini tercih etmektedir (Aksu, 2018).

Güneş enerjisi, sürdürülebilir enerji kaynakları arasında ilk sırada yer alan enerji türüdür. Ari bir enerji kaynağı olarak adlandırılan güneş; gaz, duman, kükürt gibi zararlı maddeleri yapısında barındırmaktadır (Aksu, 2018).

Rüzgar enerjisi, yüksek yerlere türbinlerin inşa edilmesi ile elde edilmektedir. Rüzgarın gücü teknolojiadaki gelişmeler sayesinde artık önceden tahmin etmek mümkündür. Bu sayede yenilenebilir enerji daha etkin bir şekilde kullanılabilir (Aksu, 2018).

3.1.5. AYEN Enerji A.Ş.

AYEN Enerjinin amacı, sürekli değer yaratmaktır. Şirket, kar hedeflerini tutturmak için yalnız iş sonuçları ve güçlü sermaye yapısına bağlı kalmamaktadır. Aynı zaman da uzun yıllardan sonra oluşturduğu kurum itibarını da önemli bir değer olarak yönetmektedir. Şirket için özellikle iş ahlakı ilkeleri önemli unsurların başında gelmektedir. AYEN Enerji çalışanlarını, iş hayatında yönlendiren dürüstlük ve doğru davranışları temel ilkelerin başında gelmektedir (Ayen, 2018).

Şirketin misyonu, "Ülkemizde yapılması gereken yeni enerji yatırımlarında görev üstlenmek ve üstlenilen görevi başarı ile tamamlamak", vizyonu ise "Doğal ve yenilenebilir kaynakları enerjiye çevirerek ülke ekonomisine kazandırmak" tır (Ayen, 2018).

Türkiye de 2015 yılında elektrik üretimi 2014 yılına göre % 5,6 artarak 259,61 milyar kWh'e yükselmiştir. Bu üretime bağlı olarak elektrik tüketimi ise % 3,3 artışla

263,83 milyar kWh'e ulaşmıştır. 2014 yılında 41.003 MW olan puant talebi ise % 5,6 artarak 43.289 MW'a çıkmıştır. Şirketin Türkiye'deki kurulu gücü ise 2015 yılında devreye giren yeni santraller sayesinde 73.147 MW'a yükselmiştir (Ayen, 2018).

Şirket 2015 yılında enerji üretimine mevcut işletmeleri ile devam etmiştir. AKBÜK II RES, 20 MW kurulu gücünde olup, Şubat 2016 da devreye girmiştir. 2016 yılında yapımına başlanılan ÇANKAYA HES, 93,5 MW kurulu gücündedir. 2016 yılının son çeyreğinde yapımına başlanılan ÇAYPINAR RES, 24 MW kurulu gücündedir (Ayen, 2018).

Yurtdışı iştirakları olan AYEN AS ENERGI SHA.'ya ait Fan Irmağı Havzası Hidroelektrik Santralleri çerçevesinde bulunan 28 MW kurulu gücündeki PESQESHIT HES projesi Mayıs 2015'te faaliyete geçmiştir. Bu santralde üretilen elektrik enerjisinin satışı Arnavutluk, Slovenya ve Sırbistan'da kurmuş olan Enerji Ticaret Şirketleri aracılığı ile yapılmaktadır. Bu proje çerçevesinde inşaatı süren 63 MW kurulu gücündeki FANGUT HES yatırımı hala devam etmektedir. Bu yatırım 2017 yılı itibariyle işletmeye alınmıştır (Ayen, 2018).

3.1.6. Zorlu Enerji Grubu (ZOREN)

1993 yılında temelleri atılan Zorlu Enerji Elektrik Üretim AŞ (Zorlu Enerji), global ölçekte bir şirketler topluluğu olup, birçok farklı sektör alanında hizmet vermektedir. Zorlu Enerji Grubu, halka açık tek şirketi elektrik ve buhar üretimi ile satışı enerji sektörünün farklı alanlardaki faaliyetleriyle entegre olmuş karma bir hizmet vermektedir. Zorlu Enerji Grubu: "Elektrik Üretimi", "Elektrik Dağıtım", "Elektrik Satış ve Ticareti" ve "Gaz Dağıtım" alanlarında çalışmaktadır. Şirket, mühendislik, tedarik, inşaat hizmetlerini, bakım, onarım ve işletme hizmetleriyle tamamlayan bütünlük yapıyla rakip firmalara kıyasla büyük avantajlara sahiptir (Zorlu, 2018).

Zorlu Elektrik Enerjisi İthalat İhracat ve Toptan Ticaret AŞ (Zorlu Elektrik), elektrik enerjisinin yurt içi ve serbest bölgelerden almaktadır. 2000 yılında kurulan Zorlu Enerji Grubu, yurt içinde toptan ve doğrudan satışı veya diğer ülkelere ihraç etmektedir. Zorlu Enerji Grubu, Enerji Piyasası Kurumu (EPDK) tarafından verilen "Tedarik Lisansı" ile Türkiye de enerji sektöründe başarılı faaliyetlere imza atmıştır (Zorlu, 2018).

Şirket, temel faaliyetleri doğrultusunda, talep ve fiyat tahminleri, üretim planlaması, fiyatlandırma, satış, risk ve portföy yönetimi ile uzlaştırma ve faturalandırma işlemlerini yapmaktadır. Ayrıca, firma, tüketicilere karşılıklı sözleşmelerle saatlik, dönemli ve piyasa fiyatlarına uyarlanmış, tüketicilerin tüketim hacim ve alışkanlıklarına uygun, yüksek tasarruflu tarife paketleri sunmakta ve maliyetlerini minimum yapacak çözüm imkanları sağlamaktadır (Zorlu, 2018).

Zorlu Enerji Grubu, yaklaşık 26 yıllık bir deneyim ve uzmanlığa sahiptir. Şirket, 2 Şubat 2017 tarihinde Osmangazi Elektrik Dağıtım A.Ş. ve Osmangazi Elektrik Perakende Satış A.Ş. şirketlerinin yönetimini devralmıştır. Şirket; Afyon, Bilecik, Eskişehir, Kütahya ve Uşak'ı içerisine almaktadır. Zorlu Elektrik Grubu, Türkiye elektrik tüketiminin hemen hemen %4'ünü gerçekleştiren Osmangazi dağıtım bölgesinde 1,5 milyondan fazla aboneye elektrik dağıtım hizmeti vermektedir (Zorlu, 2018).

Şirket, Trakya ve Gaziantep Bölgeleri'nde 600.000'nin üzerinde aboneye doğal gaz hizmeti vermektedir. Şirket, 2016 yılında başlayan lisans genişlemesi ile, Trakya bölgesinde Edirne'nin Keşan, İpsala ve Süloğlu ile Tekirdağ'ın Saray ilçesini, Gaziantep bölgesinde ise Oğuzeli, Islahiye ve Nurdağı ilçelerini hizmet alanı içerisine eklemiştir. Zorlu Enerji, daha çok vatandaşa doğal gaz hizmeti verebilmek için yatırımlarını aralıksız sürdürmektedir. Şirket, ülkemizdeki doğal gaz hedeflerinin belirlenmesinde ve uygulanmasında etkin bir rol almaktadır. Bu kapsamda şirket uluslararası projelerin geliştirilerek hayata geçirilmesinde önemli katkılarda bulunmaktadır (Zorlu, 2018).

Zorlu Enerji, sürdürülebilir enerjiyi sürdürülebilir kalkınmanın nedenleri arasında değerlendirmektedir. Şirket, verimli ve güvenli kaynaklara dayanan enerji üretimi politikası temelinde faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket, sürdürülebilirlik ile ilgili yöneteceği alanları saptarken, iklim değişikliği, doğal kaynakların azalması ve enerji arz güvenliği gibi hayati konulara büyük önem göstermektedir. Şirket yatırımlarının odak noktası yenilenebilir enerji, dünyamızın artan enerji ihtiyacını karşılamak ve enerjide arz güvenliğini, iklim değişikliği ile etkili mücadele için gerekli dönüşümü sağlamak için eşsiz bazı fırsatlar yaratmaktır (Zorlu, 2018).

Zorlu Enerji Grubu, 2009 yılında karbon ayak izini hesaplayan ilk enerji firmasıdır. Ayrıca, Zorlu Enerji, enerji sektöründe Türkiye'deki ilk sürdürülebilirlik raporunu yayınlayan şirkettir. Zorlu Enerji, Gökçedağ Rüzgar Enerji Santrali'nde uygulamaya

geçirilen proje ile Türkiye’de “Karbon Emisyon Satış Sözleşmesi” imzalayan ilk enerji firmasıdır. Zorlu Enerji, Türkiye’den Karbon Saydamlık Projesi’ne giren tek enerji şirkettir. Şirket, 2011, 2012 ve 2014 yıllarında CDP çerçevesinde “Türkiye Karbon Saydamlık Liderliği” ödülünü almıştır. Bununla birlikte, 2013 yılında BİST 100 endeksine giren Zorlu Enerji raporlama yapan 4 enerji şirketinden en yüksek performans puanı alan şirket olmuştur (Zorlu, 2018).

3.2. Likidite ve Finansal Yapı Analizleri

İşletmeler likidite analizi sayesinde dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü ölçmektedirler. Diğer taraftan işletmeler, finansal yapı analizi ile işletmenin kaynak yapısı, uzun vadeli borç ödeme gücü ve öz kaynak yeterliliğini ölçmektedir.

3.2.1. Likidite Analizi

Likidite oranları, firmanın kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve çalışma (işletme) sermayesinin yeterli olup olmadığını saptamak için kullanılmaktadır.

3.2.1.1. Cari oran

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait cari oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.2. Enerji Sektörü Firmalarının Cari Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	1.08435	1.042772	0.4962	2.521558	1.113815	0.286757
AKSEN	1.231355	0.825208	0.581858	0.540292	0.705379	0.687347
AKSUE	36.03879	7.544604	4.4202	4.069272	0.2312034	0.2312034
AYEN	0.715189	0.62492	0.819243	0.435931	0.36296	0.724626
ZOREN	0.389939	0.32114	0.306698	0.394107	0.552794	0.583451
Sektör Ortalaması	7.891925	2.071729	1.32484	1.592232	0.593907	0.502677

Tablo 3.2’de enerji sektöründeki beş firma için altı yıllık, cari oranları verilmiştir. Tablo 3.2’deki analiz sonuçlarına göre, AKENER firması 2012, 2013, 2015 ve 2016 yıllarında kısa vadeli yükümlülükleri karşılayabilecek duruma gelmiştir. Buna karşılık AKSEN’nin 2013 yılından itibaren kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme konusunda belirgin bir bozulma görülmektedir. Diğer taraftan AKSUE’de kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirme konusunda belirgin bozulmaların olduğu görülmektedir. ZOREN’de ise,

mevcut likiditenin kısa vadeli yükümlülükleri karşılayamadığı bu nedenle şirketin kaynak gereksiniminin çok yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Son olarak, AKSUE'nin 2015 yılına kadar sahip olduğu likit varlıklara göre kısa vadeli borçlarının çok düşük olması, likidite oranının çok güçlü olmasını sağlamaktadır. Bu durum firmanın finansman maliyetini düşürerek, kârlılığını ve firmanın rakiplerine göre rekabet gücünü arttıracak sonuçlar yaratabilecek olumlu bir durumdur. Ancak 2016 Yılından itibaren şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin yerine getirmesi konusunda birtakım bozulmalar olmuştur.

Firmaların cari oranlarının aritmetik ortalaması alınarak ulaşılan sektör ortalaması tek başına değerlendirildiğinde sektörün kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün 2015 yılına kadar iyi durumda olduğu düşünülebilir. Ancak bu sonuç yanıltıcıdır. Çünkü tüm sektörün ciddi bir likidite sorunu ile karşı karşıya olduğu görülmektedir. Sektör, sahip olduğu likit varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayamadığı için kaynak gereksinimi çok yüksektir. Bu durum finansman maliyetlerini arttırarak sektör kârlılığının azalmasına sebep olmaktadır.

3.2.1.2. Asit-Test (Likidite) oran

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Asit-Test oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Enerji Sektörü Firmalarının Asit-Test Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKNER	1.059814	1.002984	0.460612	2.474146	1.103797	0.284024
AKSUE	36.03879	7.544604	4.4202	4.069272	0.234589	0.231203
AYEN	0.715189	0.62492	0.819243	0.435931	0.36296	0.724626
ZOREN	0.389939	0.32114	0.306698	0.394107	0.552794	0.57935
Sektör Ortalaması	7.857653	1.984444	1.25894	1.537567	0.556718	0.463633

Tablo 3.3' de analiz sonucunda enerji sektöründeki beş firmanın altı yıllık, Asit-Test oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre AKNER'in 2014 ve 2017 yıllarındaki likiditesi ile kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda ciddi bir sıkıntıyla karşı karşıyadır. AKSEN, 2012 yılından sonra (son beş yılda) kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme konusunda ciddi güçlüklerle karşı karşıya kalmıştır. AYEN ve ZOREN ise, mevcut likiditenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayamadıkları için bu firmaların kaynak gereksinimlerinin çok yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Son olarak AKSUE'nin 2012-2015 yılları arasında firmanın sahip olduğu likit varlıklara göre kısa vadeli borçlarının düşük olması, likidite

oranını çok güçlü kılmaktadır. Ancak, firma 2016 ve 2017 yıllarında kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda ciddi bir sıkıntı ile karşı karşıyadır.

Sektörün genel durumuna bakıldığında, firmaların ciddi bir finansman sıkıntısı yaşamaktadırlar.

3.2.1.3. Nakit (Hazır Değerler) oran

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait nakit oranları hesaplanmış, oranlar gösterilmiştir.

Tablo 3.4. Enerji Sektörü Firmalarının Nakit Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.357989	0.635977	0.133994	1.289343	0.766487	0.074162
AKSUE	33.57247	7.04073	3.876434	2.854894	0.001286	0.035785
AYEN	0.240291	0.28776	0.610337	0.333202	0.2578	0.389246
ZOREN	0.125658	0.098878	0.0561	0.077548	0.04183	0.083316
Sektör Ortalaması	6.868071	1.619761	0.942849	0.918071	0.234452	0.12206

Tablo 3.4'te enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık nakit oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre AKENER'in 2017 yılında nakit sıkıntısı yaşadığı, diğer yıllarda nakitlerinin kısa vadeli yükümlülüklerinin yerine getirmede yeterli olduğu görülmektedir. AKSEN, kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme konusunda nakit sıkıntısı yaşamaktadır. AKSUE, 2016 yılında ciddi bir nakit krizi yaşamıştır. AYEN ve ZOREN firmaları dikkate alındığında Cari oran ve Asit-Test oranının çok düşük olduğu ve buna istinaden bu firmaların ödeme kabiliyetlerinin çok yetersiz olduğunu söylemek mümkündür.

Nakit oranlar, kısa vadeli yabancı borçlar ile hazır değerler arasındaki vade uyumsuzluğunu da içermektedir. Bu nedenle tek başına nakit orana bakarak karar analiz yapmak doğru değildir. Faaliyet oranlarının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Sektörün genel durumu dikkate alındığı da bazı yıllarda firmaların nakit krizleri ile karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Fakat buna rağmen sektördeki nakitler kısa vadeli borçları ödeyebilme kapasitesine sahiptir. Nakit ve benzerlerinin ödeme gücü hakkında daha sağlıklı yorum yapılabilmesi için faaliyet oranlarının da incelenmesi gerekmektedir.

3.2.2. Finansal Yapı Analizi

3.2.2.1. Finansal kaldıraç oranı

Finansal Kaldıraç = Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın 0,50'nin üzerinde olması genelde tehlike olarak yorumlanır. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası tam gelişme göstermediği için 0,50'nin üzerine çıkması kabul edilebilir bir durumdur. Aşağıdaki tabloda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait finansal kaldıraç oranları gösterilmiştir.

Tablo 3.5. Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Kaldıraç Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.665515	0.741353	0.84338	0.693274	0.781908	0.688912
AKSEN	0.619885	0.657866	0.704538	0.809318	0.906708	0.680006
AKSUE	0.119109	0.173394	0.219381	0.312745	0.420245	0.626184
AYEN	0.699403	0.792517	0.808549	0.844246	0.856031	0.815603
ZOREN	0.957667	0.877662	0.893189	0.867565	0.932068	0.850819
Sektör Ortalaması	0.612316	0.648558	0.693807	0.70543	0.779392	0.732305

Tablo 3.5'te beş enerji sektöründeki firmanın altı yıllık kaldıraç oranları verilmiştir. Tablo dikkate alındığında AKENR ve AKSEN için kaldıraç oranları birbirine yakın ve yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla bu iki firma varlıklarının önemli bir kısmını yabancı kaynaklarla sağlamıştır. Ülkemizin düzeyi dikkate alındığında bu finansal kaldıraç oranı yüksek düzeye ulaşmıştır. AKSUE, 2017 yılında varlıklarının büyük kısmını yabancı kaynaklarla karşılamaya başlamıştır. AYEN ve ZOREN firmaları neredeyse varlıklarının tamamını yabancı kaynaklarla karşılamaya başlamıştır. Bu iki firma için de öz kaynaklar 2012 den itibaren yetersiz olduğunu söylemek mümkündür. Firmalar krediye ihtiyaç duyduklarında kredi verenler tarafından olumlu karşılanmayabilir. Hatta ZOREN' in 2012 yılında öz kaynaklarının negatif düzeye ulaştığını söylemek mümkündür. Şirket ekonomik kriz içerisinde olmakla birlikte kredi bulmakta da çok ciddi bir sıkıntı ile karşı karşıya kalmıştır.

Sektörün genel durumu dikkate alındığında, öz kaynak kapasitesinin yetersiz olduğu ve varlıkların çok ciddi bir bölümünün yabancı kaynaklarla finanse edildiği söylenebilir. Bu durum sektöre ek maliyetler getirmektedir.

3.2.2.2. Finansman oranı

Aşağıdaki tabloda Finansal Yapı Oranlarından Finansman Oranı enerji sektöründeki firmalar için 2012-2017 yılları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.6. Enerji Sektörü Firmalarının Finansman Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.501004	0.348885	0.185705	0.442432	0.278924	0.501004
AKSEN	0.612982	0.520702	0.419938	0.236439	0.103511	0.45401
AKSUE	7.39564	4.7672	3.558272	2.197494	1.379563	0.596975
AYEN	0.387517	0.237456	0.208481	0.157522	0.132715	0.19544
ZOREN	0.043696	0.138177	0.119636	0.152775	0.073052	0.175487
Sektör Ortalaması	1.788168	1.202484	0.898406	0.637332	0.393553	0.384583

Tablo 3.6’te enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık finansman oranları verilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre; AKSEN ve AYEN firmalarının 2013 yılından itibaren finansman oranlarında düşüş yaşanmıştır. Finansman oranının düşük olduğu yıllarda firmalar yabancı kaynakları, öz kaynak düzeyinin üzerinde seyretilmektedir. Bu durum, firmaların kredi verenlerin baskısı altına girmesine sebep olabilmektedir. AKSEN’ in öz kaynak yeterliliği, yabancı kaynaklarının çok üstündedir. Firmanın dışa bağımlı olmadığı, kendi kaynakları ile kendini finanse ettiği görülmektedir. ZOREN’ e bakıldığında, firma sahiplerinin firmaya yatırım yapmakta başarısız olduğu ve firmanın finansmanını yabancı kaynaklarından sağladığını söylemek mümkündür. Şirket dışa bağımlı olmakta ve kredi verenlerin baskısı altında kalabilmektedir.

Firmalar sektörel açıdan incelendiğinde, sektör finansman açısından dışa bağımlı kalmıştır. Mali yeterliliğin artırılabilmesi için yabancı kaynak kullanımının azaltılarak öz kaynaklara daha çok yatırım yapılması gerekmektedir. Mali yeterlilik oranının yeterli olması, sektörde yer alan firmaların işletme dışı baskılardan kurtulmasını ve daha düşük maliyetli finansman kaynaklarının bulunabilmesini sağlayacaktır.

3.2.2.3. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.7. Enerji Sektörü Firmalarının Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Varlıklarına Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.171697	0.119301	0.189168	0.069365	0.112178	0.105221
AKSEN	0.314422	0.219121	0.264738	0.33893	0.50379	0.411384
AKSUE	0.00248	0.015021	0.020296	0.014688	0.06745	0.145452
AYEN	0.201121	0.28342	0.216048	0.269668	0.288535	0.282646
ZOREN	0.329472	0.26388	0.388822	0.360066	0.343012	0.356688
Sektör Ortalaması	0.203838	0.180149	0.215814	0.210543	0.262993	0.260278

Tablo 3.7’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklarına oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre; AKENR, AKSUE ve AYEN firmalarının varlıklarının bir kısmını kısa vadeli kaynaklarla finanse etmekle birlikte arzulanan oran olan maksimum 0.30’un üstüne çıkamamışlardır. Diğer taraftan AKSEN ve ZOREN varlıklarının bir kısmını kısa vade de finanse edememekte ve arzulanan oran olan maksimum 0.30’un üzerine çıkmıştır. Bu durum firmaların varlıklarının daha büyük bir bölümünün kısa vadeli yabancılarla karşılanmasının risk teşkil ettiğini ve firmaların finansman sıkıntısıyla karşı karşıya kaldığını göstermektedir.

Sektörel anlamda firmalar incelendiğinde de varlıkların finansmanında kısa vadeli yabancı kaynakların yüksek paya sahip olmadığı görülmektedir. Varlıkların büyük kısmının öz kaynaklar ya da uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmiş olması, yatırımlar ile kârlılığı arttırma ya da uzun vadeli yabancı kaynakların sabit faiz avantajından yararlanma olanağı sunabilir.

3.3. Faaliyet ve Kârlılık Analizleri

3.3.1. Faaliyet Analizi

3.3.1.1. Alacak devir hızı oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Faaliyet analizi yapılarak, Alacak Devir Hızı oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.8. Enerji Sektörü Firmalarının Alacaklarının Devir Hızı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	9.53972	8.375227	8.973712	17.03614	10.02621	20.55552
AKSEN	7.484795	12.54955	22.07057	12.63099	11.74999	5.092765
AKSUE	14.10143	43.06824	5.317153	29.27387	10.7543	7.023181
AYEN	7.339553	7.954461	7.394021	10.7734	12.71364	9.507674
ZOREN	16.04633	5.381829	8.212198	6.65613	8.235365	11.83633
Sektör Ortalaması	10.90237	15.46586	10.39353	15.27411	10.6959	10.80309

Tablo 3.8’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık alacaklarının devir hızı oranları verilmiştir. AKENR, 2015 yılından itibaren alacaklarının devir hızını artırmış olmasına rağmen alacaklarının döngüsü hızlı bir oranda gerçekleştirememiştir. Yine AKSEN de 2014 yılında alacaklarının devir hızını artırmış fakat alacaklarının döngüsü hızlı bir oranda gerçekleştirememiştir. AKENR, AYEN’ e göre daha hızlı bir döngüye sahip olmakla birlikte hızlı bir döngüye ulaşamamıştır. ZOREN, 2013, 2014, 2015 ve 2016 yıllarında çok düşük hızda alacak döngüsünü gerçekleştirmiştir. 2017 yılından itibaren firmanın döngü hızında artış yaşanmıştır. AKSUE, 2014, 2016 ve 2017 yıllarında diğer yıllara nazaran daha yavaş bir alacak döngüsü gerçekleştirmiş ve beraber hızlı bir tahsilat sürecine sahiptir. Bu yıllardaki hız düşüklüğünün sebebinin işletme dışı etmenler olması muhtemeldir. Ayrıca AKSUE hızlı tahsilat gücüne sahip olarak likidite ihtiyacını azaltmaktadır. Bu durum AKSUE’ nin diğer firmalara göre daha üstün olduğunu göstermektedir. Ayrıca, diğer firmalar alacaklarını yeterli hızda tahsil edemedikleri için ek finansmanlara ihtiyaç duymakta ve ek maliyetlere katlanmak durumundadırlar.

Sektörün alacak devir hızının düşük olması ve daha önce yapılmış olan likidite analizinin neticesinde sektördeki firmaların likidite sıkıntısı içinde olduğu görülmektedir. Bu durum piyasada sektörün olumsuz yorumlanmasına ve kredi verenlerin yüksek faiz, kısa vade vb. koşullarda firmalara kredi vermesine sebep olabilecektir.

3.3.1.2. Varlık (Aktif) devir hızı oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Varlık (Aktif) Devir Hızı oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.9. Varlık (Aktif) Devir Hızı Oranı Analizleri

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.284033	0.240842	0.346681	0.338199	0.281659	0.319978
AKSEN	0.626915	0.620917	0.565776	0.570675	0.765361	0.690683
AKSUE	0.067455	0.055385	0.036737	0.065433	0.058787	0.098936
AYEN	0.202038	0.315784	0.160701	0.167128	0.178864	0.205953
ZOREN	0.127194	0.099182	0.162713	0.124939	0.178855	0.343324
Sektör Ortalaması	0.261527	0.266422	0.254522	0.253275	0.292705	0.331775

Tablo 3.9’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık varlık devir hız oranları verilmiştir. Tablo incelendiğinde 2017 yılında; AKSUE, AYEN ve ZOREN şirketleri altı yıllık zaman diliminde en iyi devir hızlarına sahiptir. Ayrıca, AKSEN şirketi 2016 ve AKENR şirketi ise 2012 yılında en iyi devir hızlarına sahiptir.

2014 yılında AKSEN, AKSUE, AYEN ve ZOREN şirketleri en düşük devir hızına sahiptir. Buradan 2014 yılında bu şirketlerin varlıklarının atıl durduğu söylenebilir. Diğer taraftan ZOREN 2017 ve AKSUE ise 2015 yılında aktif devir hızlarını neredeyse iki katına çıkartmışlardır.

Genel olarak son yıllarda tüm şirketlerin aktif devir hız oranlarında son yıllarda artış yaşanmıştır.

3.3.1.3. Borçların devir hızı oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Borçların Devir Hızı oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.10. Enerji Sektörü Firmalarının Borçlarının Devir Hızı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	9.391856	6.464791	14.58839	13.24012	8.526425	9.873799
AKSEN	18.65579	10.0401	7.375394	5.76464	9.227513	7.351492
AKSUE	184.7512	81.89734	115.3892	124.3096	37.35931	9.441376
AYEN	2.44967	2.600496	2.899272	4.152881	8.910221	6.477869
ZOREN	1.930749	6.508941	6.992972	2.520418	4.059338	4.330704
Sektör Ortalaması	43.43585	21.50233	29.44905	29.99753	13.61656	7.495048

Tablo 3.10’da enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık, borçlarının devir hızı oranları verilmiştir. AKENR, 2012 ve 2013 yıllarında borç ödeme döngüsü, alacak tahsil döngüsünden daha hızlıdır. Bu dönemlerde AKENR vade dengesizliği yaşamıştır. AKSEN, 2012 yılında borçlarını alacaklarının tahsilinden daha hızlı bir oranda ödemiş ve 2013 yılından sonra dengeyi sağlamıştır. Yine AKSUE, 2012 ve 2015 yıllarında borçlarını alacaklarının tahsilinden daha hızlı bir oranla ödemiştir. Firma ancak 2016

yılından itibaren dengeyi sağlayabilmiştir. Firma 2012 ve 2016 yıllarında işletme dışı ekonomik nedenlerden etkilenmiş olabilir. ZOREN' in borç devir hızı alacak devir hızının altında seyretmiştir. Firmalar açısından bu istenen bir durumdur. Fakat firmanın bu oranın sonucu firmanın iyi olduğunu söylemek için yeterli değildir. Daha önceki analizlerden yola çıkarak firmanın dışa bağımlı olduğunu, likidite sıkıntısı yaşadığını ve öz kaynaklarının yetersiz olduğu söylenebilir.

Sektörel açıdan değerlendirildiğinde borç ve alacak devir hızları arasında sektör aleyhine bir dengesizlik olduğu görülmektedir. Sektördeki firmaların alacaklarını tahsil etmeden borç ödeme durumu ile karşı karşıya kalmaları, likidite sorununa sebep olmaktadır.

3.3.1.4. Maddi duran varlık devir hızı oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Maddi Duran Varlık Devir Hızı oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.11. Enerji Sektörü Firmalarının Maddi Duran Varlıklarının Devir Hızı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.502378	0.322283	0.450073	0.445228	0.357481	0.344151
AKSEN	1.163588	0.865175	0.729133	0.735972	1.295306	0.987503
AKSUE	16.93476	0.733246	0.228654	0.223524	0.137725	0.195324
AYEN	0.31372	0.514235	0.252035	0.246153	0.251845	0.295462
ZOREN	0.341265	0.204369	0.25534	0.176338	0.279017	0.714049
Sektör Ortalaması	3.851142	0.527862	0.383047	0.365443	0.464275	0.507298

Tablo 3.11'da enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık, maddi duran devir hızı oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre, AKSUE sadece 2012 yılında maddi duran varlıklarını kapasitesinin çok üzerinde kullanmıştır. Diğer yıllarda ise firma maddi duran varlık kapasitesinin çok altında kalmıştır. AKENR, AKSEN, AYEN ve ZOREN firmaları ise, tüm yıllarda maddi duran varlık kapasitesinin çok altında bir oranda kalmışlardır. Bu dört firma maddi duran varlıklarında atıl kapasite mevcut olup verimliliği artırma çalışmalarının yapılması gerekmektedir.

Genel olarak sektör, maddi duran varlık kullanım kapasitesinin çok altında kalmıştır. Maddi duran varlıklar daha fazla üretim kapasitesine sahiptir. Firmalara bu kapasite kullanımını arttırılarak sektör gelirlerinin arttırılmasını sağlayabilirler.

3.3.1.5. Net çalışma sermayesi devir hızı oranı

Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / (Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar) formülü ile hesaplanan oranın yüksek olması genel olarak net çalışma sermayesinin verimliliğinin yüksek olduğunu ortaya koyar. Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.12. Enerji Sektörü Firmalarının Net Çalışma Sermayelerinin Devir Hızı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	19.61204	47.19903	-3.63768	3.20437	22.0604	-4.26363
AKSEN	8.618222	-16.2117	-5.11098	-3.66266	-5.15648	-5.36993
AKSUE	0.776369	0.563378	0.529227	1.451399	-1.13869	-0.88475
AYEN	-3.5271	-2.97054	-4.11504	-1.09872	-0.9731	-2.64608
ZOREN	-0.63281	-0.55367	-0.6036	-0.57269	-1.16596	-2.31073
Sektör Ortalaması	4.969344	5.6053	-2.58761	-0.13566	2.725234	-3.09502

Tablo 3.12’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık, net çalışma sermayesi devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; AKENR firması 2014 ve 2017 yıllarında kısa vadeli kaynaklarını kullanmada yetersiz kalmıştır. Bu nedenle firma kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmek için ek kaynak kullanımına ihtiyaç duyabilir. 2012, 2013, 2015 ve 2016 yıllarında firma varlık kaynak dengesini yakalayabilmiştir ve bu yıllarda işletmenin cari oranı yüksek olup yüksek oranda nakde ihtiyaç duymadığı söylenebilir. AYEN ve ZOREN firmalarını oranları sürekli negatife seyretmiştir. Bu firmalar kaynaklarını karşılayacak varlığa sahip değildir. Bu firmalar nakit krizi yaşamakta ve firmaların rekabet gücü olumsuz etkilenmektedir. AKSEN’ in oranları dikkate alındığında, firma nakit sıkıntısı yaşamaktadır. Son beş yılda oranın negatife düşmesi, varlık kaynaklarının yeterli olmadığı ve firmanın son yıllarda nakit krizi yaşadığı söylenebilir. Son olarak AKSUE’ in oranlarına bakılacak olursa, firma nakit sıkıntısı yaşamaktadır. Son iki yılda oranın negatife düşmesi, varlıkların kaynakları karşılamaya yeterli olmadığı ve firmanın son yıllarda nakit krizi yaşadığı söylenebilir.

Genel olarak sektörde yer alan tüm firmalar net işletme sermayelerini etkin kullanamamaktadır. Bu durum sektörün varlıklarının yetersiz olduğunu ve ciddi bir nakit sıkıntısının yaşandığını göstermektedir. Sektörde bulunan tüm firmaların kaynak kullanımını azaltması ve varlıklarını arttırmak için çözüm yollarını araştırması gerekmektedir.

3.3.1.6. Öz kaynak devir hızı oranı

Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Öz Kaynak Devir Hızı oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.13. Enerji Sektörü Firmalarının Öz Kaynaklarının Devir Hızı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.851863	0.931163	2.213521	1.102607	1.291465	1.028579
AKSEN	1.64987	1.812617	1.912294	2.982289	8.154742	2.237182
AKSUE	0.076576	0.067003	0.047061	0.095209	0.1014	0.264664
AYEN	0.745444	1.678027	0.953338	1.256722	1.574396	1.29204
ZOREN	3.039579	0.817841	1.522711	0.942635	2.62677	2.299441
Sektör Ortalaması	1.272666	1.06133	1.329785	1.275892	2.749755	1.424381

Tablo 3.13’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık, öz kaynaklarının devir hızı oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre, AKSUE firmasının öz kaynaklarını verimli kullanmadığı görülmektedir. Likidite analizi ile beraber değerlendirilirse, bu verimsizliğin sebebi firmadaki atıl likit varlıklardır. AKENR ve AYEN ise, daha verimli bir öz kaynak kullanımı gerçekleştirmektedir. İşletme sermayesinin daha etkin ve verimli kullanabilmek için iki firmanın da yabancı kaynak kullanımını azaltmaları gerekmektedir. Son olarak AKSEN ve ZOREN ise, çok yüksek oranlara ulaşmıştır. Özellikle AKSEN 2016 ve ZOREN 2012 yılında öz kaynakların devir hızı oranında ciddi bir artış söz konusudur. Bu oranın yüksek olması firmaların finansmanının dışa bağımlı yani kaynak kullanımı ile gerçekleştirdiklerini göstermektedir. Söz konusu bu durum firmaların kârlılığını büyük ölçüde etkilediğinden istenilen bir durum değildir.

Genel olarak sektör, öz kaynak kullanımı konusunda yeterli değildir. Bu yetersizliğin temel nedeni; ya atıl likit varlıkların ya da bağımlı finans politikasının olmasıdır. Sektörün başarılı olması için firmalarda öz kaynak verimliliğini arttıracak tedbirlerin alınması gerekmektedir. Ayrıca sektörün dışa bağımlı olması olumsuz ekonomik koşullarda büyük oranda etkilenmesine sebep olmaktadır.

3.3.2. Kârlılık Analizi

3.3.2.1. Brüt satış kar oranı

Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Brüt Satış Kar oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.14. Brüt Satış Karı Oranı Analizleri (%)

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.172848	0.193812	-0.00943	0.088389	0.031116	0.031555
AKSEN	0.128546	0.123211	0.125982	0.144443	0.087157	0.087608
AKSUE	0.619268	0.462448	0.181621	0.281485	0.486696	0.210723
AYEN	0.279147	0.161479	0.251417	0.203412	0.285633	0.189117
ZOREN	0.008241	0.023201	0.101781	0.229119	0.219534	0.205153
Sektör Ortalaması	0.24161	0.19283	0.130274	0.18937	0.222027	0.144831

Tablo 3.14’te enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmaya ait altı yıllık brüt satış kâr oranları verilmiştir. AKSUE firması 2012, 2013, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında firmalar içerisinde en yüksek brüt satış kâr oranına sahiptir. AKENR’ in 2014 yılındaki brüt satış kâr oranı negatif olup en düşük kâr marjına sahiptir. 2012 yılında AKSUE en yüksek brüt satış kâr marjına sahipken, ZOREN firması ise en düşük brüt satış kâr marjına sahiptir. 2013 yılı AKENR’ in altı yıllık zaman dilimi içerisinde en yüksek brüt satış kâr oranına ulaştığı yıl olmuştur. Bu dönemde firmalar içerisinde en düşük brüt satış kâr oranı ZOREN’ e aittir. 2014 yılında en yüksek brüt satış kâr oranı olan firma AYEN’ dir. 2015 yılında AKENR en düşük brüt satış kâr oranına sahip olmuştur. 2016 yılında AKSEN firması en düşük brüt satış kâr oranına sahipken, aynı yılda AKSUE en yüksek brüt satış kâr oranına sahip olmuştur. AYEN en düşük brüt satış kâr oranına 2017 yılında sahipken, AKSUE firması en yüksek brüt satış kâr oranına sahip olmuştur. Genel olarak 2017 yılında bir önceki yıla göre; AKENR ve AKSEN firmalarının brüt satış kâr oranları artmışken, AKSUE, AYEN ve ZOREN’ in brüt satış kâr oranı azalmıştır.

3.3.2.2. Faaliyet kârı oranı

Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Faaliyet Kârı oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.15. Enerji Sektörü Firmalarının Faaliyet Kârı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.101935	0.098158	-0.06694	0.0779	0.044716	-0.02745
AKSEN	0.110191	0.109933	0.106079	0.131036	0.078552	0.07439
AKSUE	0.444858	0.328936	0.016896	0.033144	0.295433	0.010163
AYEN	0.226976	0.142737	0.199481	0.176413	0.246882	0.165404
ZOREN	1.324332	-0.00879	0.063898	0.179648	0.191049	0.139701
Sektör Ortalaması	0.441658	0.134195	0.063883	0.119628	0.171326	0.072442

Tablo 3.15’te enerji sektöründeki beş firmanın altı yıllık, faaliyet kârı oranları verilmiştir. Tablodaki veriler dikkate alındığında, AKENR’ in 2014 ve 2017 yıllarında zarar ettiği, diğer yıllarda ise çok düşük oranlarda faaliyet kârı elde ettiği görülmektedir. AKSEN,

AKSUE ve AYEN' in zarar ettiği yıl olmamakla birlikte, çok düşük oranlarda faaliyet kârı elde etmişlerdir. Bu firmaların oran olarak az kâr elde etmesinin sebebi, faaliyet gideri oranının daha yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. ZOREN' in faaliyet kârı oranında ciddi bir dalgalanma vardır. Firma 2012 yılında en yüksek kâr oranını elde etmiş olmasına rağmen 2013 yılında ciddi bir düşüş yaşamıştır. Firma ilerleyen dört yıllık dönemde kâr oranında kademeli bir artış yaşanmıştır.

Genel olarak sektörün faaliyet kârı oranı düşüktür. Sektörün iş hacmi ile ilgili olumlu yorum yapmak için bu oranın yüksek olması gerekmektedir. Bu oranı yükseltmenin iki yolu vardır. Birincisi, satışları artırıcı ve satış maliyetlerini azaltıcı tedbirler alınabilir. İkinci yol ise, faaliyet giderlerini düşürücü tedbirler alınabilir.

3.3.2.3. Net kâr marjı oranı

Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Net Kâr Marjı oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.16 Enerji Sektörü Firmalarının Net Kâr Marjı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.101144	-0.16482	-0.28564	-0.19469	-0.38616	-0.27225
AKSEN	0.125497	-0.07463	0.020147	-0.09378	-0.11417	0.108236
AKSUE	2.540933	-0.96458	-0.72319	0.42494	-0.34088	-1.42526
AYEN	0.126275	-0.14764	0.130255	-0.10402	-0.07889	0.075011
ZOREN	1.01109	-0.48911	-0.27814	-0.37183	-0.00368	0.013323
Sektör Ortalaması	0.780988	-0.36816	-0.22731	-0.06788	-0.18476	-0.30019

Tablo 3.16'da enerji sektöründeki beş firmanın altı yıllık, net kâr marjı oranları verilmiştir. Tablodaki veriler dikkate alındığında, kârlılık derecesi en yüksek olan firma AKSUE' dir. Firma 2012 yılında sektörde iyi olmasına rağmen, 2013, 2014, 2016 ve 2017 yıllarında zarar etmiştir. Firma zararının nedeni işletme giderlerinin satışlarını aşmış olmasıdır. AKENR sektörde kârlılık derecesi en düşük olan firmadır. Firma 2012 yılı hariç diğer tüm yıllarda zarar etmiştir. AKSEN ve AYEN firmaları 2013, 2015 ve 2016 yıllarında zarar etmiş, 201 ve 2017 yıllarında ise az da olsa kâr marj oranlarını arttırmışlardır. Son olarak ZOREN 2012 deki yüksek kâr marjını koruyamamış ve 2013, 2014, 2015, 2016 yıllarında zarar etmiş, 2017 ise tekrar kâr marj oranını arttırmıştır.

Sektörler genel olarak incelendiğinde, 2012 de tüm firmaların kâr marj oranları yüksek ve firmalar kâr etmektedir. Ancak 2013 ve 2016 yıllarında tüm firmalar zarar etmiştir. Bu yıllarda firmaların tamamı finansal tablolarını zarar ile açıklamıştır. Bu durum

sektör açısından olumsuzdur. Ayrıca firmalar halka açık olduğundan bu durum bu firmalara yatırım yapanlar açısından da olumsuz yorumlara sebep olabilmektedir. Firmaların sektör kârlılık marjlarını arttırmaları için, satışları arttırıcı alternatifler ve giderlerin maliyetini azaltıcı çözümler bulunmalıdır.

3.3.2.4. Finansal verimlilik (Mali Rantabilite) oranı

Finansal Verimlilik Oranı = Net Kâr / Öz Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın aktif kârlılık oranından farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Finansal Verimlilik (Mali Rantabilite) oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.17. Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Verimliliklerinin Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.086161	-0.15348	-0.63227	-0.21467	-0.49871	-0.28003
AKSEN	0.207054	-0.13528	0.038528	-0.27967	-0.93103	0.242143
AKSUE	0.194576	-0.06463	-0.03403	0.040458	-0.03457	-0.37721
AYEN	0.094131	-0.24774	0.124177	-0.13072	-0.1242	0.096917
ZOREN	3.073286	-0.40002	-0.42353	-0.3505	-0.00967	0.030635
Sektör Ortalaması	0.731042	-0.20023	-0.18543	-0.18702	-0.31964	-0.05751

Tablo 3.17’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık verimlilik oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre, mali rantabilitesi en yüksek firma ZOREN’ dir. Bu durum sektördeki firmalar içerisinde, bir birim öz kaynak başına en yüksek kârın bu firma tarafından elde edildiğini göstermektedir. Firma 2013, 2014, 2015, ve 2016 yıllarında dönemini net zarar ile kapattığından finansal verim sağlayamamıştır. AKENR sadece 2012 yılında kâr elde etmiş, ancak sektörde öz kaynak birimi başına en düşük orana sahip firmadır. Firma, 2013, 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında dönem net zarardan dolayı finansal verimlilik sağlayamamıştır. AKSEN ve AYEN firmaları 2012, 2014 ve 2017 yıllarında kâr elde etmiştir. Ancak bu firmalar 2013, 2015 ve 2016 yıllarında dönemlerini net zarar ile kapattığından finansal verim sağlayamamışlardır. AKSUE firması ise 2012 ve 2015 yıllarında kâr elde etmiştir. Ancak firma 2013, 2014, 2016 ve 2017 yıllarında net zarar ile kapattığı için finansal verim sağlayamamıştır. AKSUE 2015 yılından sonra finansal verimlilikte bir düşüş görülmüştür.

Genel olarak, sektörün kârlılık derecesi düşüktür ve finansal verimlilik konusunda başarısızdır. Sektörde zararlı sonuçlanan dönemlerin olmasında, yabancı kaynaklara ağırlık verilerek finansal kaldıraçın etkin kullanılmaması büyük rol oynamıştır. Bu durum sektörü

finansal verimlilik konusunda olumsuz etkilemektedir. Öncelikle sektörde net kârı arttırmak için çalışmalar yapmak gerekmektedir.

3.3.2.5. Varlıkların kârlılığı oranı

Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Varlıkların Kârlılığı oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.18. Enerji Sektörü Firmalarının Varlıklarının Kârlılığı Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	0.028728	-0.0397	-0.09903	-0.06584	-0.10877	-0.08711
AKSEN	0.125497	-0.07463	0.020147	-0.09378	-0.11417	0.108236
AKSUE	2.540933	-0.96458	-0.72319	0.42494	-0.34088	-1.42526
AYEN	0.126275	-0.14764	0.130255	-0.10402	-0.07889	0.075011
ZOREN	1.01109	-0.48911	-0.27814	-0.37183	-0.00368	0.013323
Sektör Ortalaması	0.766505	-0.34313	-0.18999	-0.04211	-0.12928	-0.26316

Tablo 3.18’de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık, varlıkların kârlılığı oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre; negatif oranlar zararlı kapanan dönemlerin sonucudur. AKENR firmasının 2012 yılındaki varlık kârlılığı kârla, 2013, 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında firma varlık kârlılığı zarar ile sonuçlanmıştır. AKSEN firmasının aktif varlık kârlılığı 2013, 2015 ve 2016 yıllarında bir önceki yıla göre düşüş göstermektedir. Bu durum, firmanın bu yıllarda bir önceki yıla göre daha fazla yabancı kaynağa ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. AKSUE ve ZOREN firmaları aktif varlık kârlılığında 2013 ve 2016 yıllarında düşüş görülmüştür. Bu durum firmaların bu yıllarda bir önceki yıla göre daha fazla yabancı kaynağa ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. AYEN firmasının zararlı kapanan dönemlerinde oransal olarak düşüş görülmekle birlikte, firma 2012, 2014 ve 2017 yıllarında kârli kapatmıştır. Ayrıca, firmanın 2017 de 2014’e göre daha az yabancı kaynak kullandığı, öz kaynak kullanımına daha fazla önem verildiği görülmektedir.

Genel olarak sektörde yabancı kaynak kullanımının, öz kaynak kullanımından daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca, sektör aktiflerini etkin kullanamamıştır. Bu durum, enerji sektörünün faaliyet konusu gereği yüksek oranda yatırıma ihtiyaç duymasından kaynaklanıyor olabilir.

3.3.2.6. Faiz karşılama oranı

Aşağıda enerji sektöründeki firmaların 2012-2017 yıllarına ait Faiz Karşılama oranları hesaplanarak gösterilmiştir.

Tablo 3.19. Enerji Sektörü Firmalarının Faiz Karşılama Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	1.529712	0.415291	-0.10007	0.403924	0.17805	-0.0535
AKSEN	2.135465	0.691956	1.069702	0.714845	0.337871	1.579289
AKSUE	8357.986	-8323.84	-2.7925	7.559321	0.524791	-0.14075
AYEN	9.660394	0.552202	3.084722	0.814106	0.858661	1.223022
ZOREN	2.947782	0.369857	0.65123	0.698517	0.858963	1.160674
Sektör Ortalaması	1674.852	-1664.36	0.382617	2.038143	0.551667	0.753748

Tablo 3.19’de enerji sektöründeki beş firmanın altı yıllık, faiz karşılama oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre; AKENR, 2012 yılına kadar faizleri karşılamakta etkin bir yapıya sahiptir. Fakat, 2013 yılından itibaren firmanın faiz karşılama oranında ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün devam etmesi durumunda firma mali krize girebilir. AKSEN ve AYEN 2012, 2014 ve 2017 yıllarında faizleri karşılama konusunda etkin bir yapıya sahiptir. Ancak, 2013, 2015 ve 2016 yıllarında faizleri karşılama oranında ciddi bir düşüş gözlenmiştir. ZOREN, 2012 ve 2017 yıllarında faizleri karşılama konusunda etkin bir yapıya sahipken, 2013, 2014, 2015 ve 2016 yıllarında firma faizleri karşılamakta ciddi sıkıntılar yaşamaktadır.

Sektörde genel olarak firmalar faizleri karşılamakta ciddi zorluklar yaşamaktadır. Bu sorunu çözmek için, sektördeki finans kredi kullanımının azaltılması veya kârlılığın artırılarak faiz karşılama oranı yükseltilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, sektör ciddi oranda mali kriz ile karşı karşıya kalabilir. Hatta sektördeki bazı firmalar iflas edebilir.

3.4. Borsa Performans Oranları

Borsa performans oranları, hisseleri borsada işlem gören şirketlerin piyasada işlem gördükleri değere ulaşana kadar kazandıkları değeri görmek ve bu anlamda potansiyel yatırımcılara bilgi vermek amacıyla kullanılır

3.4.1. Fiyat/Kazanç Oranı

İşletmenin borsadaki toplam değerinin dönem net kârına bölünmesi ile bulunan bu oran, hisselerin piyasa değeri ile getirilerinin arasındaki ilişkiyi saptamak için kullanılır. Bu

oran aynı zamanda hisse senetlerinin birim fiyatının hisse başına kâra bölünmesi şeklinde de hesaplanabilir (Orhan, 2014: 56).

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Fiyat/Kazanç oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.20. Enerji Sektörü Firmalarının Fiyat/Kazanç Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	7,895421	-6,77055	-2,90529	-1,97349	-1,11632	-1,31382
AKSEN	10,43958	-13,9362	44,57539	-6,87247	-4,96284	7,138838
AKSUE	5,941907	-12,292	-46,6747	30,57652	-32,1971	-4,47018
AYEN	15,27164	-4,09691	13,00108	-23,8733	-29,5102	23,83856
ZOREN	0,994011	-1,48138	-46,4904	-3,9551	219,7571	61,62735
Sektör Ortalaması	8,108511	-7,7154	-7,69877	-1,21956	30,39413	17,36415

Tablo 3.20’de enerji sektöründeki beş firma için altı yıllık, Fiyat/Kazanç oranları verilmiştir. Tablo 3.20’deki analiz sonuçlarına göre, AKENER firması 2013, 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında fiyat/kazanç konusunda belirgin bir şekilde başarısız duruma gelmiştir. Buna karşılık AKSEN’nin 2013, 2015 ve 2016 yıllarında fiyat/kazanç konusunda belirgin bir bozulma yaşadığı görülmektedir. Diğer taraftan AKSUE’de fiyat/kazanç konusunda 2013, 2014, 2016 ve 2017’de belirgin bozulmaların olduğu görülmektedir. AYEN’de ise aynı durum 2013, 2015 ve 2016 da görülmektedir. ZOREN’de ise, bu durum 2013, 2014 ve 2015 için geçerlidir.

Sektör ortalamaları dikkate alındığında en başarılı yılların 2012, 2016 ve 2017 yılları olduğu söylenebilir, yıllara kıyasla 2012’de AYEN, 2013’te ZOREN, 2014’te AKSEN, 2015’te AKSUE, 2016 ve 2017 yıllarında ise ZOREN firmaları sektördeki rakiplerine göre fiyat/kazanç oranında daha başarılı bir ilerleme kaydetmişlerdir.

3.4.2. Fiyat/Satış Oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Fiyat/Satış oranları hesaplanmış, toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.21. Enerji Sektörü Firmalarının Fiyat/Satış Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	5,029942	5,268023	3,714367	3,341062	3,981477	3,482897
AKSEN	2,900976	2,638439	2,669647	2,42166	1,873786	2,156528
AKSUE	29,92258	29,912	60,97537	29,36628	27,98594	16,47876
AYEN	6,7485	3,709162	7,740052	8,436174	7,957807	6,611139
ZOREN	8,89556	10,70665	7,437699	11,60806	6,315611	3,739323
Sektör Ortalaması	10,69951	10,44686	16,50743	11,03465	9,622924	6,493729

Tablo 3.21’ de analiz sonucunda enerji sektöründeki beş firmanın altı yıllık, fiyat/satış oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre AKNER’in 2013 yılından sonra fiyat/satış oranları önceki dönemlere göre azalma yaşarken, 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında ortalama bir seyir izlemektedir. AKSEN incelendiğinde ortalama bir seyir takip ettiği izlenmiş ve oranın en düşük olduğu 2016 yılında olduğu tespit edilmiştir. AKSUE dikkate alındığında 2014 yılından itibaren fiyat/satış oranlarında bir gerileme olduğu görülmektedir. AYEN firması ise 2013 yılından itibaren ortalama bir seyir takip etmektedir. Son olarak ZOREN birbirini takip eden dönemlerde dalgalı bir seyir takip etmektedir.

Sektör ortalamaları dikkate alındığında en başarılı yılın 2014 olduğu söylenebilir, yıllara kıyasla tüm dönemlerde AKSUE sektördeki rakiplerine göre fiyat/satış oranında daha başarılı bir ilerleme kaydetmişlerdir.

3.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Aşağıdaki tabloda enerji sektörüne ait firmaların 2012-2017 yıllarına ait Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları hesaplanmış, oranlar gösterilmiştir.

Tablo 3.22. Enerji Sektörü Firmalarının Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları

Firmalar	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
AKENR	1,281627	1,039112	1,836933	0,423644	0,556726	0,367906
AKSEN	2,153732	1,858383	1,727537	1,972899	4,65339	1,529646
AKSUE	1,156151	0,794427	1,588546	1,23707	1,112897	1,686216
AYEN	1,209107	0,825582	1,273625	2,631842	2,940677	1,960888
ZOREN	3,105477	0,594092	1,968062	1,404873	1,90753	1,902378
Sektör Ortalaması	1,781219	1,022319	1,678941	1,534066	2,234244	1,489407

Tablo 3.22’ de enerji sektöründe faaliyet gösteren beş firmanın altı yıllık piyasa değeri/defter değeri oranları verilmiştir. Tablodaki verilere göre AKENER’in 2015, 2016 ve 2017 yıllarında diğer dönemlerine kıyasla piyasa değeri/defter değerinde oransal gerileme yaşadığı görülmektedir. AKSEN’de en yüksek oranların sırasıyla 2016 ve 2012 olduğu söylenebilir. AKSUE’de ise oranın en düşük olduğu 2013 olmakla birlikte diğer yıllarda

ortalama bir seyir izlenmektedir. AYEN firmasının oranları incelendiğinde 2015 ve 2016 da oranın yükselen bir trend izlediği, 2017 de ise trendin kırıldığı görülmektedir. Son olarak ZOREN firması analiz edildiğinde 2012 yılında oranın diğer dönemlere göre daha yüksek olduğu, bir sonraki dönemde ise diğer dönemlere kıyasla en düşük olduğu yılı yaşadığı görülmektedir.

Sektör ortalamaları dikkate alındığında en başarılı yılın 2016 olduğu söylenebilir, yıllara kıyasla 2012’de ZOREN, 2013’te AKSEN, 2014’te ZOREN, 2015’te AYEN, 2016’da AKSEN ve 2017 yılında ise AYEN firmaları sektördeki rakiplerine göre piyasa değeri/defter değeri oranında daha başarılı bir ilerleme kaydetmişlerdir.



4. TARTIŞMA VE SONUÇ

Yirminci yüzyılda yaşanan gelişmelerle beraber firma değeri kavramı işletmelerin temel amaçlarının merkezi haline gelmiştir. İşletmelerin amaçlarının merkezi haline gelmesiyle beraber firma değeri kavramı önemi her geçen zaman artmaktadır. Kavramsal olarak firma değeri; firmayla alakalı, iktisadi kavramların durumu ile ilgili, firmanın mevcut bulunduğu endüstri ile alakalı birden çok durumdan etkilenmek suretiyle şekillenmektedir. Firmalar, bu durumları hesaba katmak ve göz önünde bulundurarak ona göre adım atmak durumundadırlar. Bu durumlardan endüstri ve iktisadiyle alakalı olan durumların hepsinin kontrol haline alınması firmalar bakımından pek mümkün değildir. Ancak firmalar, firma değerine etki yapan, firmayla alakalı değişkenleri kontrol etme bakımından bir avantaja sahiptirler.

Geleceğe yönelik kararlar alınırken firmalar, mevcut içinde bulunduğu durumu ve firmanın geçmiş dönem performanslarını göz önünde bulundurur ve analizler yaparlar. Sonuçta verecekleri kararlar ile firmanın değerini olabildiğince en yüksek noktaya çıkarmayı hedeflemektedirler. Firmaların içinde buldukları mevcut durumu ve geçmiş dönemlerdeki performans gelişiminin tespiti hakkında en önemli destekçilerinden biri de finansal analizdir. Finansal analiz sonucu ile elde edilen verilerle firmalar, atacakları adımları ve firma politikalarına belirlemektedirler.

Teknolojinin ve bununla birlikte sanayinin gelişmesi sonucunda enerji insan hayatında önemli bir yer tutmaktadır. Enerji tüketimi ülkelerin gelişmişlik düzeyi ile ilgili bir fikir edinmemizi sağlamaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde enerji tüketimi hızla artış göstermektedir. Enerji üretim tesislerinin yüksek maliyetli yatırım gerektiriyor olması, Türkiye gibi enerjide dışa bağımlı ülkelerin enerji ihtiyaçlarını karşılamak için enerji ithal etmesine, yüksek maliyetlere katlanmasına ve önemli masraf kalemlerinden biri olmasına sebebiyet vermektedir. Fakat, enerjide dışa bağımlı olan ülkelerde enerjiye olan ihtiyaç çok hızlı bir şekilde arttığı için, bu ülkelerin dış borçlarının artışı önemli bir ölçüde etkilenmekte, bu durum ise ülkelerin ekonomik yapısına ciddi manada olumsuz bir şekilde yansımaktadır. Bununla birlikte, sanayide yaşanan gelişimlerle beraber ortaya çıkan global rekabette güçlü bir pozisyona gelebilmek için maliyetleri düşük tutarak sanayi ürünlerinin üretilmesi gerekmektedir.

Enerjide dışa bağımlı olduğunda, enerji birim değerinin artması ve bu yüksek değere borçlanma maliyetinin de eklenmesiyle beraber sanayi ürünlerinin üretim maliyetini yükselteceğinden, enerjide dışa bağımlı ülkelerin rekabet gücü zayıflamaktadır. Enerjide bağımlılığın önüne geçmek için, ülkeler mevcut enerji kaynaklarına yönelmeli kaliteli ve ekonomik enerji yaratma yolunda ilerlemeli ve üretilen bu enerjiyi makul bir biçimde kullanılmalıdır. Elde edilen bu bilgiler neticesinde, enerji sektörü alanında faaliyet gösteren firmaların finansal yapılarının güçlü olması bir zorunluluk haline gelmektedir.

Yapılan bu çalışmayla birlikte, enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal durumu hakkında önceden yapılmış çalışmalarda Türkiye'deki faaliyette bulunan enerji firmalarının sermaye yapısındaki tek anlamlı değişkenin, kârlılık olduğu tespit edilmiştir. Bununla beraber borçlanma derecelerinin belirlenmesinde, firmaların öz kaynak kârlılığına daha fazla dikkat etmeleri gerekmektedir. Üstelik sektörde faaliyet gösteren halka açık firmaların kriz dönemlerinde; alacaklarına, stoklarına ve aktiflerine sektördeki diğer firmalara kıyasla daha az nakit bağladığı ve daha verimli kullandığı görülmektedir. Halka açık enerji firmalarının sektörde faaliyet gösteren diğer enerji firmalarına göre daha başarılı bir performans gösterdikleri görülmektedir. Yapılan bu çalışma neticesinde; Türkiye'de faaliyet göstermekte olan enerji sektörü firmalarının kârlılık düzeyine oldukça önem verdikleri, bilhassa halka açık enerji firmalarının kriz dönemlerinde oluşacak zararlardan minimum derecede etkilenmek için daha dikkatli ve tedbirli davrandıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'deki halka açık enerji sektörü firmalarının finansal yapılarını incelemek ve analiz etmek için yapılan çalışmamızda, kamu aydınlatma platformunda yer alan firmalardan yararlanılmıştır. Analiz bölümünde yapılan ve 6 yıllık dönemi içeren finansal analizde, rasyo analizi tekniği kullanılarak firmalar; likidite, faaliyet, finansal yapı ve kârlılık durumları açısından ele alınmıştır.

Likidite analizi, net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığı ve kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçmemize yardım etmektedir. Elde edilen veriler sonucunda, Enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların net çalışma sermayesinin yetersiz olduğu ve borçların ödenmesinde güçlük çekildiği görülmektedir.

Finansal yapı analizi, varlıkların ne kadarlık kısmının kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla ne kadarının öz kaynak ile yapıldığını ve uzun vadeli yabancı kaynakların

ödenebilme gücü hakkında fikir vermektedir. Aynı zamanda öz kaynak gücünün yeterliliği hakkında bilgi vermektedir. Firmalara yapılan analiz sonucunda; öz kaynak gücünün zayıf olduğu ve yabancı kaynaklarla finansmana ihtiyaç olduğu görülmektedir. Yabancı kaynak kullanılması, ek maliyetleri de beraberinde getireceğinden, kârlılık derecesinin olumsuz etkilenmesine neden olacaktır.

Faaliyet analizi, varlıkların paraya çevirme hızını ölçmektedir. Varlıkları ne kadar çok likit hale getirirsek, nakit ihtiyacı da bir o kadar azalacaktır, aynı zamanda yabancı kaynak kullanımı da aynı ölçüde azalacaktır. Yapılan analize göre, Enerji sektöründe ciddi bir borç-alacak vade uyumsuzluğu olduğu tespit edilmiştir. Firmaların Borçların ortalama ödeme süresinin, alacakların ortalama tahsil süresinden kısa vadeli olması sektörü nakit bakımından ciddi sıkıntıya sokmakta ve yabancı kaynak kullanımı zorunluluğunu ortaya çıkarmaktadır. Bununla beraber, enerji sektöründe öz kaynaklar ve varlıklar etkin bir biçimde değerlendirilmemektedir. Bunun sonucunda dışa bağımlı bir finans yapısı ortaya çıkmaktadır.

Kârlılık analizi ile firmaların faaliyetleri sonucu yeterince kâr elde edilip edilmediği bilgisine ulaşılır. Elde edilen veriler ışığında enerji sektörünün iş hacminin düşük olduğu görülmüştür. Bu durum, yabancı kaynak kullanımıyla gelen ek maliyetlerle beraber dikkate alındığında kârlılığın olumsuz yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Yabancı kaynakların standardın üzerinde kullanılması ve çok yüksek miktarlarda finansman giderine maruz kalınması ciddi oranda kârda düşüşe sebebiyet vermiştir. Bununla birlikte enerji sektörünün aşırı derecede finansman giderine maruz kalması, faiz karşılama oranında düşüşe sebep olmuş, enerji firmalarının yabancı kaynak faizlerini karşılama konusunda güçlük yaşamasına ve zayıf kalmasına sebebiyet vermiştir.

Borsa performans oranları ile firmaların piyasada ki performansları tespit edilmek istenmektedir. Elde edilen veriler neticesinde AKENER firması 2013, 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında fiyat/kazanç konusunda belirgin bir şekilde başarısız duruma gelmiştir. Buna karşılık AKSEN' nin 2013, 2015 ve 2016 yıllarında fiyat/kazanç konusunda belirgin bir bozulma yaşadığı görülmektedir. Diğer taraftan AKSUE'de fiyat/kazanç konusunda 2013, 2014, 2016 ve 2017'de belirgin bozulmaların olduğu görülmektedir. AYEN' de ise aynı durum 2013, 2015 ve 2016 da görülmektedir. ZOREN' de ise, bu durum 2013, 2014 ve 2015 için geçerlidir.

AKNER' in 2013 yılından sonra fiyat/satış oranları önceki dönemlere göre azalma yaşarken, 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında ortalama bir seyir izlemektedir. AKSEN incelendiğinde ortalama bir seir takip ettiği izlenmiş ve oranın en düşük olduğu 2016 yılında olduğu tespit edilmiştir. AKSUE dikkate alındığında 2014 yılından itibaren fiyat/satış oranlarında bir gerileme olduğu görülmektedir. AYEN firması ise 2013 yılından itibaren ortalama bir seyir takip etmektedir. Son olarak ZOREN birbirini takip eden dönemlerde dalgalı bir seyir takip etmektedir.

AKENER' in 2015, 2016 ve 2017 yıllarında diğer dönemlerine kıyasla piyasa değeri/defter değerinde oransal gerileme yaşadığı görülmektedir. AKSEN' de en yüksek oranların sırasıyla 2016 ve 2012 olduğu söylenebilir. AKSUE' de ise oranın en düşük olduğu 2013 olmakla birlikte diğer yıllarda ortalama bir seyir izlenmektedir. AYEN firmasının oranları incelendiğinde 2015 ve 2016 da oranın yükselen bir trend izlediği, 2017 de ise trendin kırıldığı görülmektedir. Son olarak ZOREN firması analiz edildiğinde 2012 yılında oranın diğer dönemlere göre daha yüksek olduğu, bir sonraki dönemde ise diğer dönemlere kıyasla en düşük olduğu yılı yaşadığı görülmektedir.

Özetleyecek olursak; enerji sektörünün sahip olduğu dönen varlıkları, kısa vadeli yabancı kaynaklarını karşılamada yetersiz durumdadır. Enerji sektörünün alacak tahsilatlarından önce borçlarının ödemesine başlaması enerji sektörünü ciddi bir sıkıntı içine sokmuştur. Bu sebeple yabancı kaynak kullanımına yönelmiş olan enerji sektörünün ek maliyetlere katlanmakta olması, kâr marjlarının azalmasına neden olmaktadır. Enerji sektöründeki fazla yabancı kaynak kullanım oranı, enerji piyasasında ekonomik ve finansal verimsizliğe neden olmaktadır. Yabancı kaynaklardan finansman giderlerinin aşırı yüksek düzeyi faiz karşılama oranını düşürmektedir. Bu durum, enerji sektörünün belli dönemlerdeki faaliyetlerinin zararlı sonuçlanmasına neden olmaktadır.

Görülen tüm olumsuz durumları atlatmak için enerji sektöründeki firmaların gelirlerini arttırıcı, yüksek maliyetlerini azaltıcı, öz kaynaklarının etkin kullanımını sağlayıcı etkili ve güçlü finans politikaları geliştirmeleri gerekmektedir. Aksi takdirde, enerji sektöründe faaliyet gösteren firmalar çok ciddi finansal risklerle karşı karşıya kalacaklardır.

5. KAYNAKLAR

- Akdoğan, N. (1997). *Enflasyon Muhasebesi ile Gerçek Kârın Saptanması ve Fazla Vergi Ödenmesinin Önlenmesi*. Muhasebe Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı Bülteni (7), 28-34.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2001). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2004). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 9. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 11. baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akdoğan, N., ve Aydın, H. (1987). *Muhasebe teorileri*. Ankara: Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Yayınları.
- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönteim*. İstanbul: Avcıol Basım.
- Akgüç, Ö. (2002). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul.
- Akgüç, Ö. (2011). *Mali tablolar analizi*. İstanbul: Avcıol Basım ve Yayın
- Alkan, G. İ., ve Demirelli, E. (2007). *Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 27-39.
- Andrew, A. W. (1992). *The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method*. Journal of Accounting Research, 30 (1), 94-108.
- Andriessen, D. (2015). *Value, Valuation, and Valorisation*. http://www.researchgate.net:https://www.researchgate.net/publication/251768569_Value_Valuation_and_Valorisation adresinden alındı
- Apak, S. ve Demirel, E. (2010). *Finansal Yönetim Cilt 2: Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi*. İstanbul: Papatya Yayıncılık.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydın, N., Şen, M., ve Berk, N. (2012). *Finansal Yönetim - I*. Eskişehir: T. C. Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Aydın, Y. (2012). *Firma Değerleme Yöntemleri*. Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1 (1), 87-110.
- Aypar, A. (2010). *Denizli Tekstil Sektörünün Mevcut Durumunun ve Geleceğinin Finansal Oranlar Yardımıyla Araştırılması ve Diğer Sektörlerle Kıyaslanması* Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Teknik Üniversitesi: Fen Bilimleri Enstitüsü, 2010.

- Baktöre, S., Benligiray, Y., ve Nurten, E. (2000). *Envanter ve Bilanço*. Eskişehir: Birlik Ofset Yayıncılık.
- Başagaç, H. (2006). *Maddi Duran Varlıkların Değerlemesinde Türk Vergi Mevzuatı ve TMS 16: Maddi Duran Varlıklar Standardı Hükümlerinin Karşılaştırılması*. Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi.
- Bayrakdaroğlu, A., ve Ünlü, U. (2009). *Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi*. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 14 (1), 287-312.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Brealey, R. A., Myers, S. A., ve Marcus, A. J. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*. (Ü. Bozkurt, T. Arıkan, ve H. Doğanlı, Çev.) İstanbul: Literatür Yayınevi.
- Brigham, E. F. (1999). *Finansal Yönetimin Temelleri* (Cilt 1). (Ö. Akmut, ve Halil Sarıaslan, Çev.) Ankara: Ankara Üniversitesi Yayınları.
- Burucu, H. (2009). *Finansal Analiz Tekniklerinin İşletmelerin Mali Durumunu Göstermedeki Etkinliği ve Bir Uygulama* Yüksek Lisans Tezi. Erzurum: Atatürk Üniversitesi.
- Büyüksalvarcı, A. (2010). Finansal Oranlar ile Hisse Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (48), 130-141.
- Büyüksalvarcı, A., ve Uyar, S. (2012). Farklı Muhasebe Düzenlemelerine göre Hazırlanan Mali Tablolardan Elde Edilen Finansal Oranlar ile Şirketlerin hisse Senedi Getirileri ve Piyasa Değerleri Arasındaki İlişki. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (48), 25-48.
- Campell, J. Y., Lo, A. W., ve Mackinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Chichester: Princeton University Press.
- Canadian Accounting Standards Board. (2006). Measurement Bases for Financial Accounting Measurement on Initial Recognition. *Discussion Paper*. International Accounting Standards Board.
- Chartered Accountants in England Wales (ICAEW). (2018, 11 20). *Measurement in Financial Reporting*. ICAEW: <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/financial-reporting/information-for-better-markets/ifbm/measurement-in-financial-reporting.ashx> adresinden alındı.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2010). Mali tablolar analizi. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Çelik, T. (2017). *Sigorta Şirketlerinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama* Yüksek Lisans Tezi
- Çetiner, E. (2002). *Konaklama işletmelerinde muhasebe uygulamaları*. Ankara: Gazi Kitabevi.

- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance Theory and Practice*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Düzer, M. (2008). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ercan, M., Öztürk, M., Küçük Kaplan, İ., Başçı, E., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi ve Banka Uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ertuğrul, M. (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kurmasal Bir Bakış. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3 (2), 143-154.
- Ferri, M. G., ve Jones, W. H. (1979). Determinants of Financial Structure: A new Methodological Approach. *The Journal of Finance*, 34 (3), 631-644.
- Financial Accounting Foundation. (2006). *Statements of Financial Accounting Standards No. 157*. Financial Accounting Standards Board.
- Gemici, Ç. G. (2010). Mali Oranların Firma Değerine Etkisinin Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Glenn, G., ve Munn, M. A. (1967). *Encyclopedia of Banking and Finance*. New York: The Bankers Publishing Co.
- Gordon, M. J. (1962). The Saving Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44 (1), 37-51.
- Gönenli, A. (1988). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İktisadi İşletme Yayını.
- Gupta, N. (2010). The Size Effect and The Capital Asset Pricing Model. 9. *Minneapolis: Award Winning Economics Paper*.
- Hatipoğlu, M., ve Yener, E. (2013). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8 (3), 7-29.
- Kaba, F. (2009). Kar Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karapınar, A. ve Ayıkoğlu Zaif, F. (2012). *Finansal analiz*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karapınar, A. ve Ayıkoğlu Zaif, F. (2013). *Finansal Analiz*. 3.Baskı. Ankara: Gazi
- Kulalı, İ. (2016). Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi* (31), 175-295.
- Küçükkoçaoğlu, G. (2018, 11 14). www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.doc adresinden alındı

- Lewis, S. L. (1986). *Evaluating Corporate Investment and Financing Opportunities*. New York: Quorum Books.
- Masulis, R. W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance* , 38 (1), 107-126.
- Modigliani, F., ve Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 267-297.
- Mutlu, E. (1991). *Anonim Şirket Faaliyet Raporlarının Mali Analiz Açısından Önemi ve Türkiye'deki Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi: SBE
- Önal, Y. B., Karadeniz, E. ve Koşan, L. (2006). Finansal analiz tekniklerinin otel işletmelerinde stratejik yönetim aracı olarak kullanımına ilişkin teorik bir değerlendirme .*Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 2, 16-25
- Örten, R., Kaval, H., ve Karapınar, A. (2017). *Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları (TMS-TFRS)* (10. Baskı b.). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Özulucan, A. (2003). *Dönem Sonu İşlemleri ve Muhasebe Uygulamaları*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Pinches, George E. (1990). *Essentials of Financial Management*. America: Halper Collins Publishers.
- Pratt, S. P. (1989). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Ohio: IRWIN.
- Ramagopal, C. (2008), *Financial Management*. Delhi: IND: New Age International.
- Reilly, R., ve Schweis, R. (1999). *Valuing Intangible Assets*. New York: McGraw-Hill.
- Savsar, A. (2012). *Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi.
- Sayılğan, G. (2013). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı* . Ankara : Turhan Kitabevi.
- Sevil, G., Başar, M., ve Coşkun, M. (2013). *Finansal Yönetim - II*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Sharpe, W., Alexander, G. J., ve Bailey, J. W. (1998). *Investments*. New Jersey: Prentice Hall.
- Shim, Jae K.ve Siegel, Joel G. (1998). *Theory and Problems of Financial Management, Second Edition*, America: McGraw-Hill Companies
- Şensoy, N. (2006). UFRS'deki Değerleme Ölçüleri. *Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu V*. Antalya.

- T.C.Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu. 01 Temmuz 2019 tarihinde <https://www.epdk.org.tr/Detay/Icerik/1-1051/kurumsaltarihce> adresinden alınmıştır.
- Taner, B., ve Akkaya, G. C. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 3 (1-2), 1-7.
- Taner, B., ve Akkaya, G. C. (2004). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. İzmir: Detay Yayıncılık.
- The Bankers Publishing Co. (1962). *Encyclopedia of Banking and Finance*. New York: The Bankers Publishing Co.
- Tokay, S. H., Deran, A., ve Aktaş, R. (2005). Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları'nda Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımı ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi* (4), 91-114.
- Tokay, S. H., ve Deran, A. (2004). IFRS 41 Tarımsal Faaliyetler Standardında Canlı Varlıklar için Önerilen Muhasebe Yaklaşımı I-II. *Yaklaşım Dergisi* (140), 139-140.
- Tokay, S. H., ve Deran, A. (2008). Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları'nda Değerleme Ölçüleri. *Mali Çözüm* (90), 15-48.
- Türko, R., M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Basım Yayın.
- Uluslan, H. (2007). Finansal Raporlama Açısından Değerleme. *Ç. Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (2), 525-544.
- White, I. Gerald ve Sondhi C. Ashwinpaul and Fried D. (1997). *The analysis and use of financial statements*. New York: John Wiley & Sons Inc
- Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. Uzmanlık Tezi. Ankara: DPT.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Hatice GÖĞEBAKAN

Doğum Yeri ve Tarihi : Nazilli 01/01/1985

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Eskişehir Anadolu Üniversitesi

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar ve Yıl : Dumlupınar Üniversitesi 2007-2010

Adnan Menderes Üniversitesi 2010-

İletişim

E-posta Adresi : hgogebakan@adu.edu.tr

Telefon :

Tarih : 14.06.2019