

Finansal Performans Üzerine Güncel Araştırmalar

Editör: Dr. Öğr. Üyesi Hilal Ok Ergün



 ÖZGÜR
YAYINLARI

Finansal Performans Üzerine Güncel Araştırmalar

Editör:

Dr. Öğr. Üyesi Hilal Ok Ergün



Published by

Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.

Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şehitkamil/Gaziantep

☎ +90.850 260 09 97

📞 +90.532 289 82 15

🌐 www.ozguruyinlari.com

✉ info@ozguruyinlari.com

Finansal Performans Üzerine Güncel Araştırmalar

Editor: Dr. Öğr. Üyesi Hilal Ok Ergün

Language: Turkish

Publication Date: 2025

Cover design by Mehmet Çakır

Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0

Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (PDF): 978-625-5958-46-4

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub683>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Ok Ergün, H. (ed) (2025). *Finansal Performans Üzerine Güncel Araştırmalar*. Özgür Publications.

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub683>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozguruyinlari.com/>



Ön Söz

Firmaların çeşitli alanlardaki faaliyetleri finansal performanslarını etkilerken, diğer taraftan finansal performansları da özellikle firma değerini doğrudan etkilemekte. Dolayısıyla finansal performans, oldukça önem verilmesi gereken bir konu olarak karşımıza çıkmakta.

Firmaların finansal açıdan gösterdikleri performans birçok farklı açıdan ele alınmakta ve çeşitli yaklaşımlarla analiz edilebilmekte. Nitekim bu kitapta hisse senedi getirisi, kar payı, nakit akışı, dijitalleşme, faiz oranları gibi kavramların finansal performansla ilişkisini değerlendiren çalışmaların yanı sıra finansal performansın sektör ve endeks bakımından gösterdiği düzeyi inceleyen çalışmaların da bulunması ve özellikle bu araştırmaların “Finansal Performans Üzerine Güncel Çalışmalar” başlığı altında kitaplaştırılması literatüre önemli katkılar sağlayacaktır.

Çalışmaları hazırlayan bilim insanları başta olmak üzere emeği geçenlere sonsuz teşekkürler.

Prof. Dr. Ahmet KURTARAN

Teşekkür

Akademik hayatımın tamamında desteğini her zaman hissettiğim kıymetli hocam Prof. Dr. Ahmet KURTARAN' a, dualarıyla yanımda olan annem Birsengül OK ve babam Dursun OK' a, tüm desteğiyle her an yanımda olan sevgili eşim Tolga ERGÜN' e, neşesiyle motivasyon kaynağım olan sevgili kızım Elif Ece ERGÜN' e teşekkür ederim.

Editörlüğünü yürüttüğüm bu kitabın literatüre kazandırılmasına destek veren sayın Dr. Öğr. Üyesi Kürşad Özkaynar'a ve emeği geçen tüm bölüm yazarlarımıza teşekkürü borç bilirim.

Dr. Öğr. Üyesi Hilal OK ERGÜN

Trabzon, 2025

İçindekiler

Ön Söz

iii

Bölüm 1

Dijitalleşmenin Katılım Bankalarının Finansal Performansı Üzerine Yansıması 1
Tolga Ergün

Bölüm 2

Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Modeli Kapsamında Bıst Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki İşletmeler Üzerine Bir Araştırma 21
Serdal Atay
Oğuz Yusuf Atasel

Bölüm 3

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Finansal Durum Analizi 47
Yusuf Güneysu
Salih Aydın

Bölüm 4

BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan Yenilenebilir Enerji Şirketlerinin Finansal Performanslarının İncelenmesi 69
Elif Hilal Nazhoğlu

Bölüm 5

Faiz Oranlarında Yaşanan Değişikliklerin İşletmelerin Kar Payı Dağıtımına Etkisi 93
Mehmet Akarçay

Finansal Performans ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Enerji Sektör
Firmaları Üzerine Bir Analiz

115

Reşat Sakur

Dijitalleşmenin Katılım Bankalarının Finansal Performansı Üzerine Yansıması

Tolga Ergün¹

Özet

Dijitalleşme ve teknolojik alanlardaki gelişmeler birçok sektörde olduğu gibi finans ve bankacılık sektöründe de etkisini göstermektedir. Bankacılık sektörü içindeki yeri ve önemi giderek artan katılım bankaları dijitalleşme sürecinde önemli atılımlarda bulunmaktadır. Katılım bankalarının bankacılık sektörü içindeki pazar payı ve karlılığı dijitalleşme ile birlikte son yıllarda ivme kazanmıştır. Bu gelişme, katılım bankalarının finansal performansına olan katkısını önemli hale getirmektedir. Bu kapsamda çalışmada dijitalleşmenin ile katılım bankacılığı sektörünün finansal performansına etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda çalışmada iki adet araştırma modeli kurulmuştur. Finansal performans göstergesi aktif karlılık oranı ile öz sermaye karlılığı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Dijitalleşme göstergelerinden mobil bankacılık işlem hacmi ile mobil bankacılık işlem adedi bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. 2020Q1-2024Q4 arasındaki yirmi çeyrek döneme ait veriler ekonometrik analiz yöntemlerinden en küçük kareler ile analiz edilmiştir. Analizde ilk olarak dört temel ön test yapılmıştır. Ön testlerin sonucunda araştırma modelinin her ikisinde de heteroskedastisite ve çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmadığı ve değişkenlere ait verilerin normal dağılım gösterdiği tespit edilmiştir. Ancak, her iki model de otokorelasyon sorunu tespit edildiğinden bu soruna karşı daha tutarlı analiz sonuçları veren dirençli tahminci en küçük kareler tekniği uygulanmıştır. Ampirik sonuçlara göre dijitalleşme göstergelerinin katılım bankalarının finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, katılım bankacılığı sektöründeki altı temel stratejik hedefler arasında yer alan dijitalleşmenin hem finansal teknoloji ekosistemini güçlendireceğine hem de sektör karlılığını artırabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla katılım bankacılığının sektör karlılığını artırmada otomasyon, yapay zekâ ve finansal teknoloji gibi dijitalleşme süreçlerine daha fazla yatırımda bulunmaları gerekmektedir.

1 Doç. Dr., Trabzon Üniversitesi Vakıfkebir Meslek Yüksekokulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, tolgaergun@trabzon.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-9650-4542

1. Giriş

Teknolojideki küresel düzeyde yaşanan hızlı gelişim ve dönüşüm, bankacılık sektörü de dahil olmak üzere bir çok alanda benimsenmiş ve yaygın hale gelmiştir (Ganguli ve Roy, 2011). İnternetin gelişmesiyle birlikte, tabletler, akıllı telefonlar ve dizüstü bilgisayarlar gibi çeşitli araçlar, kurumların operasyonel süreçlerinde kullanılmaya başlanmıştır (Dasgupta ve Gupta, 2019). Finans ve bankacılık alanları yüzyıllardır var olsa da teknolojik gelişim ve dijitalleşme bankacılık sektöründe yeni bir süreci başlatmıştır. Dijitalleşme, yeni iş modellerini oluşturmak, iş faaliyetlerini iyileştirmek ve değer odaklı fırsatlar sağlamak için dijital bir işe geçmek ve dijital teknolojileri günlük yaşama entegre etmek manasına gelmektedir. Dolayısıyla dijitalleşme, dijital teknolojileri tanımlamak için kullanılan bir terimdir (Saengchai ve Jermstittiparsert, 2019). Vial (2019) dijitalleşmeyi “Bilgi, bilgi teknolojisi, iletişim ve bağlantı teknolojilerini birleştirerek bir birimi iyileştirmeyi amaçlayan süreç” şeklinde tanımlamıştır. Yip ve Bocken (2018) ise dijitalleşmeyi geniş bir bankacılık terimi olarak “Belgelerin dijitalleşmesi, işlemler için elektronik imza, e-öğrenme, mobil ödemeler ve e-ekstre” şeklinde tanımlamıştır. Günümüzde dijitalleşme sadece diğer bankalarla rekabette değil aynı zamanda yeni kurulan işletmeler, FinTek’ler ve medya-telekomünikasyon şirketleriyle de ayak uydurabilmek için tüm bankalar için elzem bir durumdur. Geçmişte daha fazla kredi kartı hizmeti ve ATM’ye sahip olan bir banka “daha fazla dijitalleşmiş” olarak kabul edilmekteydi ancak günümüzde finans kuruluşlarının özellikle yapay zekâyla birlikte büyük veri, otonom finansal sistemler ve blok zincir gibi teknolojik gelişimlere uyumu dijitalleşme sürecindeki stratejilerdir (Unal ve Aysan, 2022). Bu nedenle bankacılıkta yaşanan dijitalleşme, geleneksel bankacılık uygulamalarını değiştirmiştir. Dijital bankacılık hizmetleri geleneksel bankacılığın aksine daha verimli, kullanıcı dostu ve modern sistemlere sahiptir. Diğer bir ifade ile dijitalleşme geleneksel bankacılık hizmetlerini internet vasıtasıyla modern teknolojilere dönüştüren yenilikçi bir sistemdir. Çünkü internet teknolojisindeki gelişim, insanların elektronik işlemlerini daha kısa zamanda yapmalarına imkân sağlamıştır (Sahu ve Kavita, 2020). Dijitalleşme terimi bankaların verimli bankacılık operasyonları için en son teknolojileri benimsemelerini temsil etmektedir (Khan, 2022). Kısaca finansal hizmetlerin ve dijital teknolojilerin birleştirilmesi anlamına gelen finans sektöründeki dijitalleşme, bireylere ve işletmelere ödeme, kredi, yatırım, para transferi, tasarruf gibi çeşitli sürdürülebilir finansal hizmetler imkânı sunmaktadır (Güneysu ve Ergün, 2024).

Finans sektörü içinde yer alan bankacılık faaliyet türlerinden biri de katılım bankacılığıdır (Zouari ve Abdelhedi, 2021). Katılım bankacılığı sektörü son

yıllarda küresel finans pazarında hızlı bir gelişme kaydetmiştir. İslami ilkeleri esas alan bu bankacılık türü etik ve ahlaki değerlere bağlı kalarak risk paylaşımı ve sosyoekonomik gelişmeyi teşvik etmektedir (Shafii ve Zakaria, 2013). Bu kapsamda katılım bankaları faizsizlik prensibi doğrultusunda en az dört amaca hizmet etmektedir. Bunlar; finansman sağlamak, tasarrufu artırmak, finansal sistemi istikrarlı hale getirmek ve yatırım projelerini finanse etmektir (Calandra vd., 2024).

Katılım bankacılığı sektörü dünyada olduğu gibi Türkiye’de de önemli bir ivme yakalamıştır. 1980’li yılların başlarında yapılan yasal düzenleme ile Özel Finans Kurumları adıyla faaliyetlerine başlayan bankalar 2005 yılındaki yasal düzenlemeyle Katılım Bankası adını almıştır. Katılım bankacılığı sektörü de teknolojiye yaşanan dönüşümle birlikte özellikle 2010 yılından sonra dijitalleşme süreci hız kazanmıştır. Mobil bankacılık ve internet bankacılığı hizmet yelpazesindeki işlem hacmi, işlem adedi ve müşteri sayıları gibi dijitalleşmenin önemli göstergelerindeki artan eğilim nedeniyle bankacılık sektörü içindeki payı daha da yükselmiştir. Bu durum bankaların finansal performansı üzerinde önemli etkilere neden olabilmektedir.

Yukarıdaki bilgiler ışığında bu araştırma, Türkiye’deki katılım bankacılığı sektörünün finansal performansı üzerinde dijitalleşmenin etkisini incelemektedir. Bu yönüyle çalışma, katılım bankacılığı sektörünün finansal performansı üzerinde dijitalleşmenin etkisini ampirik olarak inceleyen öncü bir araştırmadır. Çalışmada iki araştırma sorusunun cevabı aranmıştır. Birincisi dijitalleşme göstergesi olan mobil bankacılık işlem hacminin ve işlem adedinin aktif karlılık üzerindeki yansıması var mıdır? İkincisi mobil bankacılık işlem hacminin ve işlem adedinin öz sermaye karlılığı üzerindeki yansıması var mıdır?

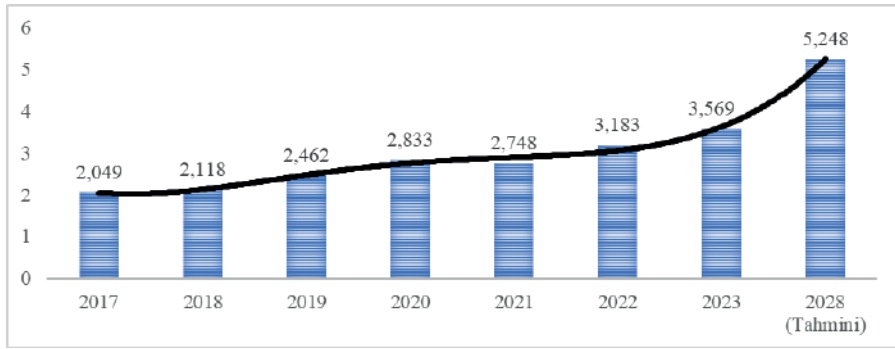
Çalışma beş bölüm olarak tasarlanmıştır. Öncelikle çalışmanın giriş bölümünde dünyada ve Türkiye’de katılım bankacılığı ve dijitalleşme konularına değinilmiştir. Giriş bölümünü takip eden ikinci bölümde literatür incelemesine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde analiz yöntemi ele alınmıştır. Dördüncü bölümde ampirik bulgulara değinilmiştir. Son bölüm olan beşinci bölümde ise elde edilen sonuçlar değerlendirilerek çalışma tamamlanmıştır.

1.1. Dünyada Katılım Bankacılığı ve Dijitalleşme

Müslüman nüfusun yoğun olduğu ülkelerde geleneksel bankaların faize dayalı bankacılık işlemleri 1950’li yıllardan itibaren sorgulanmaya başlamıştır. 1970’li yılların ortalarında ise faizsiz bankacılık uygulamasının ilk adımı atılmış ve bankacılık sektörüne faizsiz bankacılık işlemlerini yürütecek bankalar girmeye başlamıştır. Bu gelişme, Müslüman nüfusun ağırlıklı

olduğu ülkelerde geleneksel bankalara alternatif bir bankacılık sistemi olarak benimsenmiştir. Bu çerçevede 1970'li yıllarda uluslararası alanda faizsiz bankacılığa olan ilgi giderek artmış Birleşik Arap Emirlikleri, Mısır, Sudan ve Suudi Arabistan gibi ülkelerde faizsiz bankalar açılmaya başlamıştır. 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz faizsiz bankacılık sektörünün bugünkü rakamlara ulaşmasında başat rol oynamıştır. Kriz döneminde geleneksel bankalar karlılık problemi yaşarken faizsiz bankalar bu süreçte karlılıklarını sürdürmüştür. Bu kapsamda küresel düzeyde faizsiz bankacılık aktif büyüklüğü Grafik 1'de gösterilmiştir.

Grafik 1. Katılım Bankalarının Küresel Aktif Büyüklüğü (Milyar Dolar)



Kaynak: ICD-Islamic Corporation for the Development of the Private Sector, 2023

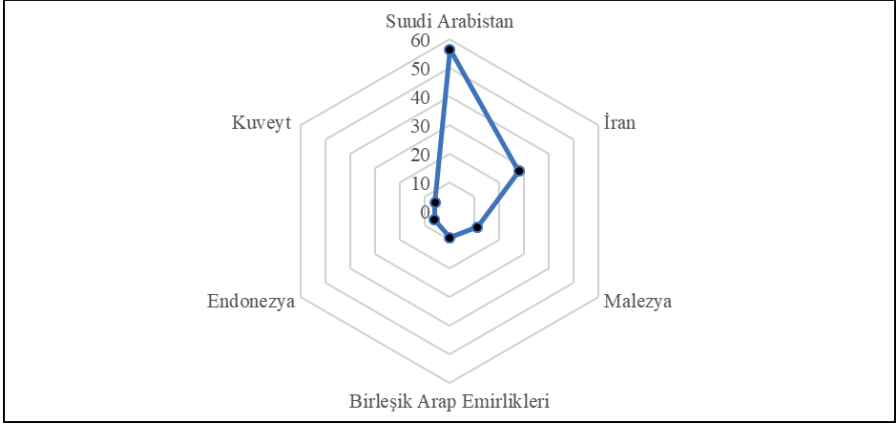
Grafik 1'e göre katılım bankalarının küresel düzeydeki aktif büyüklüğü toplamı 2017 yılında 2,049 milyar dolar seviyesinde iken 2020 yılında 2,833 milyar dolara yükselmiştir. 2023 yılında ise 3,569 milyar dolar aktif büyüklüğe ulaşmıştır. Sektör tahminlerine göre 2028 yılında 5,248 milyar dolar aktif büyüklüğe ulaşılması beklenmektedir. 2017-2023 arasındaki dönemler incelendiğinde genel olarak artan bir eğilim görülmektedir.

Dünyada 2023 yılında faaliyet gösteren katılım bankalarının sayısı 618'dir. Ayrıca katılım bankacılığı sektörünün aktif büyüklüğü ülkeler bazda değerlendirildiğinde 2023 yılında en fazla aktif büyüklüğe sahip ülke 1,482 trilyon dolar ile İran'dır. Bu ülkeyi sırasıyla Suudi Arabistan (794 milyar dolar), Malezya (275 milyar dolar), Birleşik Arap Emirlikleri (274 milyar dolar), Kuveyt (179 milyar dolar), Bahreyn (126 milyar dolar), Katar (116 milyar dolar), Türkiye (69 milyar dolar) ve Endonezya (53 milyar dolar) izlemektedir (ICD, 2023).

Dünyada katılım bankacılığı sektöründe yaşanan dijitalleşme sürecinde finansal teknolojiler (FinTek) önemli bir rol oynamaktadır. 2021 yılında

katılım bankacılığı alanında FinTek pazarının büyüklüğü 79 milyar dolardır. 2022/2023 döneminde bu rakam 138 milyar dolara yükselmiştir. 2026 yılında 179 milyar dolara, 2027'de ise 306 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Grafik 2'de 2022/2023 dönemine ilişkin katılım bankacılığı sektöründe dijitalleşmede önde gelen ülkelerin FinTek pazar payları yer almaktadır.

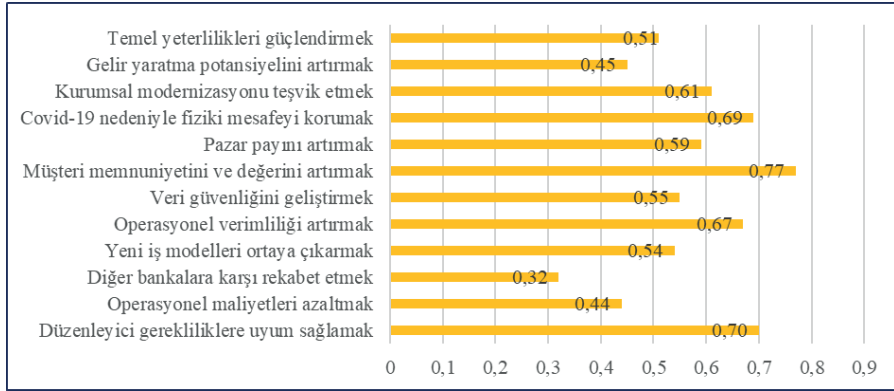
Grafik 2. Dünyada Katılım Bankacılığı FinTek Pazar Büyüklüğü (Milyar Dolar)



Kaynak: Islamic Financial Services Board (IFSB)

Grafik 2'deki bilgilere göre dijitalleşmede en fazla pazar payına sahip ülke %56,5 ile Suudi Arabistan'dır. Bu ülkeyi sırasıyla İran (%28), Malezya (%11,1), Birleşik Arap Emirlikleri (%9,3), Endonezya (%6,1) ve Kuveyt (%5,9) takip etmektedir. Grafikte yer alan altı ülke katılım bankacılığı alanındaki dijitalleşmede %85 oranında küresel pazar payını oluşturmaktadır. İslami Finansal Hizmetler Kurulu tarafından 2020 yılında dijital dönüşümle ilgili yapılan bir saha çalışmasında katılım bankalarının dijital dönüşüme neden ihtiyaç duyduklarına ilişkin tespitlerde bulunulmuştur. Söz konusu araştırmaya ait veriler Grafik 3'te sunulmuştur.

Grafik 3. Katılım Bankalarının Dijital Dönüşüm Gereksinimleri



Kaynak: IFSB

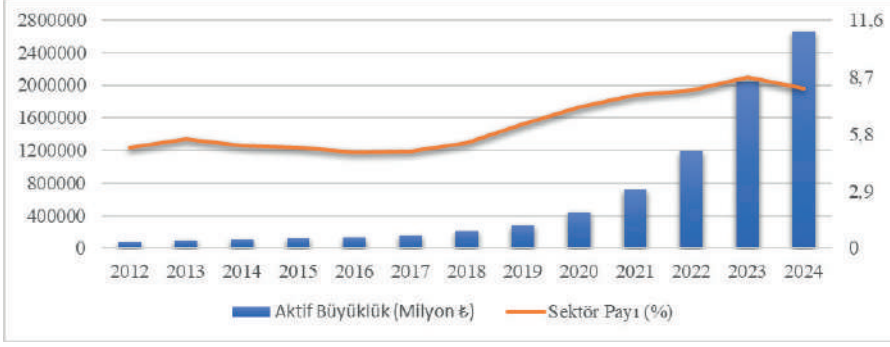
Grafik 3'e göre saha araştırmasında ankete katılan katılım bankalarının dijital dönüşüm gereksinimi olarak en çok önemli buldukları faktörün %77 oran ile müşteri memnuniyetini ve değerini artırmak olduğu görülmektedir. Bu faktörü, %70 ile düzenleyici gerekliliklere uyum sağlamak, %69 ile Covid-19 nedeniyle fiziki mesafeyi korumak, %67 ile operasyonel verimliliği artırmak izlemektedir.

1.2. Türkiye'de Katılım Bankacılığı ve Dijitalleşme

Türkiye'de katılım bankacılığı sisteminin başlangıcı ithal ikameci politikaların izlendiği, karma ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçişin ağırlık kazandığı, dünyada neo-liberal politikalara geçişin olduğu bir döneme dayanmaktadır. Bu kapsamda 1983 yılında Bakanlar Kurulu Kararı ile Özel Finans Kurumları adı altında bankaların sektöre girişi süreci başlamıştır. 1990'lı yıllarda sektördeki gelişim süreci ivmelenmiş ve 1999'da Bankalar Kanunu kapsamına dâhil edilmiştir. 2005 yılında 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'yla birlikte sektörde 20 yıldan fazla bir süredir Özel Finans Kurumları adı ile faaliyet gösteren bankalar isim değiştirerek Katılım Bankası adını almıştır. 2000'li yıllarla birlikte hem ulusal hem de uluslararası alanda yapısal ve organizasyonel değişim süreçleriyle birlikte katılım sigortacılığı ve sermaye piyasaları gibi yeni alanlar ortaya çıkmıştır. Özellikle de 2015 yılından itibaren kamusal sermayeli katılım bankalarının sektöre girmesiyle gelişim süreci daha da hızlanmıştır. Grafik 4'te Türkiye bankacılık sektöründe yer alan katılım bankalarının aktif büyüklüğü ve bankacılık sektörü içindeki payı gösterilmiştir. Buna göre 2012 yılında katılım bankacılığı sektörünün aktif büyüklüğü 70 milyar TL iken 2020

yılında 437 milyar TL'ye yükselmiştir. 2024 yılsonu itibariyle bu rakam 2,6 trilyon TL büyüklüğe ulaşmıştır. Bankacılık sektörü içindeki aktif büyüklüğü ise 2012 yılında %5,13 iken 2024'te %8,14'e yükselmiştir.

Grafik 4. Katılım Bankalarının Aktif Büyüklüğü ve Sektör Payı



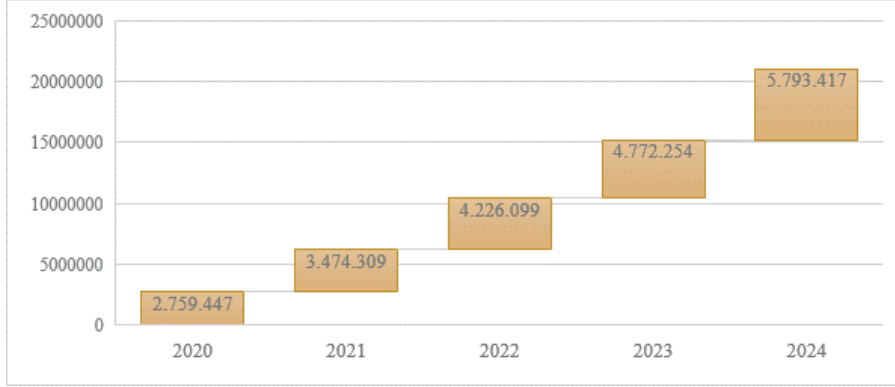
Kaynak: Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB)

Finansal performans açısından değerlendirildiğinde 2023 yılsonu itibariyle sektörün net karı bir önceki yıla göre %79,3 oranında artışla toplam 53,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kredi ve mevduat hacimleri ise sırasıyla 23,550 milyar TL ve 14,852 milyar TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında Türkiye bankacılık sektöründe Hayat Finans ve T.O.M. katılım bankası adında ilk dijital bankalar faaliyete başlamıştır. 2024 yılsonu itibariyle ikisi dijital olmak üzere toplam dokuz adet katılım bankası faaliyetlerini sürdürmektedir (TKBB, 2025).

Türkiye katılım bankacılığı sektöründe dijitalleşme faaliyetleri giderek artmaktadır. Hali hazırda fon transfer işlemleri, yatırım işlemleri ve hesap yönetimi gibi birçok hizmet dijital kanallarla verilmektedir. Ayrıca, yapay zekâ ve veri analitiği gibi yeni finansal teknoloji yöntemlerinden faydalanılarak müşterilerin verileri analiz edilmekte ve bu kapsamda müşterilerin davranışlarına göre ürün ve hizmetler sunulmaktadır. Katılım finans kuruluşları, Neo Bank olarak adlandırılan ve sadece dijital ortamda hizmet veren bankalar kurarak hizmet ağlarını büyük ölçüde genişletme potansiyeline sahiptir. Özellikle de finansal erişimin fiziki yollarla zor olduğu müşteri kitlesine ve KOBİ'lere neo bank uygulamalarının katılım finansın etki ve bilinirliğini büyük ölçüde artırması tahmin edilmektedir (TKBB). Grafik 5'te 2020-2024 arasındaki yıllara ilişkin mobil bankacılık müşteri sayıları gösterilmiştir. Buna göre 2020 yılsonu itibariyle 2,7 milyon olan

mobil bankacılık müşteri sayısı 2024 yılsonunda iki kattan fazla artarak 5,7 milyon kişiye ulaşmıştır.

Grafik 5. Katılım Bankalarının Mobil Bankacılık Müşteri Sayısı



Kaynak: TKBB

2. Literatür Taraması

Dijital dönüşümün ön sıralarında yer alan bankacılık sektörü, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeleri yakından takip etmektedir (Khatoun vd., 2020). Bu bağlamda bankacılık sektörü içindeki yeri ve önemi giderek artan katılım bankalarının finansal performansı üzerinde dijitalleşmenin yansımalarını araştıran yerli ve yabancı çalışmalar aşağıda yer almaktadır.

Hernando ve Nieto (2007) İspanya’da faaliyet gösteren 72 ticari bankaya ilişkin verileri 1944-2002 arasındaki dönemler için incelemiştir. Regresyon analizi ile verileri inceleyen yazarlar çalışma sonucunda banka karlılığı üzerinde dijitalleşmenin önemli bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Ezie vd. (2013) Nijerya’da elektronik bankacılığın bankaların finansal performansına etkisini 2009Q1-2023Q1 dönemi için incelemiştir. DOLS tekniğini kullanan yazarlar çalışma sonucunda elektronik bankacılığın karlılık üzerinde pozitif yönlü etkisini tespit etmişlerdir.

Tunay vd. (2015) Avrupa ülkeleri örneklemini üzerinde internet bankacılığı ile banka performansı arasındaki etkileşimi incelemiştir. 30 Avrupa ülkesine ait verileri Demitrescu-Hurlin nedensellik testi ile analiz eden yazarlar, çalışma sonucunda internet bankacılığı ile banka performansı arasında anlamlı bir ilişki ortaya koymuşlardır.

Owusu vd. (2020) Gana'daki 20 banka örneklemini kullanarak finansal performans üzerinde dijitalleşmenin etkisini incelemiştir. Veri zarflama tekniğini kullanan yazarlar çalışma sonucunda dijitalleşmeyi benimseyen bankaların daha iyi bir finansal performans sergilediğini saptamışlardır.

Stefanoviç vd. (2021) Sırbistan bankacılık sektörünün finansal performansı üzerinde dijitalleşmenin rolünü incelemiştir. 2011-2020 arasındaki dönemleri analiz eden yazarlar, banka performansı ile dijitalleşme arasında bir ilişki tespit etmişlerdir.

Chhaidar vd. (2022) finansal teknoloji yatırımlarının Avrupa'daki bankaların karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Yazarlar, 2010-2019 arasındaki dönemlere ait verileri FMOLS tekniği ile analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, dijital yatırımlar ile karlılık arasında olumlu yönde bir etkileşim tespit etmişlerdir.

Do vd. (2022) Vietnam'daki 13 bankanın finansal performansı üzerinde dijitalleşmenin etkisini incelemiştir. 2011-2019 arasındaki dönemleri GMM analizi ile inceleyen yazarlar çalışma sonucunda, dijital dönüşümün banka performansı üzerinde olumlu etkisini saptamışlardır.

İslamoğlu ve Bayrak (2022) dijital bankacılık ürünlerinin banka sektörü büyüme performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Zaman serisi analiz yöntemlerinden faydalanan yazarlar çalışma sonucunda dijital bankacılık hizmetlerinin banka performansını pozitif yönde etkilediğini saptamışlardır.

Ergün (2023) dijitalleşme ile bankacılık karlılığı arasındaki etkileşimi 2011Q1-2023Q1 dönemi için ARDL analiz tekniğini kullanarak incelemiştir. Çalışma sonucunda yazar, mevduat bankacılığı ile kalkınma ve yatırım bankacılığı karlılığı üzerinde dijitalleşmenin pozitif yönlü etkisini tespit etmiştir.

Nguyen vd. (2023) Vietnam'daki dijitalleşmenin bankaların karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Yazarlar, 32 bankaya ilişkin 2010-2021 arasındaki dönemlere ait verileri regresyon yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, dijitalleşmenin banka karlılığı üzerindeki olumlu etkisini saptamışlardır.

Shaikh ve Anwar (2023) Hindistan bankacılık sektörünün finansal performansı ile dijital banka işlemleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2011-2020 arasındaki dönemleri panel veri analizi ile test eden yazarlar çalışma sonucunda, dijitalleşme ile banka performansı arasında bir etkileşim tespit etmişlerdir.

Aziz vd. (2024) gelişmekte olan ülkeler örnekleminde dijital finansal erişimin banka karlılığı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yazarlar, 111 bankaya ilişkin 2016-2020 arasındaki verileri GMM ve temel bileşen analizi ile test etmişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, dijital finansal erişimin bankaların finansal performansı üzerinde pozitif yönlü bir yansıması olduğunu belirtmişlerdir.

Sayari (2024) Suudi Arabistan bankacılık sektöründe dijitalleşmenin karlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. Yazar, 2013-2022 arasındaki dönemlere ait verileri regresyon modeli ile analiz etmiştir. Çalışma sonucunda yazar, dijitalleşmenin katılım bankalarının aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı üzerinde pozitif yönlü bir etkisini saptamıştır.

Sezal vd. (2024) Türkiye bankacılık sektöründeki dijitalleşmenin banka karlılığı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2010Q1 ile 2024Q4 arası için ARDL ve Toda-Yamamoto testlerini kullanan yazarlar, çalışma sonucunda dijitalleşme ile karlılık arasında pozitif bir ilişki saptamışlardır.

Literatürdeki çalışmalar değerlendirildiğinde dijitalleşme ile bankaların finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların genel olarak bankacılık sektörünü bir bütün olarak dikkate aldığı görülmektedir. Ancak katılım bankalarını dikkate alan çalışmaların ise oldukça kısıtlı kaldığı dikkat çekmektedir. Özellikle Türkiye bağlamında katılım bankalarının finansal performansı ile dijitalleşme etkileşimini ele alan çalışmaya rastlanmamıştır. Bu yönüyle çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

3. Yöntem

Çalışmanın yöntemi iki kısımda ele alınmıştır. İlk olarak veri ve modele değinilmiştir. Ardından analiz yöntemi olan en küçük kareler açıklanmıştır.

3.1. Veri ve Model

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren katılım bankalarının (Albaraka Türk, Kuveyt Türk, Türkiye Finans, Emlak Katılım, Vakıf Katılım ve Ziraat Katılım) finansal performansı üzerinde dijitalleşmenin etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Katılım bankalarının 2020Q1-2024Q4 arasındaki 20 çeyrek döneme ait verilerinden faydalanılmıştır. Finansal performans göstergesi olarak aktif karlılık oranı ile öz sermaye karlılığı oranı kullanılmıştır. Dijitalleşme göstergesi ise mobil bankacılık işlem hacmi ile mobil bankacılık işlem adedi ile temsil edilmiştir. Tüm değişkenlere ait verilere Türkiye Katılım Bankaları Birliği veri tabanından erişilmiştir.

Bu çalışmada bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı ve öz sermaye karlılığı oranı (Stefanovic vd., 2021; Katsiampa vd., 2021; Shaikh ve Anwar, 2022); açıklayıcı değişkenler olarak da mobil bankacılık işlem hacmi ve mobil bankacılık işlem adedi (Boateng, 2020; Ergün, 2023) kullanılmıştır. Aktif karlılık ile öz sermaye karlılığı oran olarak (yüzde), mobil bankacılık işlem hacmi tutar olarak (TL) ve mobil bankacılık işlem sayısı ise adet olarak ele alınmıştır. Tüm değişkenlerin ölçüm birimleri, sembolleri ve veri kaynakları Tablo 1’de sunulmuştur. Heterojenlik ve aykırı değer sorunlarını gidermek için tüm değişkenlerin logaritması alınmıştır (Zhang ve Khan, 2024).

Tablo 1. Değişkenler, Logaritmik Sembolleri, Birimleri ve Veri Kaynakları

Değişken	Türü	Sembol	Tanım	Kaynak
Aktif Karlılık	Bağımlı	LNROA	Katılım bankacılığı sektörü net karının toplam aktiflere oranı (yüzde)	TKBB
Öz Sermaye Karlılığı	Bağımlı	LNROE	Katılım bankacılığı sektörü net karının öz sermayeye oranı (yüzde)	TKBB
Mobil Bankacılık İşlem Hacmi	Bağımsız	LNMBIH	Mobil bankacılık toplam işlem hacmi (TL)	TKBB
Mobil Bankacılık İşlem Adedi	Bağımsız	LNMBIA	Mobil bankacılık toplam işlem sayısı (Adet)	TKBB

Çalışmada Türkiye katılım bankacılığı sektöründeki dijitalleşmenin finansal performansa yansımaları analiz etmek için denklem 1 ve denklem 2’de gösterilen iki modele ilişkin iktisadi fonksiyon oluşturulmuştur.

$$ROA_t = f(MBIH_t, MBIA_t) \quad (1)$$

$$ROE_t = f(MBIH_t, MBIA_t) \quad (2)$$

Burada ROA_t t zamanındaki aktif karlılık oranıdır. ROE_t ise t zamanındaki öz sermaye karlılığıdır. $MBIH_t$ t zamanında mobil bankacılık işlem hacmidir. $MBIA_t$ ise t zamanında mobil bankacılık işlem adedidir. Modellerin ampirik formları denklem 3 ve denklem 4’te gösterilmiştir.

$$ROA_t = \delta_0 + \delta_1 MBIH_t + \delta_2 MBIA_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$ROE_t = \delta_0 + \delta_1 MBIH_t + \delta_2 MBIA_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

Burada δ_0 ve ε_t sırasıyla kesme ve hata terimini gösterir. Ayrıca, δ_1 ve δ_2 katsayıları temsil etmektedir. Ayrıca, denklem 5 ve denklem 6’da logaritmik yapılandırılmış form gösterilmiştir.

$$LNROA_t = \delta_0 + \delta_1 LNMBIH_t + \delta_2 LNMBIA_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$LNROE_t = \delta_0 + \delta_1 LNMBIH_t + \delta_2 LNMBIA_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

Burada LN serilerin doğal logaritmik formlarını ve t analiz edilen zamanı (2020Q1-2024Q4) temsil etmektedir.

3.2. En Küçük Kareler

Ampirik çalışmada analiz tekniği olarak en küçük kareler yönteminden faydalanılmıştır. Regresyon modellerinin tahmin edilmesinde en çok kullanılan yöntemlerin başında en küçük kareler gelmektedir. Bu yöntem bağımlı değişkenin gerçek değeri ile tahmini değeri arasındaki farkın kareleri toplamını minimum yapmaya çalışan bir yöntemdir. En küçük kareler yönteminin temel varsayımları şu şekildedir (Yerdelen-Tatoğlu, 2023):

- Regresyon modelinin parametrelerine göre doğrusal olması ve örneklerin ana kütlede tesadüfi olarak çekilmesi,
- X matrisinin stokastik olmaması,
- Tam çoklu doğrusal bağlantı, heteroskedastisite ve otokorelasyon olmaması,
- Model kurma hatası bulunmaması ve hata terimlerinin normal dağılmasıdır.

4. Bulgular

Tablo 2’de bu çalışmadaki değişkenlere ilişkin ortalama, medyan, sınır değerler, standart sapmalar, çarpıklık, basıklık değerleri ile korelasyon matrisi yer almaktadır. Analiz edilen her bir değişkenin 2020Q1’den 2024Q4’e kadar olan verilerine ait 20 gözlem vardır. Tablo 2’deki istatistiklere göre katılım bankacılığı sektörü aktif karlılık (ROA) ortalaması %1.14 öz sermaye karlılığı (ROE) ortalaması %16.5 mobil bankacılık işlem hacmi ortalaması 1.52 trilyon ₺ mobil bankacılık işlem adedi ortalaması ise 103 milyon adettir. Ayrıca, Tabloda yer alan korelasyon matrisi sonuçlarına göre ROA ile MBIH ve MBIA arasında sırasıyla %68 ve %56 oranında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ROE ile MBIH ile MBIA arasında sırasıyla %60.6 ve %58.9 oranında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Tablo 2. Özet İstatistikler

Değişkenler	ROA	ROE	MBIH	MBIA
Ortalama	0.011426	0.165363	1.52E+12	1.03E+08
Medyan	0.008063	0.142615	8.62E+11	1.07E+08
Maksimum	0.026092	0.369924	5.86E+12	1.48E+08
Minimum	0.002043	0.030877	1.18E+08	44201064
Std. Sap.	0.007524	0.103173	1.55E+12	27537020
Çarpıklık	0.568245	0.552936	1.404561	-0.613158
Basıklık	2.073471	2.222833	4.274899	2.957179
Jarque-Bera	1.791720	1.522450	7.930449	1.254737
Gözlem Sayısı	20	20	20	20
ROA	1.000000			
ROE		1.000000		
MBIH	0.682550*** (0.0009)	0.606670*** (0.0046)	1.000000	
MBIA	0.563596*** (0.0097)	0.589403*** (0.0062)	0.356474 (0.1229)	1.000000
***: %1 (Parantez içi değerler olasılık değerlerini göstermektedir.)				

Tablo 3'te birinci araştırma modelinin en küçük kareler analizi sonuçları ile analiz için gerekli olan ön test çıktıları yer almaktadır. Ön test sonuçlarına göre bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu (ortalama VIF=1.03<5) bulunmamaktadır. Ayrıca modelde heteroskedastisite (Breush-Pagan p değeri=0.9350) yoktur. Modelin otokorelasyon sınaması için Durbin-Watson değerleri incelenmiştir. Bu değer 1.180 olarak hesaplanmış olup modelin otokorelasyon sorunu içerdiği saptanmıştır. Dolayısıyla model dirençli tahminci ile analiz edilmiştir. Dirençli en küçük kareler tahminci sonuçlarına göre LNMBIH, LNROA'yı %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile LNMBIH'deki %1'lik bir artış LNROA'yı %0.116 oranında artırmaktadır. Öte yandan LNMBIA, LNROA'yı %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile LNMBIA'daki %1'lik bir artış LNROA'yı %1.347 oranında artırdığı saptanmıştır. Dirençli tahmincinin genel açıklayıcı düzeyi %52.35 olup F istatistiği olasılık değerine göre model %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3. Birinci Araştırma Modeli Analiz Sonuçları (Dirençli En Küçük Kareler)

LNROA (Bağımlı Değişken)	Katsayı	Robust Std. Hata	t	Olasılık	VIF	[%95 Güven Aralığı]	
LNMBIH	0.1165411**	0.0433911	2.69	0.016	1.03	0.0249938	0.2080884
LNMBIA	1.347335***	0.2681321	5.02	0.000	1.03	0.7816253	1.913044
Sabit Terim	-14.1912***	2.117921	-6.70	0.000		-18.65962	-9.722779
R ²	0.5235						
F istatistiği	19.15***			0.000			
Durbin- Watson	1.180511						
Breush-Pagan	0.01			0.9350			
Jarque-Bera	2.033			0.3619			
Ortalama VIF	1.03						
***: %1 ve **: %5'te anlamlı							

Tablo 4'te ikinci araştırma modeline ilişkin analiz sonuçları gösterilmiştir. Ön test sonuçlarına göre bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu (ortalama VIF=1.03<5) yoktur. Ayrıca modelin heteroskedastisite (Breush-Pagan p değeri=0.740) sorunu bulunmamaktadır. Modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını incelemek için Durbin-Watson değeri hesaplanmıştır. Bu değer 1.426 olduğu görülmektedir. Dolayısıyla modelde otokorelasyon sorununun varlığı belirlenmiştir. Bu nedenle dirençli tahminci ile model analiz edilmiştir. Dirençli en küçük kareler tahminci sonuçlarına göre LNMBIH, LNROE'yi %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile LNMBIH'deki %1'lik bir artış LNROE'yi %0.112 oranında artırmaktadır. Öte yandan LNMBIA, LNROE'yi %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile LNMBIA'daki %1'lik bir artış LNROE'yi %1.377 oranında artırdığı ortaya koyulmuştur. Dirençli tahmincinin genel açıklayıcı düzeyi %55.95 olup F istatistiği olasılık değerine göre model %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 4. İkinci Araştırma Modeli Analiz Sonuçları (Dirençli En Küçük Kareler)

LNROE (Bağımlı Değişken)	Katsayı	Robust Std. Hata	t	Olasılık	VIF	[%95 Güven Aralığı]	
LNMBIH	0.1120975***	0.0326099	3.44	0.003	1.03	0.432966	0.1808983
LNMBIA	1.377313***	0.2664573	5.17	0.000	1.03	0.8151372	1.0939489
Sabit Terim	-13.20949***	2.156417	-6.13	0.000		-17.75914	-8.659851
R ²	0.5595						
F istatistiği	20.13***			0.000			
Durbin- Watson	1.426386						
Breusch-Pagan	0.11			0.740			
Jarque-Bera	2.18			0.336			
Ortalama VIF	1.03						

***: %1'de anlamlı

5. Sonuç

Bankacılık sektöründeki teknolojik değişim ve dönüşüm 2008 finansal krizle birlikte finansal teknolojinin gelişimiyle başlamıştır. Ödemeler, varlık yönetimi, kitle fonlaması, kredi ve borç verme işlemleri, sermaye piyasası ve sigorta gibi çeşitli hizmetler finansal teknolojiyle birlikte dijital dönüşüm sürecine girmiştir. Dijitalleşme özellikle bankacılık sektöründe manuel işlemleri otomatik işlemlere dönüştürmekle kalmaz aynı zamanda maliyetleri düşürür, bilgi transferini basitleştirir ve işlem hızını artırmaktadır. Bu kapsamda çalışmada, dijitalleşmenin katılım bankacılığı sektörü finansal performansı üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bağımlı değişkeni aktif karlılık ve öz sermaye oranı olan iki adet araştırma modeli kurulmuştur. Bu modellerde dijitalleşme göstergesi olarak mobil bankacılık işlem hacmi ve mobil bankacılık işlem adedi bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Dirençli en küçük kareler analiz yöntemi kullanılarak 2020Q1'den 2024Q4'e kadar olan değişkenlere ait veriler analiz edilmiştir. Analizde otokorelasyon, çoklu doğrusal bağlantı, normal dağılım ve heteroskedastisite olmak üzere dört temel ön test kullanılmıştır. Her iki modelde çoklu doğrusal bağlantı ve heteroskedastisite sorunu bulunmadığı ve verilerin normal dağılıma uygun olduğu tespit edilmiştir. Ancak, her iki modelin de otokorelasyon sorunu içerdiği saptanmıştır. Bu nedenle otokorelasyona karşı daha tutarlı sonuçlar veren dirençli en küçük kareler tekniği uygulanmıştır.

Ampirik çalışma sonucunda dijitalleşme göstergelerinden mobil bankacılık işlem hacmi ile katılım bankalarının aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak

%5 önem düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Mobil bankacılık işlem hacminde %1 oranındaki bir artış aktif karlılığı %0.11 oranında artırmaktadır. Ayrıca, mobil bankacılık işlem adedi ile aktif karlılık oranı arasında %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Mobil bankacılık işlem adedindeki %1'lik bir artış aktif karlılık oranını %1.34 oranında artırdığı belirlenmiştir. Çalışmanın ampirik sonuçları literatürdeki çalışmaların (Ezie vd. 2013; Owusu vd. 2020; Chhaidar vd. 2022; Nguyen vd. 2023; Sayari 2024) bulguları ile aynı yöndedir.

Sonuç olarak, dijitalleşmenin katılım bankalarının finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak pozitif yönlü bir yansıması ortaya konulmuştur. 2024 yılı sonu itibariyle 2.6 trilyon TL aktif büyüklüğü ve %8.14 sektör payı ile katılım bankacılığı sektörü büyümeye ve gelişmeye devam etmektedir. Ayrıca sektörün önemli finansal performans göstergeleri arasında yer alan net kar 35.8 milyar TL düzeyindedir. Sektörün karlılığında dijitalleşme süreçlerinin önemli bir yere sahip olduğu söylenebilir. Özellikle pandemi sonrası dönemde Türkiye bankacılık sektöründe ilk dijital banka olan Hayat finans, katılım bankacılığı alanında faaliyete başlamıştır. Dolayısıyla katılım bankaları da geleneksel bankalar gibi dijitalleşme süreci konusunda önemli yatırımlar yapmaya başlamıştır. Katılım bankalarının sektördeki pazar payını artırması, karlılığını artırması, maliyetleri düşürmesi ve İslami prensiplere uygun işlemleri hızlandırması amacıyla dijitalleşme önemli bir fırsat teşkil etmektedir. Dijitalleşme sürecinin esas itibariyle Covid-19 pandemi döneminde ivmelendiği söylenebilir. Pandemiyle birlikte bankacılık şube ve ofis yapılarındaki değişimler, bankacılık sektörünün dijital hizmetlere geçişini hızlandırmıştır. Örneğin dijitalleşme ile banka müşterilerinin ihtiyaç duyduğu çağrı merkezi, video konferans ve sanal asistanlar gibi çeşitli hizmetler devreye girmiştir. Dijital bankacılığın teşvik edilmesi ve sürdürülmesinde dijital erişim ve dijital okuryazarlığın yaygın hale getirilmesi gerekmektedir. Ayrıca dijitalleşmeyle birlikte yapay zekâ, göz tarama teknolojisi ile şifre kullanmadan hızlı ve güvenli giriş yapabilme, QR kod ile hızlı para çekme işlemleri gibi özellikler daha da geliştirilerek banka müşterilerinin memnuniyeti artırılabilir. Bu çalışmada kullanılan verilerin uzun dönem ilişkisi veri kısıtı nedeniyle incelenememiştir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda dijitalleşme ile katılım bankalarının finansal performansı arasındaki uzun dönem ilişki araştırılabilir.

Kaynakça

- Aziz, S.A., Razak, L.A., Slesman, L.Y., & Abduh, M. (2024). The Impact of Digital Financial Inclusion on Bank Profitability: Evidence from Developing Countries. *Journal of Theoretical and Applied Management*, 17(2), 203-215.
- Boateng, K. (2020). The Impact of Digital Banking on The Profitability of Deposit Money Banks: Evidence from Ghana. *International Journal of Research in Finance and Management*, 3(1), 144-150.
- Calandra, D., Lanzalonga, F., & Biancone, P.P. (2024). Exploring IFRS in Islamic Finance: A Bibliometric and Coding Analysis of Emerging Topics And Perspectives. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 17(4), 711-729.
- Chhaidar, A., Abdelhedi, M., & Abdelkafi, I. (2022). The Effect of Financial Technology Investment Level on European Banks' Profitability. *Journal of the Knowledge Economy*, 14, 2959-2981.
- Dasgupta, S., & Gupta, B. (2019). Espoused Organizational Culture Values As Antecedents of Internet Technology Adoption in An Emerging Economy. *Information & Management*, 56(6), 103142.
- Do, T.D., Pham, H.A.T., Thalassinos, E.I., & Le, H.A. (2022). The Impact of Digital Transformation on Performance: Evidence from Vietnamese Commercial Banks. *Journal of Risk and Financial Management*, 15, 1-15.
- Ergün, T. (2023). Dijitalleşme İle Bankacılık Kalırlılığı Arasındaki Etkileşim: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 34, 206-227.
- Ezie, O., Musa, I.C., & Joshua, J.D. (2023). Impact of Electronic Banking on Deposit Money Banks Performance in Nigeria: Evidence from Dynamic Ordinary Least Squares Technique. *Journal of Economics, Management and Trade*, 29(10), 12-26.
- Ganguli, S., & Roy, S. K. (2011). Generic Technology-Based Service Quality Dimensions in Banking Impact on Customer Satisfaction and Loyalty. *International Journal of Bank Marketing*, 29(2), 168-189.
- Güneysu, Y., & Ergün, T. (2024). Dijital Finansın Bankacılık Sektörü İstikrarına Etkisi: Avrupa ve Orta Asya Ülkeleri (ECA) Örneği. *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 10(2), 365-382.
- Hernando, I., & Nieto, M. (2007). Is The Internet Delivery Channel Changing Banks' Performance? The Case of Spanish Banks. *Journal of Banking & Finance*, 31(4), 1083-1099.
- İslamoğlu, M., & Bayrak, M. (2022). Dijital Bankacılık Ürünlerinin Sektörün Büyüme Performansı Üzerindeki Etkileri. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(3), 403-416.

- Katsiampa, P., McGuinness, P.B., Serbera, J.P., & Zhao, K. (2022). The Financial and Prudential Performance of Chinese Banks and Fintech Lenders in The Era of Digitalization. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58, 1451-1503.
- Khan, I., Zakari, A., Zhang, J., Dagar, V., & Singh, S. (2022). A Study of Trilemma Energy Balance, Clean Energy Transitions, And Economic Expansion in The Midst of Environmental Sustainability: New Insights from Three Trilemma Leadership. *Energy*, 248, 123619.
- Khatoon, S., Zhengliang, X., & Hussain, H. (2020). The Mediating Effect of Customer Satisfaction on the Relationship Between Electronic Banking Service Quality and Customer Purchase Intention: Evidence From the Qatar Banking Sector. *Sage Open*, 1-12.
- Nguyen, Q.T.T., Ho, L.T.H., Nguyen, D.T. (2023). Digitalization and Bank Profitability: Evidence from An Emerging Country. *International Journal of Bank Marketing*, 41(7), 1847-1871.
- Owusu K. K., Osei-Wusu, E.E., & Amanor, K. (2020). Exploring The Effect of Online Banking on Bank Performance Using Data Envelopment Analysis. *Benchmarking: An International Journal*, 27(1), 137-165.
- Saengchai, S., & Jemsittiparsert, K. (2019). Coping Strategy to Counter the Challenges towards Implementation of Industry 4.0 in Thailand: Role of Supply Chain Agility and Resilience. *International Journal of Supply Chain Management*, 8(5), 733-744.
- Sahu, K.C., & Kavita, J. (2020). A Nonparametric Approach to the Prioritization of Customers' Online Service Adoption Dimensions in Indian Banks. *Data Engineering and Communication Technology Conference Paper*, 205-221.
- Sezal, L., Yalçın, Ç.K., & Yenice, S. (2024). Does Digitalisation Have an Impact on Profitability? Evidence from the Turkish Banking Sector. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16(4), 2754-2765.
- Sayari, S. (2024). Driving Digital Transformation: Analyzing the Impact of Internet Banking on Profitability in the Saudi Arabian Banking Sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 17, 1-14.
- Shafii, Z., & Zakaria, N. (2013). Adoption of International Financial Reporting Standards and International Accounting Standards in Islamic Financial Institutions from The Practitioners' Viewpoint. *Middle East Journal of Scientific Research*,
- Shaikh, I. & Anwar, M.(2023). Digital Bank Transactions and Performance of the Indian Banking Sector. *Applied Economics*, 55(8), 839-852.
- Stefanovic, N., Barjaktarovic, L., Bataev, A. (2021). Digitainability and Financial Performance: Evidence from the Serbian Banking Sector. *Sustainability*, 13(23), 13461.

- Tunay, K.B., Tunay, N., & Akhisar, İ. (2015). Interaction Between Internet Banking and Bank Performance: The Case of Europe. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 363-368.
- Unal, I.B., & Aysan, A.F. (2022). Fintech, Digitalization, and Blockchain in Islamic Finance: Retrospective Investigation. *FinTech*, 1(4), 388-398.
- Vial, G. (2019). Understanding Digital Transformation: A review and A Research Agenda. *The Journal of Strategic Information Systems*, 28, 118-44.
- Yerdelen-Tatoğlu, F. (2020). Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı, İstanbul: Beta.
- Yip, A.W.H., & Bocken, N.M.P. (2018). Sustainable Business Model Archetypes for the Banking Industry. *Journal of Cleaner Production*, 174, 150-169.
- Zhang, J., & Khan, I. (2024). Energy Use, Energy Access, and Oil Price Fluctuations as New Determinants of Environmental Quality in APEC countries. *Gondwana Research*, 132, 309-322.
- Zouari, G., & Abdelhedi, M. (2021). Customer Satisfaction in The Digital Era: Evidence from Islamic Banking. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 10(9), 1-18.

İnternet Kaynakları:

TKBB, <https://www.tkbb.org.tr/>

IFSB, <https://www.ifsb.org/>

ICD, <https://icd-ps.org/en/publications>

Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Modeli Kapsamında Bist Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki İşletmeler Üzerine Bir Araştırma

Serdal Atay¹

Oğuz Yusuf Atasel²

Özet

Bu çalışma, Borsa İstanbul (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan işletmelerin nakit akış profillerini “Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Modeli” kapsamında incelemektedir. Model, işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının yatırım ve finansman faaliyetleriyle nasıl dengelendiğini analiz ederek işletmelerin finansal durumlarını değerlendirmeye yönelik bir çerçeve sunmaktadır. Çalışmada, 2010-2023 yılları arasındaki finansal veriler değerlendirilmiş ve işletmelerin nakit akış desenleri sekiz farklı model çerçevesinde kategorize edilmiştir. Bulgular, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan işletmelerin büyük bir bölümünün “Başarılı İşletme” modeline uyum sağladığını ve sürdürülebilir finansal yönetim uygulamalarına sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, bazı işletmelerin zaman içinde farklı nakit akış profillerine geçtiği ve finansal sıkıntı sinyalleri verdiği gözlemlenmiştir. Bu bağlamda, çalışmanın bulguları yatırımcılar, finansal analistler ve yöneticiler için önemli bilgiler sunmakta ve kurumsal yönetim ilkelerinin işletmelerin nakit akış dinamikleri üzerindeki etkisini vurgulamaktadır.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Trabzon Üniversitesi, Vakfıkebir Meslek Yüksekokulu, serdalatay@outlook.com, <https://orcid.org/0000-0003-4481-1860>

2 Doç. Dr., Trabzon Üniversitesi, SBE, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, oguzatasel@hotmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-1654-9850>

1. Giriş

Amerikan Muhasebe Standartları Kurulu tarafından 1971 yılında önce finansal durum değişim tablosu olarak yayımlanan sonrasında nakit akış tablosu olarak yeniden adlandırılan bu mali tablo, gelir tablosunu tamamlamak ve bir işletmenin finansal performansı hakkında nakit bağlamında daha ayrıntılı bir bakış açısı sunmak için oluşturulmuştur (Fridson ve Alvarez, 2002: 91). Nakit akışı, bir işletmenin hesap döneminde elde ettiği nakit girişleri ile yaptığı nakit çıkışları arasındaki farkı ifade etmektedir. İşletmelerde nakit akışı likidite ve ödeme gücü, yatırım, borç yönetimi ayrıca stratejik kararlar ve planlamayı etkilemektedir. Bu denli önemli kararlara dayanak oluşturan nakit akış tablosunun amacı, ardışık iki dönem arasındaki nakit ve nakde eşdeğer varlıklardaki değişimleri netleştirmek ayrıca bu farklılıkların sebeplerini ortaya koymaktır (Akdoğan ve Tenker, 2010: 358).

Nakit akış tabloları önemli bir finansal bilgi kaynağıdır ve bir işletmenin nakit yaratma ve etkin bir şekilde yönetme kabiliyeti hakkında önemli bilgiler sağladığı ifade edilebilir. Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS 1) tarafından belirlenen sunum kılavuzlarına uygun olarak, işletmeler tarafından gelir tablosu, bilanço, özkaynak değişim tablosu ve dipnotlar ile sunulmaktadır. Nakit akışlarının raporlanması Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS 7) tarafından işletme, yatırım ve finansman bölümleri kapsamında ele alınarak yönetilmektedir. Bu sınıflandırma, bir işletmenin nakit akışlarının daha detaylı bir şekilde analiz edilmesini sağlamaktadır. Daha dinamik sunuş sağlayan, likidite ve ödeme kapasitesi hakkında bilgisi veren, kolaylıkla manipüle edilemeyen (Azgın ve Başar, 2016: 783) nakit akış tablosu, bilgi asimetrisi şeklindeki piyasa kusurları ile dış finansman maliyetinin arttığı durumlar göz önüne alındığında, işletmelerin yatırım fırsatlarından yararlanmak için kullanabilecekleri, iç likit varlıkların belirlenmesinde önemli bir rol oynadığı ifade edilebilir. Bununla birlikte Keynes (1936: 196), *“gerçekten ihtiyaç duyulduğu anda zorlanmadan elde edilebiliyorsa, atıl nakit tutmaya gerek olmadığını”* belirtmektedir. Başka bir deyişle, işletme likiditesi, işletmelerin dış finansal piyasalar yoluyla kolayca fon sağlayamadığı durumlarda önemli olduğu belirtilmektedir (Khurana, & Pereira, 2006). İşletme nakit akışının kaynaklarını ve buna yol açan finansal olayları inceleyen Gup ve arkadaşları (1993) tarafından önerilen *“Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi”*, işletmelerin nakit akış tablosu bağlamında finansal bilgilerinin tahmin edilmesinde tamamlayıcı bir rol oynamaktadır. Bu modelde nakit akış tablosunda yer alan finansman, yatırım ve işletme faaliyetleri kapsamında veriler incelenerek nakit giriş ve çıkışlarının oluşumuna, olumlu ve olumsuz sonuçlarına göre 8 farklı gruba ayrılmaktadır. Bu model, finansal analistlere nakit akış tablosundaki bilgileri yorumlamada

daha geniş bir perspektif sağlamaktadır. Bu da modeli bir işletmenin finansal verilerinin diğer analitik yöntemlerle birlikte değerlendirilmesinde değerli bir araç haline getirmektedir (Aktaş, Karğın ve Karğın, 2012: 105). Bu çalışma kapsamında Gup vd. (1993)'inden yararlanılarak nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki işletmeler üzerinde incelenmiştir. Çalışmanın bundan sonraki başlıklarında literatür taramasına, araştırma, bulgular ve sonuç kısmına yer verilmiştir.

2. Literatür Taraması

İşletmelerin nakit akış profillerinin incelenmesine yönelik ulusal ve uluslararası literatür aşağıda yer verilmiştir.

Bruwer ve Hamman (2005) tarafından yapılan çalışmada, Güney Afrika Johannesburg Borsasında işlem gören halka açık sanayi işletmelerinin nakit akış profillerini, tek bir mali dönemin yanı sıra sırasıyla 1993-1996 ve 2002 yıllarında üç aylık dönemleri kapsamında "*nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemi*" ile analiz edilmiştir. Çalışma örnekleminde yer alan işletmelerin nakit akışları kapsamında *Model 2* profiline daha fazla yakın olduğu ayrıca işletmelerin olgunluk yaşam sürecinde buldukları tespit edilmiştir.

Dickinson (2011: 1972) tarafından yapılan çalışmada, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1989-2005 yılları arası faaliyet gösteren, bir milyon doların üzerinde piyasa değeri bulunan halka açık işletmeler nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli yöntemiyle yaşam döngülerinin belirlenmesi amacıyla incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda nakit akış modellerinin kullanımının kârlılık, büyüklük, yaş gibi tek değişkenli işletme yaşam döngüsü sınıflaması ile belirlenen yanlış sınıflamanın önüne geçebileceği belirtilmiştir. Ayrıca nakit akış modeli kanıtlarının, diğer yaşam döngüsü kanıtlarından daha iyi performans gösterdiği ve gelecekteki kârlılığı daha iyi açıkladığı ifade edilmiştir.

Kordestani vd. (2011: 279) tarafından yapılan çalışmada, 1995-2008 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören işletmelerin nakit akış tabloları, finansal sıkıntı ve iflas risklerinin önceden tahmin edilebilmesi için incelenmiştir. Çalışma sonucunda, *model 2*, *model 5*, *model 6* ve *model 8* ile işletmelerin gelecekte yaşayabilecekleri finansal sıkıntılar arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Karğın ve Aktaş (2011: 5) tarafından yapılan çalışmada, inşaat sektöründe halka açık olarak faaliyet gösteren bir işletmenin, 2006-2010 yıllarına ait "TMS 7- Nakit Akış Tablosu" standardına göre düzenlenmiş nakit akış tabloları, "*karşılaştırmalı tablolar analizi*", "*trend analizi*", "*vasyo*

analizi” ve *“nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli”* yöntemleri ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda incelenen işletmenin genel olarak *Model 2* nakit akış profiline sahip olduğu; ayrıca nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modelinin diğer analiz tekniklerine kıyasla işletme hakkında daha ayrıntılı analiz sonuçlarının elde edilmesini sağladığı bulguları paylaşılmıştır.

Aktaş vd. (2012: 105) tarafından yapılan çalışmada, TMS 7'ye göre düzenlenmiş 176 işletmenin 2007-2010 yılları arasında hesap dönemleri sonucu sunulan nakit akış tabloları *“Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemine”* göre incelenmiştir. Araştırma sonucunda yıl, sektör ve aktif büyüklükleri temelinde incelenen işletmelerin nakit akışlarının *“Model 2: başarılı işletme”*, *“Model 4: büyüyen işletme”*, *“Model 6: hızlı büyüyen-geç işletme”* profilinde yoğunlaştığı bulgusu paylaşılmıştır.

Shamsudin ve Kamaluddin (2015: 768) tarafından yapılan çalışmada, finansal sıkıntı insidansı ile nakit akış örüntüleri arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya çıkarmak amacıyla Malezya’da faaliyet gösteren 124 halka açık işletmeden oluşan ve 2006-2013 yılları arası hesap dönemini kapsayan verilerden faydalanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, örneklem kapsamında incelenen nakit akış tablolarında işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının pozitif olduğu bulgusu paylaşılmıştır. Bununla birlikte işletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışlarının yatırım faaliyetleri ve borcun ifasında kullanılması durumunda işletmelerin finansal sıkıntı yaşamasının daha muhtemel olduğu araştırmacılar tarafından ifade edilmiştir.

Karadeniz (2017: 171) çalışmasında 207 borsaya kote konaklama işletmesinin (*Asya-Pasifik kıtasından 131, Avrupa kıtasından 51 ve Amerika kıtasından 25*) 2013-2014-2015 hesap döneminde paydaşlara sunulan nakit akış tablolarını *“Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemine”* kapsamında uluslararası olarak karşılaştırmalı bir şekilde incelemiştir. Araştırma sonucunda, incelenen konaklama işletmelerinin *“başarılı işletme, büyüyen işletme ve yeniden yapılanan işletme”* profillerinde yoğunlaştığı saptanmıştır.

Çalış vd. (2018: 296) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul’a kote olmuş Lokantalar ve Oteller sektöründe faaliyet gösteren MARTI işletmesi dışındaki konaklama işletmelerinin Z Skor modeli, rasyo analizi, *“nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemi”* ve oran analiziyle finansal durumlarındaki değişimler incelenmiştir. Çalışma sonucunda, incelenen işletmelerin ağırlıklı olarak başarılı işletme ve büyüyen işletme niteliğine sahip oldukları tespit edilmiştir.

Karadeniz vd. (2018: 142) tarafından yapılan çalışmada, 32 ülke borsasında kote olarak işlem gören 244 adet restoran işletmesinin 2011-2016 yılları arasında dönem sonu sunulan nakit akış tabloları “*Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemine*” göre incelenmiştir. Çalışma sonucunda, işletmelerin incelenen hesap dönemlerinin tamamında genellikle büyüyen ve başarılı işletme profiline sahip oldukları görülmektedir. Ayrıca, işletmelerinin yaşam döngüsünde olgunluk ve büyüme evresinde oldukları bulgusu paylaşılmıştır.

Başkan ve Dozen (2019: 3349) tarafından yapılan çalışmada, BIST 100 endeksine tabi 2009-2018 dönemlerini kapsayan 50 işletmenin nakit akış tabloları incelenmektedir. Model 2 profiline sahip işletmelerin; kâr kalitesi, varlık getirisi, öz kaynakların getirisi ve nakit akış likiditesi oranları arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma sonucunda işletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışları ile özkaynak getirileri ve işletmelerin varlıklardan sağladıkları nakit getirileri arasında anlamlı bir ilişki olduğu bulgusu paylaşılmıştır.

Beyazgül ve Karadeniz (2019: 606) tarafından yapılan çalışmada, 2013-2018 yılları arasındaki hesap döneminde Türkiye ve Avrupa’daki ulusal liglerde bulunan 29 futbol kulübünün nakit akış tabloları “*Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi*” ile analiz edilmiştir. Futbol kulüplerinin; *başarılı işletme, genç işletme ve büyüyen işletme* profiline sahip oldukları buna ilaveten Avrupa’daki futbol kulüplerinin işletme faaliyetlerinden pozitif nakit akışına sahip iken ülkemizdeki futbol kulüplerinin ise finansman faaliyetlerden pozitif nakit akışına sahip oldukları bulguları paylaşılmıştır.

Tüfekçi ve Karaca (2019: 160) tarafından yapılan çalışmada, 2010-2016 hesap dönemi arasında Fortune 500 listesinde yer alan ve en yüksek net satış hâsılatına sahip 100 işletmenin nakit akış tabloları “*Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi*” ve oran analizi ile incelenmiştir. İşletmelerin yoğunlukla *başarılı işletme* profiline sahip oldukları, ardından en çok görülen profilin ise *büyüyen işletme* olduğu bulgusu paylaşılmıştır.

Kablan ve Güvenli (2019: 237) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul XTRZM endeksinde işlem gören turizm işletmelerinin 2012-2016 hesap döneminde üçer aylık dönemler halinde nakit akış profillerini, nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yönteminden kullanılarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda, analize dahil edilen işletmelerin nakit akış profillerinin çoğunlukla *model 2, model 4 ve model 6* ile temsil edilen profillerden oluştuğu bulgusu paylaşılmıştır.

Yılmaz ve Cavlak (2020: 808) tarafından yapılan çalışmada, 2016, 2017 ve 2018 yıllarında BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 46 işletmenin yaşam döngüsü aşamasının tespiti için Gup vd. (1993) ile Bruwer ve Hamman (2005) nakit akış modelleri, bu işletmelerin finansal sıkıntı durumunu tespiti için ise Altman Z-Skoru (1968) modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; ilgili işletmelerin ağırlıklı olarak başarılı işletme (*Model 2*) yapısında finansal açıdan sıkıntılı olmayan işletmeler oldukları tespit edilmiştir. Araştırmada incelenen işletmelerde *Model 1 ve Model 7*ye rastlanılmamıştır.

Akdoğan vd. (2020:5) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul'da sermaye araçları işlem gören 13 sektör kolundan 444 işletme incelenmiştir. Araştırmacılar tarafından işletmelerin 2015-2019 hesap döneminde sunulan finansal tablo ve dipnotları incelenmesi sonucunda, işletme faaliyetlerinden sağlanan nakit girişlerinin yatırım faaliyetlerinde kullanıldığı, buna ilaveten işletmelerin finansman faaliyetlerinden ilk dört yılda nakit girişi sağlanmakla birlikte son yılda ise yüksek tutarda nakit çıkışlarının olduğu tespit edilmiştir.

Koçyiğit ve Tanç (2021: 139) tarafından yapılan bir çalışmada, BİST 100 kapsamında bankacılık ve sigortacılık sektörü dışındaki işletmelerin 2015-2019 hesap dönemine ait nakit akış tabloları “nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemleri” ile BİST 30; BİST 50 endeksleri kapsamında karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda her bir endeks kapsamındaki işletmelerin genellikle “başarılı işletme” profiline sahip oldukları görülmüştür.

Koçyiğit vd. (2021: 1165) tarafından yapılan çalışmada Borsa İstanbul'a kote özel bir sağlık grubunun 2017-2019 hesap dönemine ait nakit akış tabloları Gup vd. (1993) tarafından geliştirilen “nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemi” ve oran analizleri ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda işletmenin 2017 ve 2018 hesap döneminde *Model 6 “hızlı büyüyen genç işletme”*, 2019 hesap döneminde *Model 4 “büyüyen genç işletme”* profili sergilediği; uygulanan nakit akış oranlarının da bu modeller tarafından desteklendiği görülmüştür.

Şanlıtürk ve Yılmaz (2022: 2361) tarafından yapılan çalışmada, Gup vd. (1993) tarafından geliştirilen “Nakit Akımlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemine” göre 2017-2021 hesap döneminde BİST 100'de işlem gören turizm sektöründe yer alana 7 işletmesinin nakit akım tabloları incelenmiştir. Çalışma sonucunda daha çok başarılı işletme, gerileyen yeniden yapılanan işletme ve büyüyen işletme profilleri kapsamında nakit akışları tespit edilmiş ve ayrıca *Model 1 (+, +, +) ve Model 5 (-, +, +)* profili kapsamında yer alan işletmeye rastlanılmamıştır.

Aldemir ve Karaca (2022: 60) çalışmalarında işletme performansı üzerine nakit akış oranlarının etkisini ortaya koymak amacıyla Fortune 500'de yer alan 50 Türk işletmesinin 2010-2020 yıllarına ait nakit akış tablolarını “nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemi” ile analize tabi tutarak ardından panel lojistik regresyon uygulamıştır. Analiz kapsamında yer alan işletmelerin çoğunluğunun model 2 profili ile uyumlu oldukları tespit edilmiştir.

Satır ve Kısakürek (2022: 35) tarafından yapılan çalışmada, imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren sermaye araçları Borsa İstanbul'da işlem gören 70 işletmenin 2012-2021 hesap dönemine ait nakit akış tablosu verileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda, işletmelerin başarılı işletme niteliğine sahip model 2, büyüyen işletme niteliğine sahip model 4 ve genç işletme niteliğine sahip model 6 ile temsil edilen profiller kapsamında yer aldığı bulgusu paylaşılmıştır.

Kısakürek ve Tüfekçi (2022: 246) tarafından yapılan çalışmada, ekonomik krizi dikkate alınarak işletmelerin nakit akış profilleri ve sektör bazında performans sıralamaları karşılaştırılmıştır. “*Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi*” ve “TOPSIS” yöntemi ile Borsa İstanbul'da yer alan “*Metal Eşya Makine Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları*” ve “*Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri*” sektörlerinde işlem gören 22 işletmenin 1998-2002 yılları arasında paydaşlara sunulan mali tabloları (*finansal durum tablosu, kâr zarar tablosu ve nakit akış tabloları*) incelenmiştir. Çalışma sonucunda, iki sektörde de en başarılı işletmelerin model 4 (*Büyüyen İşletme*) profili kapsamında nakit akışlarının gerçekleştiği bulgusu paylaşılmıştır.

Özevin ve Yücel (2023: 332) tarafından yapılan çalışmada, yaygın işletme tiplerinin tespit edilmesi için G20 ülkeleri içerisinde yer alan Almanya, *Avustralya, Brezilya, Güney Afrika, Güney Kore, İngiltere, Suudi Arabistan ve Türkiye* menkul kıymet borsalarında işlem gören sermaye araçları bulunan işletmelerin nakit akış profilleri ülkelere, sektörlere ve yıllara göre karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. 2012-2022 hesap döneminde 5091 işletme tarafından sunulan nakit akış tabloları “*Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi*” ile analiz edilmiştir. Nakit akış tablosu analizi sonucu en sık görülen işletme profilinin *Model 6 (Giriş/Genç İşletme)* ve en az görülen profilin *Model 1 (Durgun İşletme)* olduğu tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda İngiltere ve Türkiye borsalarında kote olmuş işletmelerin büyük oranda bu genel görünümünden farklılık gösterdiği belirlenmiştir. *Model 2 (Başarılı İşletme)* profilinin Türkiye ve İngiltere'de çoğunlukla tespit edildiği bulgusu paylaşılmıştır.

Karadeniz ve Aydın (2023: 29) tarafından yapılan çalışmada, Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa, Asya-Pasifik ve Türkiye menkul kıymet

borsalarında sermaye araçları işlem gören uluslararası havayolu yolcu taşımacılığı işletmelerinin nakit akış profillerinin belirlenmesi amacıyla 2016-2021 yılları arasında sunulan nakit akış tabloları üzerinde nakit akışlarından sağlanan faaliyetler yöntemi uygulanarak nakit akış profilleri incelenmiştir. Çalışma sonucunda, havayolu şirketlerinin en fazla “*Başarılı İşletme*” nakit akış profiline, ikinci olarak “*Hızlı Büyüyen İşletme*” nakit akış profiline sahip oldukları belirlenmiştir. Analiz dönemi içerisinde nakit akışlarının yönü bakımından seçilen ülkeler arasında Türkiye’deki havayolu işletmelerinin yoğunlukla başarılı işletme, ABD’deki işletmelerin ise çoğunlukla büyüyen işletme modeline sahip oldukları bulgusu paylaşılmıştır.

Haberal (2024: 73) tarafından yapılan çalışmada, BIST 30’da yer alan işletmelerin (*finans sektörü dışında*) yüksek enflasyon koşullarının bulunduğu 2021 ve 2022 hesap döneminde sunulan nakit akış tabloları “*Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi*” ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda 2021 yılında işletmelerin yatırım yapmaya devam ettiği, işletme faaliyetlerinden net nakit fazlası sağladığı, yabancı paralı borçlarını ödeme politikası gütmüş olduğu bunlara ilaveten 2022 yılında ise işletmelerin borçlanarak finansman faaliyetlerinden net nakit girişi sağlamış olduğu tespit edilmiştir. Böylece işletmelerin, fiyat artışı karşısında dış finansman yoluna başvurarak yatırım faaliyetlerini devam ettiği, gelecek dönemlerdeki olası risklere karşı tedbir olarak dönem sonunda gerekli nakdi elde tutmaya özen gösterdikleri bulguları paylaşılmıştır.

Yukarıdaki literatür incelendiğinde Gup vd. (1993)’un çalışması temel alınarak nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli kapsamında birçok çalışma yapılmıştır. Ancak kurumsal yönetim açısından güçlü olan işletmelere yönelik başka bir ifadeyle BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki işletmelere yönelik konunun ele alınmadığı tespit edilmiştir. Literatürdeki bu boşluğu doldurmak adına çalışma kapsamında nakit akışlarının sağlandığı faaliyet modeli dikkate alınarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki işletmelerin nakit akış profilleri incelenmiştir. Çalışmanın bu yönüyle literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

3. Yöntem

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan işletmelerinin nakit akışlarının, nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli kapsamında incelenmesidir. Bu amaç doğrultusunda söz konusu işletmelerin 2010-2023 yılları arasındaki 51 işletmenin finansal verileri dikkate alınarak

analiz yapılmıştır. Söz konusu işletmelerin unvanları ve kodları Tablo 1’de paylaşılmıştır.

Tablo 1: Nakit Akışlarının Sağladığı Faaliyetler Modeli Kapsamında İncelenen İşletmelerin Unvanları ve Kodları

KOD	İŞLETME UNVANI	KOD	İŞLETME UNVANI
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SAN. A. Ş.	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
AGHOL	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A. Ş.	IHLAS	IHLAS HOLDİNG A.Ş.
AKENR	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİ A.Ş.	MGROS	MIGROS TİCARET A.Ş.
ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ANSGR	ANADOLU SİGORTA	PRKAB	TÜRK PRYSMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADEN. SAN.VE TIC. A.Ş.
AELS	AELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	SEKFK	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	TUPRS	TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	TURSG	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.
GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A. O
GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.	VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
		YUNSA	YUNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışma kapsamındaki işletmelerinin nakit akışları profilleri incelenirken, Gup vd. (1993)’un çalışmasında yer alan nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli kullanılmıştır. Gup vd. (1993) tarafından geliştirilen nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemine uygun olarak bu 8 işletme profili ve açıklamaları Tablo 2’de verilmiştir (Nurzhanova ve Başar, 2024: 226).

Tablo 2: Gup ve Diğerleri (1993) Tarafından Önerilen Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi ve Açıklamaları

Model	İşletme	Yatırım	Finansman	Açıklama
Model 1	+	+	+	İşletmenin tüm faaliyetlerden (işletme, yatırım ve finansman) pozitif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model genellikle geçici bir durumu yansıtmaktadır ve işletme nakit birikimi yapıyor olabileceği ifade edilebilir. (<i>Nadir İşletme</i>)
Model 2	+	-	-	İşletmenin işletme faaliyetlerinden pozitif, yatırım ve finansman faaliyetlerinden negatif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model, olgun ve başarılı işletmeleri temsil etmektedir. (<i>Başarılı İşletme</i>)
Model 3	+	+	-	İşletmenin işletme ve yatırım faaliyetlerinden pozitif, finansman faaliyetlerinden negatif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model, işletmenin varlık satışı yaparak borç ödediğini göstermektedir. (<i>Gerileyen, Yeniden Yapılanan İşletme</i>)
Model 4	+	-	+	İşletmenin işletme faaliyetlerinden pozitif, yatırım faaliyetlerinden negatif ve finansman faaliyetlerinden pozitif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model, büyüme aşamasındaki işletmeleri temsil etmektedir. (<i>Büyüyen İşletme</i>)
Model 5	-	+	+	İşletmenin işletme faaliyetlerinden negatif, yatırım ve finansman faaliyetlerinden pozitif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model, işletmenin geçici olarak zarar ettiğini ve varlık satışı veya borçlanma yoluyla nakit elde ettiğini göstermektedir. (<i>Küçülen İşletme</i>)
Model 6	-	-	+	İşletmenin işletme ve yatırım faaliyetlerinden negatif, finansman faaliyetlerinden pozitif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model, hızlı büyüyen ancak geçici olarak negatif nakit akışı yaşayan işletmeleri temsil etmektedir. (<i>Genç İşletme</i>)
Model 7	-	+	-	İşletmenin işletme faaliyetlerinden negatif, yatırım faaliyetlerinden pozitif ve finansman faaliyetlerinden negatif nakit akışı bulunmaktadır. Bu model, işletmenin varlık satışı yaparak borç ödediğini ve finansal sıkıntıda olabileceğini göstermektedir. (<i>Likit Sıkıntısı Yaşayan İşletme</i>)
Model 8	-	-	-	İşletmenin tüm faaliyetlerden (işletme, yatırım ve finansman) negatif nakit akışı var. Bu model, işletmenin ciddi finansal sıkıntıda olduğunu ve nakit rezervlerini tükettiğini gösterir. (<i>Nadir İşletme</i>)

4. Bulgular

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 2010-2023 yılları arasındaki verilerine eksiksiz olarak ulaşılan 51 işletmenin “nakit akışlarının sağlandığı faaliyet modeli” kapsamında incelenmesi sonucunda nakit akışları ile ilgili elde edilen bulgular Tablo 3'te yer verilmiştir.

Tablo 3: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan İşletmelerin Nakit Akışları

KODU	YIL	İşletme	Yatırım	Finansman	Model	KODU	YIL	İşletme	Yatırım	Finansman	Model
AEFES	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
AEFES	2011	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2011	+	+	+	1 (Nadir)
AEFES	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)	HURGZ	2012	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AEFES	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2013	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AEFES	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2014	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AEFES	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2015	+	+	+	1 (Nadir)
AEFES	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2016	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AEFES	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	HURGZ	2017	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AEFES	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2018	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AEFES	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
AEFES	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
AEFES	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
AEFES	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	HURGZ	2022	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AEFES	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	HURGZ	2023	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AGHOL	2010	-	-	+	6 (Genç)	IHLAS	2010	-	+	+	5 (Küçülen)
AGHOL	2011	-	-	+	6 (Genç)	IHLAS	2011	-	+	+	5 (Küçülen)
AGHOL	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)	IHLAS	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
AGHOL	2013	+	+	+	1 (Nadir)	IHLAS	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
AGHOL	2014	-	-	+	6 (Genç)	IHLAS	2014	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AGHOL	2015	-	-	+	6 (Genç)	IHLAS	2015	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AGHOL	2016	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	IHLAS	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
AGHOL	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	IHLAS	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
AGHOL	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	IHLAS	2018	-	+	+	5 (Küçülen)
AGHOL	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	IHLAS	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AGHOL	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	IHLAS	2020	-	+	+	5 (Küçülen)
AGHOL	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	IHLAS	2021	-	-	+	6 (Genç)
AGHOL	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	IHLAS	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
AGHOL	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	IHLAS	2023	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)	ISFIN	2010	+	-	0	-
AKENR	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	ISFIN	2011	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2012	-	-	+	6 (Genç)	ISFIN	2012	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	ISFIN	2013	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2014	-	-	+	6 (Genç)	ISFIN	2014	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2015	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	ISFIN	2015	-	-	+	6 (Genç)

AKENR	2016	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	ISFIN	2016	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2017	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	ISFIN	2017	-	+	+	5 (Küçülen)
AKENR	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	ISFIN	2018	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	ISFIN	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
AKENR	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	ISFIN	2020	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	ISFIN	2021	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2022	+	-	-	2 (Başarılı)	ISFIN	2022	-	-	+	6 (Genç)
AKENR	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	ISFIN	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	LOGO	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2011	+	-	-	2 (Başarılı)	LOGO	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2012	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2013	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	LOGO	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	LOGO	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	LOGO	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	LOGO	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2018	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2019	+	-	+	4 (Büyüyen)
AKMGY	2020	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2021	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2022	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
AKMGY	2023	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	LOGO	2023	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	MGROS	2011	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AKSA	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	MGROS	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	MGROS	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)	MGROS	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AKSA	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2020	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
AKSA	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	MGROS	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
AKSA	2022	-	-	-	8 (Nadir)	MGROS	2022	+	-	-	2 (Başarılı)

AKSA	2023	+	-	-	2 (Başarlı)	MGROS	2023	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2010	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	OTKAR	2010	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2011	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)	OTKAR	2011	-	-	+	6 (Geç)
ALARK	2012	+	-	-	2 (Başarlı)	OTKAR	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)
ALARK	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	OTKAR	2013	-	-	+	6 (Geç)
ALARK	2014	-	+	+	5 (Küçülen)	OTKAR	2014	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2015	-	-	-	8 (Nadir)	OTKAR	2015	-	-	+	6 (Geç)
ALARK	2016	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	OTKAR	2016	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2017	+	-	-	2 (Başarlı)	OTKAR	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
ALARK	2018	+	-	-	2 (Başarlı)	OTKAR	2018	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	OTKAR	2019	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2020	+	-	-	2 (Başarlı)	OTKAR	2020	-	-	+	6 (Geç)
ALARK	2021	+	-	-	2 (Başarlı)	OTKAR	2021	+	-	-	2 (Başarlı)
ALARK	2022	+	+	+	1 (Nadir)	OTKAR	2022	-	-	+	6 (Geç)
ALARK	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	OTKAR	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
ALBRK	2010	-	-	+	6 (Geç)	PINSU	2010	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
ALBRK	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	PINSU	2011	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
ALBRK	2012	-	-	+	6 (Geç)	PINSU	2012	-	-	+	6 (Geç)
ALBRK	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	PINSU	2013	-	-	+	6 (Geç)
ALBRK	2014	-	-	+	6 (Geç)	PINSU	2014	-	-	+	6 (Geç)
ALBRK	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	PINSU	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
ALBRK	2016	+	-	-	2 (Başarlı)	PINSU	2016	-	-	+	6 (Geç)
ALBRK	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	PINSU	2017	-	-	+	6 (Geç)
ALBRK	2018	+	+	+	1 (Nadir)	PINSU	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
ALBRK	2019	+	-	-	2 (Başarlı)	PINSU	2019	+	-	-	2 (Başarlı)
ALBRK	2020	-	+	+	5 (Küçülen)	PINSU	2020	+	-	-	2 (Başarlı)
ALBRK	2021	+	-	-	2 (Başarlı)	PINSU	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)
ALBRK	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	PINSU	2022	+	-	-	2 (Başarlı)
ALBRK	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	PINSU	2023	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
ANSGR	2010	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	PRKAB	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)
ANSGR	2011	+	-	-	2 (Başarlı)	PRKAB	2011	+	-	-	2 (Başarlı)
ANSGR	2012	-	+	0	-	PRKAB	2012	+	-	-	2 (Başarlı)
ANSGR	2013	+	-	0	-	PRKAB	2013	+	-	-	2 (Başarlı)
ANSGR	2014	+	+	0	-	PRKAB	2014	+	-	-	2 (Başarlı)
ANSGR	2015	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	PRKAB	2015	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
ANSGR	2016	+	-	0	-	PRKAB	2016	+	-	-	2 (Başarlı)
ANSGR	2017	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	PRKAB	2017	-	+	+	5 (Küçülen)
ANSGR	2018	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)	PRKAB	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
ANSGR	2019	+	-	-	2 (Başarlı)	PRKAB	2019	-	-	+	6 (Geç)

ANSGR	2020	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	PRKAB	2020	-	-	+	6 (Genç)
ANSGR	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKAB	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
ANSGR	2022	+	+	0	-	PRKAB	2022	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
ANSGR	2023	+	-	0	-	PRKAB	2023	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2010	+	+	+	1 (Nadir)
ARCLK	2011	-	-	+	6 (Genç)	PRKME	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
ARCLK	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)	PRKME	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2013	-	-	-	8 (Nadir)
ARCLK	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	PRKME	2017	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
ARCLK	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)	PRKME	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2019	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
ARCLK	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	PRKME	2020	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
ARCLK	2021	-	-	+	6 (Genç)	PRKME	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
ARCLK	2022	-	-	+	6 (Genç)	PRKME	2022	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
ARCLK	2023	-	-	+	6 (Genç)	PRKME	2023	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
ASELS	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	SEKFK	2010	-	-	0	-
ASELS	2011	+	-	-	2 (Başarılı)	SEKFK	2011	+	-	0	-
ASELS	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2012	-	-	+	6 (Genç)
ASELS	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	SEKFK	2013	-	-	+	6 (Genç)
ASELS	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
ASELS	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2015	-	-	+	6 (Genç)
ASELS	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	SEKFK	2016	-	-	+	6 (Genç)
ASELS	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	SEKFK	2017	-	-	+	6 (Genç)
ASELS	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASELS	2019	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2019	-	-	+	6 (Genç)
ASELS	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
ASELS	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	SEKFK	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
ASELS	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
ASELS	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	SEKFK	2023	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)	SISE	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2011	-	-	+	6 (Genç)	SISE	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2012	-	-	+	6 (Genç)	SISE	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2013	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	SISE	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASUZU	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	SISE	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASUZU	2015	-	-	+	6 (Genç)	SISE	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASUZU	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)	SISE	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASUZU	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	SISE	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2018	-	-	+	6 (Genç)	SISE	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	SISE	2019	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASUZU	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	SISE	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)	SISE	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
ASUZU	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	SISE	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
ASUZU	2023	-	-	+	6 (Genç)	SISE	2023	+	-	-	2 (Başarılı)

AYGAZ	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2010	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AYGAZ	2011	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	SKBNK	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
AYGAZ	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2012	-	+	+	5 (Küçülen)
AYGAZ	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2013	-	+	+	5 (Küçülen)
AYGAZ	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2014	-	-	+	6 (Genç)
AYGAZ	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	SKBNK	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
AYGAZ	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2016	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AYGAZ	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
AYGAZ	2018	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	SKBNK	2018	-	-	+	6 (Genç)
AYGAZ	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	SKBNK	2019	-	+	+	5 (Küçülen)
AYGAZ	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2020	-	+	+	5 (Küçülen)
AYGAZ	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)	SKBNK	2021	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
AYGAZ	2022	-	-	+	6 (Genç)	SKBNK	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
AYGAZ	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	SKBNK	2023	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
BTCİM	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
BTCİM	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	TATGD	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
BTCİM	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2012	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
BTCİM	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	TATGD	2013	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
BTCİM	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2014	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
BTCİM	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	TATGD	2015	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
BTCİM	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)	TATGD	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
BTCİM	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	TATGD	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
BTCİM	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
BTCİM	2019	-	-	+	6 (Genç)	TATGD	2019	-	-	+	6 (Genç)
BTCİM	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2020	+	+	+	1 (Nadir)
BTCİM	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2021	-	+	+	5 (Küçülen)
BTCİM	2022	+	-	-	2 (Başarılı)	TATGD	2022	-	-	+	6 (Genç)
BTCİM	2023	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TATGD	2023	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2010	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
CCOLA	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	TAVHL	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)	TAVHL	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	TAVHL	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	TAVHL	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)

CCOLA	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
CCOLA	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
CCOLA	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
CCOLA	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	TAVHL	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
CCOLA	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	TAVHL	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
CRDEFA	2010	-	-	+	6 (Genç)	TOASO	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)
CRDEFA	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	TOASO	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
CRDEFA	2012	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)	TOASO	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2013	-	-	+	6 (Genç)	TOASO	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2014	-	-	+	6 (Genç)	TOASO	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)
CRDEFA	2015	-	+	+	5 (Küçülen)	TOASO	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
CRDEFA	2016	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TOASO	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	TOASO	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TOASO	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2019	-	+	+	5 (Küçülen)	TOASO	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	TOASO	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
CRDEFA	2021	-	-	+	6 (Genç)	TOASO	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2022	-	-	+	6 (Genç)	TOASO	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
CRDEFA	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	TOASO	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
DGGYO	2010	+	+	0	-	TRCAS	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
DGGYO	2011	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TRCAS	2011	-	-	+	6 (Genç)
DGGYO	2012	+	-	0	-	TRCAS	2012	-	-	+	6 (Genç)
DGGYO	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	TRCAS	2013	-	-	+	6 (Genç)
DGGYO	2014	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TRCAS	2014	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
DGGYO	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	TRCAS	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
DGGYO	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	TRCAS	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
DGGYO	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	TRCAS	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
DGGYO	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)	TRCAS	2018	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
DGGYO	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	TRCAS	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
DGGYO	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)	TRCAS	2020	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
DGGYO	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	TRCAS	2021	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
DGGYO	2022	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TRCAS	2022	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
DGGYO	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	TRCAS	2023	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
DOAS	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2010	-	+	+	5 (Küçülen)
DOAS	2011	-	-	+	6 (Genç)	TSKB	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
DOAS	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
DOAS	2013	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TSKB	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
DOAS	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2014	-	-	+	6 (Genç)

DOAS	2015	-	-	+	6 (Genç)	TSKB	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
DOAS	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)	TSKB	2016	-	-	+	6 (Genç)
DOAS	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2017	-	+	+	5 (Küçülen)
DOAS	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2018	-	-	+	6 (Genç)
DOAS	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TSKB	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
DOAS	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
DOAS	2021	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TSKB	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)
DOAS	2022	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
DOAS	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	TSKB	2023	-	+	+	5 (Küçülen)
DOHOL	2010	+	+	+	1 (Nadir)	TTKOM	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2011	-	-	+	6 (Genç)	TTKOM	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2012	-	-	+	6 (Genç)	TTKOM	2012	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	TTKOM	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)	TTKOM	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	TTKOM	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	TTKOM	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	TTKOM	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2018	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)	TTKOM	2018	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	TTKOM	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)	TTKOM	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)	TTKOM	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2022	-	-	+	6 (Genç)	TTKOM	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
DOHOL	2023	-	-	+	6 (Genç)	TTKOM	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
ENKAI	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2011	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)
ENKAI	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2013	-	-	+	6 (Genç)
ENKAI	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2014	-	-	+	6 (Genç)
ENKAI	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2015	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2017	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
ENKAI	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TTRAK	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2020	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	TTRAK	2020	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
ENKAI	2022	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
ENKAI	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	TTRAK	2023	+	-	-	2 (Başarılı)
EREGL	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)	TUPRS	2010	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
EREGL	2011	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2011	-	-	-	8 (Nadir)
EREGL	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)
EREGL	2013	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
EREGL	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2014	+	-	-	2 (Başarılı)
EREGL	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2015	-	-	-	8 (Nadir)
EREGL	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2016	+	-	-	2 (Başarılı)
EREGL	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
EREGL	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2018	+	-	-	2 (Başarılı)

EREGL	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2019	+	-	-	2 (Başarılı)
EREGL	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
EREGL	2021	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2021	-	-	-	8 (Nadir)
EREGL	2022	+	-	-	2 (Başarılı)	TUPRS	2022	+	-	-	2 (Başarılı)
EREGL	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	TUPRS	2023	+	-	-	2 (Başarılı)
FROTO	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2010	-	+	0	-
FROTO	2011	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2011	+	-	-	2 (Başarılı)
FROTO	2012	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2012	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	TURSG	2013	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2014	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2014	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2015	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2015	-	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2016	+	+	+	1 (Nadir)
FROTO	2017	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2017	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2018	+	+	0	-
FROTO	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2020	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2020	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
FROTO	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)	TURSG	2021	+	-	-	2 (Başarılı)
FROTO	2022	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
FROTO	2023	+	-	-	2 (Başarılı)	TURSG	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2010	+	-	-	2 (Başarılı)	VAKBN	2010	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)
GARAN	2011	-	+	+	5 (Küçülen)	VAKBN	2011	-	-	+	6 (Genç)
GARAN	2012	-	-	+	6 (Genç)	VAKBN	2012	-	+	+	5 (Küçülen)
GARAN	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2013	-	-	+	6 (Genç)
GARAN	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2015	-	-	+	6 (Genç)
GARAN	2016	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	VAKBN	2016	-	-	+	6 (Genç)
GARAN	2017	-	-	+	6 (Genç)	VAKBN	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2018	+	+	+	1 (Nadir)	VAKBN	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2019	+	-	-	2 (Başarılı)	VAKBN	2019	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARAN	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	VAKBN	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2010	-	+	0	-	VESTL	2010	+	-	-	2 (Başarılı)
GARFA	2011	-	+	0	-	VESTL	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2012	+	+	0	-	VESTL	2012	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2013	-	+	+	5 (Küçülen)	VESTL	2013	+	-	-	2 (Başarılı)
GARFA	2014	-	-	+	6 (Genç)	VESTL	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2015	-	-	+	6 (Genç)	VESTL	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2016	+	-	-	2 (Başarılı)	VESTL	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2017	-	-	+	6 (Genç)	VESTL	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2018	+	-	-	2 (Başarılı)	VESTL	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)

GARFA	2019	+	-	-	2 (Başarlı)	VESTL	2019	+	-	-	2 (Başarlı)
GARFA	2020	-	-	+	6 (Genç)	VESTL	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2021	+	-	-	2 (Başarlı)	VESTL	2021	+	-	-	2 (Başarlı)
GARFA	2022	+	-	-	2 (Başarlı)	VESTL	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
GARFA	2023	-	-	+	6 (Genç)	VESTL	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)
GLYHO	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2010	+	-	0	-
GLYHO	2011	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	VKGYO	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
GLYHO	2012	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	VKGYO	2012	+	-	-	2 (Başarlı)
GLYHO	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2013	+	-	-	2 (Başarlı)
GLYHO	2014	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2014	-	-	+	6 (Genç)
GLYHO	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
GLYHO	2016	+	-	-	2 (Başarlı)	VKGYO	2016	-	-	+	6 (Genç)
GLYHO	2017	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)	VKGYO	2017	-	+	+	5 (Küçülen)
GLYHO	2018	+	-	-	2 (Başarlı)	VKGYO	2018	-	-	+	6 (Genç)
GLYHO	2019	+	-	-	2 (Başarlı)	VKGYO	2019	+	-	-	2 (Başarlı)
GLYHO	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
GLYHO	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)
GLYHO	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2022	+	-	-	2 (Başarlı)
GLYHO	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	VKGYO	2023	-	-	+	6 (Genç)
HALKB	2010	-	+	-	7 (Likit Sıkıntısı Yaşayan)	YKBNK	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2011	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2012	-	+	+	5 (Küçülen)	YKBNK	2012	-	+	+	5 (Küçülen)
HALKB	2013	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2013	-	-	+	6 (Genç)
HALKB	2014	-	+	+	5 (Küçülen)	YKBNK	2014	-	-	+	6 (Genç)
HALKB	2015	-	+	+	5 (Küçülen)	YKBNK	2015	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2016	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2016	+	+	+	1 (Nadir)
HALKB	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2017	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2019	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2019	+	-	-	2 (Başarlı)
HALKB	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2020	-	-	-	8 (Nadir)
HALKB	2021	+	-	-	2 (Başarlı)	YKBNK	2021	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2022	+	-	+	4 (Büyüyen)
HALKB	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)	YKBNK	2023	+	-	-	2 (Başarlı)
YUNSA	2010	+	-	+	4 (Büyüyen)	YUNSA	2017	+	-	-	2 (Başarlı)
YUNSA	2011	-	-	+	6 (Genç)	YUNSA	2018	+	-	+	4 (Büyüyen)
YUNSA	2012	+	-	-	2 (Başarlı)	YUNSA	2019	+	+	-	3 (Gerileyen, Yeniden Yapılanan)
YUNSA	2013	-	-	+	6 (Genç)	YUNSA	2020	+	-	+	4 (Büyüyen)
YUNSA	2014	+	-	-	2 (Başarlı)	YUNSA	2021	+	-	-	2 (Başarlı)
YUNSA	2015	+	-	-	2 (Başarlı)	YUNSA	2022	+	-	-	2 (Başarlı)
YUNSA	2016	+	-	-	2 (Başarlı)	YUNSA	2023	+	-	+	4 (Büyüyen)

Veri setinde yer alan işletmelerin yıllar itibarıyla nakit akışı modelleri dikkate alındığında, belirli sektörlerde ve işletmelerde istikrarlı bir finansal yapı gözlemlenirken, bazı işletmelerin ise zaman içerisinde farklı nakit akışları faaliyet modelleri arasında geçiş yaptığı tespit edilmiştir. İşletme

faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı, işletmenin sürdürülebilir kârlılığını ve operasyonel verimliliğini gösterirken, yatırım faaliyetlerinden elde edilen veya harcanan nakit akışı işletmenin genişleme ya da küçülme eğiliminde olup olmadığını yansıtmaktadır. Finansman faaliyetleri ise işletmenin dış kaynaklardan fon sağlama veya borç ödeme süreçlerine ilişkin bilgi sunmaktadır. Bu bağlamda, belirli işletmelerin uzun vadeli finansal başarılarını veya sıkıntılarını değerlendirmek mümkündür.

Tablo 3 incelendiğinde, Model 2 (Başarılı İşletme) kategorisinde yer alan işletmelerin sayıca baskın olduğu görülmektedir. Bu model, işletmelerin işletme faaliyetlerinden pozitif nakit akışı sağlarken, yatırım ve finansman faaliyetlerinden negatif nakit çıkışı yaşadığını göstermektedir. Bu yapı, olgun ve güçlü nakit üretme kapasitesine sahip işletmelerin karakteristik finansal yapısını yansıtmaktadır. Anadolu Efes (AEFES) işletmesi, 2010-2023 yılları arasında büyük ölçüde Model 2 kategorisinde yer almıştır. Bu durum, işletmenin operasyonel kârlılığını sürdürebildiğini ve dış finansmana büyük ölçüde bağımlı olmadığını göstermektedir. Benzer şekilde, Arçelik (ARCLK), Enka İnşaat (ENKAI), Türk Telekom (TTKOM) ve Migros (MGROS) gibi işletmeler de çoğunlukla Model 2 kategorisinde yer alarak, istikrarlı bir operasyonel performans sergilediklerini ortaya koymaktadır. Bu modelin sürekli olarak korunması, işletmenin dış finansman ihtiyacının düşük olduğunu ve kendi faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı ile yatırımlarını finanse ettiğini göstermektedir. Bu durum, özellikle büyük ölçekli ve uzun yıllardır piyasada faaliyet gösteren işletmeler için yaygın bir finansal strateji olarak değerlendirilmektedir.

Model 4, “Büyüyen İşletme” olarak tanımlanmakta olup, bu model kapsamında yer alan işletmeler işletme faaliyetlerinden pozitif nakit akışı sağlarken, finansman faaliyetlerinden de pozitif nakit akışı elde etmektedir. Bu durum, işletmelerin büyüme aşamasında olduğunu ve finansman sağlama yoluyla yeni yatırımlara yöneldiğini göstermektedir. Örneğin, AEFES işletmesi, 2012, 2017 ve 2022 yıllarında Model 4 kategorisine girmiştir. Bu durum, işletmenin yeni pazarlara açılma veya kapasite artırma gibi stratejik büyüme hamleleri yaptığını göstermektedir. Ford Otosan (FROTO), Garanti Bankası (GARAN) ve Şişecam (SISE) gibi işletmeler de belirli dönemlerde Model 4 kategorisine girerek, finansal büyüme stratejileri doğrultusunda hareket etmişlerdir. Bu tür işletmeler genellikle yeni yatırımlara yönelen ve dış kaynak kullanarak genişleme stratejisi izleyen işletmeler olup uzun vadede büyüme potansiyeli taşıyan işletmeler olarak değerlendirilebilir.

Yeniden Yapılanan veya Gerileyen İşletmelerin (Model 3) kategorisinde yer alan işletmeler, işletme ve yatırım faaliyetlerinden pozitif nakit akışı

sağlarken, finansman faaliyetlerinden negatif nakit çıkışı yaşamakta olup, bu durum genellikle işletmelerin borç ödemeleri veya varlık satışları yoluyla nakit yaratma sürecinde olduklarını göstermektedir. Alarko Holding (ALARK), Migros (MGROS) ve Doğu Otomotiv (DOAS) gibi işletmeler belirli dönemlerde Model 3 kategorisine geçiş yapmıştır. Bu işletmeler, genellikle stratejik yeniden yapılanma sürecinde olan ve operasyonel verimliliği artırmaya çalışan işletmeler olarak değerlendirilebilir. Özellikle kriz dönemlerinde, bazı işletmelerin Model 3'e yönelmesi, borç ödeme eğiliminde olduklarını ve kısa vadeli finansal baskılara karşı likidite sağlamak adına varlık satışı gerçekleştirdiklerini göstermektedir.

Bazı işletmeler, finansal yapıları itibarıyla likidite sıkıntısı yaşadıklarını göstermektedir. Model 6, Model 7 ve Model 8 kategorilerinde yer alan işletmeler, işletme faaliyetlerinden negatif nakit akışı sağlarken finansman kaynaklarına büyük ölçüde bağımlı olmaktadır. Model 6'da yer alan işletmeler (Genç İşletmeler), yatırım ve işletme faaliyetlerinden negatif nakit akışı sağlarken, finansman faaliyetlerinden pozitif nakit akışı elde etmektedir. Bu durum, genellikle hızla büyüyen ancak kârlılık eşğine ulaşamamış işletmeler için geçerlidir. Örneğin, Albaraka Türk (ALBRK) ve Otokar (OTKAR), 2010-2015 yılları arasında Model 6 kategorisinde yer almıştır. Bu, işletmelerin dış finansmana bağımlı olarak büyüme sürecinde olduklarını göstermektedir. Model 7 ve Model 8'e giren işletmeler (örneğin Hürriyet Gazetesi - HURGZ), likidite sıkıntısı yaşayan ve borçlarını çevirmekte zorlanan işletmeler olarak değerlendirilebilir. Bu durum, işletmelerin ciddi finansal risk altında olduğunu ve nakit rezervlerinin erimeye başladığını göstermektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde Model 1'den 11, Model 2'den 302, Model 3'ten 74, Model 4'ten 165, Model 5'ten 26, Model 6'dan 92, Model 7'den 20, Model 8'den 7 ve “- (verisi olmayan)” dan 17 gözleme ulaşılmıştır. Görüldüğü üzere BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan işletmelerinin kurumsal yönetim açısından güçlü olduğu kadar nakit akışları da “başarılı” ve “büyüyen” işletme olarak ortaya çıkmıştır.

Sonuç ve Değerlendirme

Nakit akışı, işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini değerlendirmede önemli bir göstergedir. Bir işletmenin işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden sağladığı nakit akışı, işletmenin içinde bulunduğu finansal durumu ve stratejik yönelimlerini anlamada temel bir rol oynamaktadır. Bu çalışma, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki işletmelerin 2010-2023 yılları arasında sergiledikleri nakit akışı yapılarını analiz etmekte ve bu

işletmelerin finansal sınıflandırmalarını belirlemektedir. İşletmelerin nakit akışları, nakit akışlarından sağlandığı faaliyetler modeli kapsamında “Başarılı İşletme”, “Büyüyen İşletme”, “Gerileyen/Yeniden Yapılanan İşletme”, “Genç İşletme”, “Küçülen İşletme”, “Likit Sıkıntısı Yaşayan İşletme” ve “Nadir İşletme” olmak üzere farklı modeller altında gruplandırılmıştır. Bu çerçevede yapılan değerlendirme, işletmelerin uzun vadeli finansal performanslarını anlamaya katkı sunmaktadır.

Bu çalışma, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki işletmelerin 2010-2023 yılları arasında farklı nakit akışı modelleri çerçevesinde nasıl konumlandığını analiz ederek, finansal sürdürülebilirliğin incelenmesine katkı sunmaktadır. Çalışma sonucunda:

- Başarılı işletmelerin (Model 2) piyasada daha uzun ömürlü ve istikrarlı olduğu görülmüştür.
- Büyüyen işletmelerin (Model 4), finansman desteği ile genişleme süreçlerine yöneldiği belirlenmiştir.
- Gerileyen ve yeniden yapılanan işletmeler (Model 3), stratejik dönüşüm süreçlerinden geçmektedir.
- Genç ve likidite sıkıntısı yaşayan işletmelerin (Model 6, 7 ve 8), yüksek finansal risk taşıdığı tespit edilmiştir.

Bu bağlamda, şirketlerin finansal yapıları sektörel ve makroekonomik koşullar dikkate alınarak detaylı analiz edilmelidir. Gelecekte yapılacak çalışmalar, makroekonomik değişkenlerin bu modeller üzerindeki etkisini daha kapsamlı biçimde inceleyebilir.

Kaynakça

- Akdoğan, N., Küçüktop, F. B., & Açıkgöz, T. (2020). Borsa İstanbul'da Kayıtlı Şirketlerin 2015-2019 Yıllarına Ait Nakit Akış Tablolarının Sektörler İtibariyle İncelenmesi ve Sektörlerin Nakit Hareketlerinin Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 20(61), 1-36.
- Akdoğan, N. & Tenker, N. (2010). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktas, R., Kargin, S., & Kargin, M. (2012). Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi ile İşletmelerin Nakit Akis Profillerinin İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (56), 101-108.
- Aldemir, S., & Karaca, S. S. (2022). Fortune500'de Seçilmiş İlk 50 Türk Firmasının Nakit Akış Oranlarının Firmanın Performansı Üzerine Etkisi. *Journal of International Management Educational and Economics Perspectives*, 10(1), 59-71.
- Azgın, N., & Başar, A. B. (2016). İşletme Performansının Ölçülmesinde Nakit Akış Analizlerinin Esasları ve Borsa İstanbul Perakende Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (23), 779-804.
- Bruwer, B. W. S. ve Hamman, W. D. 2005. Cash Flow Patterns in Listed South African Industrial Companies. *Meditari Accountancy Research*, 13(1): 1-17.
- Başkan, T. D., & Dozen, B. (2019). Türkiye muhasebe standartlarına göre işletmelerin nakit akış profillerinin BİST 100 Endeksi üzerinde analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(4), 3347-3357.
- Beyazgül, M., & Karadeniz, E. (2019). Futbol Kulüplerinin Nakit Akış Profillerinin Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 12(3), 605-624.
- Çalış, Y. E., Ünal, İ. H., Güven, B., & Çanakçı, S. (2018). Borsa İstanbul'da Faaliyet Gösteren Lokanta ve Oteller Sektörünün Finansal Durum Ve Performanslarının Değerlendirilmesi. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(4), 293-318.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The accounting review*, 86(6), 1969-1994.
- Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2022). Financial statement analysis: a practitioner's guide. John Wiley & Sons.
- Gup, B. E., Samson, W. D., Dugan, M. T., Kim, M. J., & Jittrapanun, T. (1993). An analysis of patterns from the statement of cash flows. *Financial Practice and Education*, 3(2), 73-79.

- Haberal, Z. (2024). Yüksek Enflasyonun BİST 30 Endeksinde Kayıtlı Şirketlerin 2021 ve 2022 Yılları Nakit Akışlarına Etkisinin Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (103), 71-92.
- Kablan, A., & Güvemli, B. (2019). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Nakit Akış Profillerinin İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 235-246.
- Karadeniz, E. (2017). Halka açık konaklama işletmelerinin nakit akış profillerinin analizi: Uluslararası bir karşılaştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(3), 167-185.
- Karadeniz, E., Günay, F., Dalak, S., & Beyazgül, M. (2018). Halka açık restoran işletmelerinde nakit akış profillerinin firma yaşam döngüsü açısından incelenmesi: Uluslararası bir karşılaştırma. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 27(1), 139-156.
- Karadeniz, E., & Aydın, C. (2023). Havayolu Yolcu Taşımacılığı Şirketlerinin Nakit Akış Profilleri ve Covid-19 Salgınının Etkisi: Uluslararası Bir Analiz. *Uluslararası Turizm, Ekonomi ve İşletme Bilimleri Dergisi (IJTEBS)* E-ISSN: 2602-4411, 7(1), 28-45.
- Karğın, M., & Aktaş, R. (2011). Türkiye Muhasebe Standartlarına Göre Raporlanmış Nakit Akış Tablosu ve Analizi. *Journal of Accounting & Finance/ Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (52), 1-24.
- Keynes, J. M. (1936). Fluctuations in net investment in the United States. *The Economic Journal*, 46(183), 540-547.
- Khurana, I. K., Martin, X., & Pereira, R. (2006). *Financial Development and the Cash Flow Sensitivity of Cash*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(04), 787. doi:10.1017/s0022109000002647
- Kısakürek, M., & Tüfekçi, M. (2022). Finansal Kriz Döneminde Firmaların Nakit Akış Profilleri ile Finansal Performanslarının Karşılaştırılması: BİST'te Bir Araştırma. *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 245-273.
- Koçyiğit, S. Ç., & Tanç, Ş. G. (2021). Nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler modeli ile işletmelerin nakit akış profillerinin incelenmesi: BİST 30, BİST 50 ve BİST 100 Endeksleri Karşılaştırması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 137-148.
- Koçyiğit, S. Ç., Senemoğlu, P., & Temiz, T. N. D. (2021). Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Modeli ve Oran Analizi ile Nakit Akış Profili Analizi: Özel Bir Sağlık Grubu Uygulaması. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 14(3), 1163-1191.
- Kordestani, G., Bakhtiari, M., & Biglari, V. (2011). Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress. *Business: Theory and practice*, 12(3), 277-285.

- Nurzhanova, I. S., & Başar, A. B. (2024). Profiles and analysis of cash flows in enterprises: on the example of an enterprise in Kazakhstan and Turkey. *Bulletin of the Karaganda university Economy series*, 11529(3), 221-230.
- Özevin, O., & Yücel, S. (2023). Nakit Akış Profillerinin Ülkelere Göre Değişimi: G20 Ülkeleri Üzerine 2012-2022 Yılları Arasını Kapsayan Bir Araştırma. *World of Accounting Science*, 25(2), 330-360.
- Satır, H., & Kısakürek, M. (2022). Bist İmalat Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Nakit Akış Profillerinin İncelenmesi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (36), 33-46.
- Shamsudin, A., & Kamaluddin, A. (2015). Impending Bankruptcy: Examining cash flow pattern of distress and healthy firms. *Procedia Economics and Finance*, 31, 766-774.
- Şanlıtürk, Y., & Yılmaz, E. (2022). Nakit Akımlarının Sağlandığı Faaliyetler Modeli ile İşletmelerin Nakit Akımlarının Analizi: Bist Turizm Endeksindeki İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma. *International Journal of Social and Humanities Sciences Research (JSHSR)*, 9(89), 2359-2371.
- Tüfekçi, B., & Karaca, S. S. (2019). İşletmelerin nakit akış profillerinin analizi: Uluslararası bir karşılaştırma. *Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 157-180.
- Yılmaz, C., & Cavlak, H. (2020). Nakit akış yapısı-işletme yaşam döngüsü ile finansal sıkıntının birlikte değerlendirilmesi: BIST sürdürülebilirlik endeksi'nde bir araştırma. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 15(60), 806-832.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Finansal Durum Analizi

Yusuf Güneysu¹

Salih Aydın²

Özet

Bir ülkeden başka bir ülkeye gerçekleşen mal veya hizmet akımları, dış ticaret veya uluslararası ticaret olarak ifade edilmektedir. Türkiye’de 1980 yılından itibaren dışa açılmaya yönelik önemli kararlar alınmıştır. Bu çerçevede, ihracatı artırmak ve şirketleri ihracat konusunda organize etmek amacıyla Dış Ticaret Sermaye Şirketi modeli geliştirilmiştir. Dış Ticaret Sermaye Şirketleri aracılık hizmetleri, ihracat-ithalat faaliyetleri ve finansman temini konusunda işbirliği yaptıkları şirketlere çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Dolayısıyla Dış Ticaret Sermaye Şirketleri ihracatın teşvik edilmesi ve artırılması noktasında önemli bir rol üstlenmektedir. Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de 2021-2023 döneminde Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip olan ve Borsa İstanbul’da yer alan 15 Dış Ticaret Sermaye Şirketinin finansal durumunu analiz etmektir. Şirketlerin ilgili dönemdeki yıllık verileri oran analizi ve Altman z-skoru modeli kapsamında değerlendirilmiştir. Çalışmanın oran analizinde likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, bazı şirketlerin diğerlerine göre daha düşük likidite oranlarına sahip oldukları, bazı şirketlerin aktiflerinin tamamına yakını borçla finanse ettiği, bazı şirketlerin diğerlerine göre stok devir hızı ve alacak devir hızlarının yüksek olduğu, bazı şirketlerin karlılıklarının diğerlerine göre daha yüksek çıktığı ve 2022 yılında birçok şirketin satışlarında ve aktiflerinde ciddi büyümenin olduğu ancak 2023 yılında bu büyüme oranının düştüğü tespit edilmiştir. Bunun yanında sadece bir şirketin 2021 yılında finansal başarısızlık riski ile karşı karşıya olduğu diğer şirketlerin finansal başarısızlık riskini taşımadığı bulgusu elde edilmiştir.

- 1 Doç. Dr., Trabzon Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, yusufguncesu@trabzon.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-6809-1995.
- 2 Doç. Dr., Artvin Çoruh Üniversitesi, Borçka Acarlar Meslek Yüksekokulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, salihaydin@artvin.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-3817-1169.

1. Giriş

Küreselleşme, ülkeler arasındaki etkileşimin artmasına ve uluslararası ticaretin boyutlarının değişmesine neden olmaktadır. Ülkeler küresel rekabette geri kalmamak, maliyetleri azaltmak ve daha fazla kar elde edebilmek amacıyla yeni teknolojilere ve sanayileşme politikalarına yönelmektedir. Bu durum ihracat ve ithalat faaliyetlerinin önemini artırmış, uluslararası ticareti destekleyici politikalar, serbest ticaret anlaşmaları ve teknoloji transferi gibi konular önem kazanmıştır. Ülkeler özellikle ihracatı artırmak için yurtdışı pazarlara yönelik büyüme modellerini benimsemişlerdir (Kalender, 2013: 3).

Türkiye, ekonominin serbest piyasa mekanizması kurallarına göre işlemlerini ve dünya ekonomisi ile entegrasyonu sağlamak amacıyla 24 Ocak 1980 tarihinde kapsamlı bir ekonomik program uygulamaya koymuştur. 24 Ocak Kararları olarak bilinen bu ekonomik program çerçevesinde ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi yerine ihracata dayalı sanayileşme stratejisi benimsenmiştir. İhracata dayalı sanayileşme politikasını hayata geçirebilmek için ihracatta uzmanlaşmış organizasyonlara ihtiyaç duyulduğu ortaya konulmuştur. Bu doğrultuda hem Türkiye'nin ihracatını artırmak hem de şirketleri ihracat konusunda organize etmek için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Dış ticaretin büyük ölçekli şirketler tarafından yapılması ve ihracatın teşvik edilmesi noktasında Dış Ticaret Sermaye Şirketi modeli öne çıkmıştır. Bu model kapsamında Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin pazar bulma, dış ticaret işlemlerini yürütme ve tanıtım gibi hizmetleri yapması planlanmıştır (Kaya, 2021: 13-14, Baysal, 2023: 4).

Dış Ticaret Sermaye Şirketleri yurt dışında yeni pazarların bulunmasına aracılık etmekte, ortakların ihracat ve ithalat işlemlerini kolaylaştırmakta ve ortakların krediye ulaşmasına destek olmaktadır. İhracat giderlerinin paylaşılmasına imkân sağlayarak maliyetlerin azalmasına katkıda bulunmakta ve büyük miktarlardaki siparişlerin uygun fiyatlarla ve kolaylıkla karşılanmasını sağlamaktadır. Ayrıca küçük sermayeleri birleştirerek büyük sermaye birikiminin oluşmasına katkıda bulunmaktadır (Kalender, 2013: 26-27). Buna göre Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin birçok işlevi yerine getirdiği görülmektedir. Bu bağlamda, Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin ihracatın teşvik edilmesi ve ülke ekonomisi açısından önemli bir yere sahip olduğu söylenebilmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye'de hisse senetleri borsada işlem gören Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin finansal durumu incelenmiştir. Bu amaçla, şirketlerin 2021-2023 dönemi verileri oran analizi ve z-skoru kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma beş bölüm olarak hazırlanmıştır. Giriş bölümünün

ardından ikinci bölümde dış ticaret ve Dış Ticaret Sermaye Şirketleri modeli ile ilgili kavramsal çerçeve sunulmuştur. Üçüncü bölümde finansal performans analizi ile ilgili literatür özeti sunulmuştur. Dördüncü bölümde analiz ve bulgular ortaya konulmuş ve sonuç bölümü ile çalışma tamamlanmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve

2.1. Dış Ticaret Kavramı

Ticaret, mal ve hizmetlerin belli bir bedel karşılığında nihai tüketicilere ulaştırılmasını sağlayan alım-satım işlemlerinin tamamı olarak ifade edilmektedir. Genel olarak ticaret, iç ve dış ticaret şeklinde iki gruba ayrılmaktadır. Dış ticaret, malların ve sermayenin bir ülkenin sınırlarının ötesine akışı anlamına gelmektedir (Kaya, 2021: 18).

Dış ticaret ya da uluslararası ticaret, ülkeler arasında gerçekleşen mal ve hizmet alışverişini ifade eden bir süreçtir. Bu süreç, özellikle malların ticareti üzerine yoğunlaşmakla birlikte taşımacılık, sigortacılık gibi hizmetlerin alım satımını da içerebilir. Bu tür ekonomik faaliyetler, sınırlar ötesinde gerçekleştiğinde dış ticaret söz konusu olur (Onursal, 2021: 40). Bir başka tanım olarak dış ticaret, bir ülkedeki bireylerin, özel şirketlerin ve kamu kurumlarının diğer ülkelerle gerçekleştirdiği mal ve hizmet alım satım faaliyetlerini ifade eder. Dış ticaretin ihracat ve ithalat olmak üzere iki temel bileşeni bulunmaktadır. Bir ülkenin mal veya hizmetleri başka bir ülkeye satması ihracat, diğer ülkelere satın alması ise ithalat olarak tanımlanır. İhracat ve ithalat faaliyetlerinin toplamı ise uluslararası ticaret ya da dış ticaret kavramını oluşturmaktadır (Vurucu ve Arı, 2022: 25).

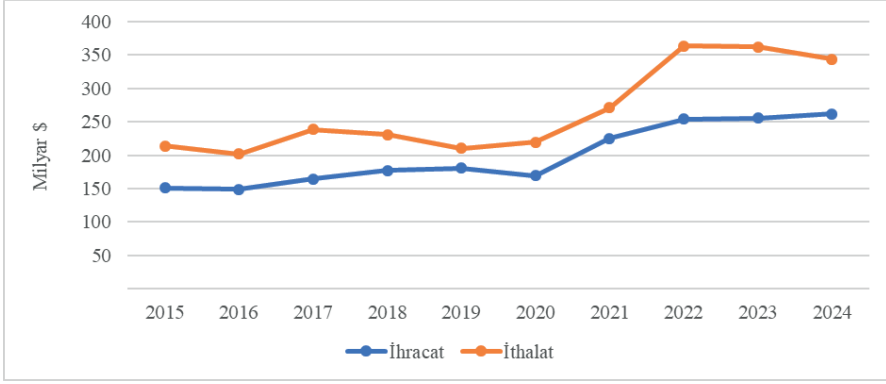
Dış ticaret ya da uluslararası ticaret, farklı ülkelerde bulunan gerçek ya da tüzel kişiler arasında yapılan ve belirli bir sözleşmeye dayanan mal ve para transferlerini ifade eder. Bu süreçte öne çıkan bazı temel unsurlar şunlardır (Argın ve Bakkalçı, 2011: 39):

- Dış ticaret, farklı ülkelerde bulunan taraflar arasında gerçekleşir.
- Ticaretin tarafları, gerçek kişiler ya da tüzel kişiler olabilir.
- Dış ticaret işlemleri, taraflar arasında yapılan ve belirli koşulları içeren bir sözleşme çerçevesinde yürütülür.
- Sözleşmenin konusu olan mal, belirli bir bedel karşılığında el değiştirir.

Dış ticaret faaliyetleri hem gelişmiş ülkelerin hem de gelişen ülkelerin ekonomik kalkınmasında önemli bir yere sahiptir. Bu bağlamda, ihracat ve ithalat değerleri ülkelerin dış ticaret dengesinin belirlenmesinde bir gösterge

olarak dikkate alınmaktadır (Kaygın ve Koç, 2023: 496). Türkiye'nin son 10 yıldaki dış ticaret verileri aşağıda gösterilmiştir.

Grafik 1. Yıllara Göre Dış Ticaret



Kaynak: TÜİK verileri kapsamında hazırlanmıştır.

Grafik 1'e göre ihracat 2015 yılında 151 milyar dolar, 2024 yılında 261,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İthalat ise 2015 yılında 213,6 milyar dolar, 2024 yılında 344 milyar dolar olarak açıklanmıştır. Bu çerçevede 2015 yılında 62,6 milyar dolar olan dış ticaret açığı 2024 yılında 82,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir ifade ile ihracatın ithalatı karşılama oranı 2015 yılında %70,7 iken, 2024 yılında bu oran %76,1 olmuştur.

2.2. Dış Ticaret Sermaye Şirketleri

Türkiye'de ihracata yönelik pazarlama stratejileri kapsamında, Dış Ticaret Sermaye Şirketi modeli benimsenmiş ve 1980 yılında uygulamaya konulmuştur. Bu model, imalatçı olmayan ancak dış pazarlamada uzmanlaşmış ihracatçı sermaye şirketleri aracılığıyla ihracatın teşvik edilmesini ve artırılmasını amaçlamaktadır.

Bu şirketler başlangıçta KOBİ'lerin ürünlerini pazarlama konusunda rol üstlenirken günümüzde daha çok kendi holdinglerine bağlı şirketlerin ürünlerini pazarlamaya odaklanmaktadır. Bununla birlikte bazı Dış Ticaret Sermaye Şirketleri, KOBİ'lere yönelik faaliyetlerini devam ettirmektedir (Kaya, 2021: 22).

2.2.1. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Gelişimi

Küreselleşmenin etkisiyle dış ticaret, giderek daha rekabetçi bir yapıya dönüşmektedir. Bu süreçte ülkeler, ekonomik kalkınmanın temel

göstergelerinden biri olan ihracatı desteklemek ve yerel işletmeleri küresel pazarlarda rekabetçi kılmak amacıyla çeşitli stratejiler ve modeller geliştirmektedir (Baysal, 2023: 3). Türkiye’de 24 Ocak 1980 tarihinde ihracata dayalı kalkınma stratejisinin benimsenmesiyle birlikte teşvik sisteminde köklü değişikliklere gidilmiş ve yeni bir yapıya kavuşmuştur. Bu dönüşümün sonucu olarak Japonya, Güney Kore, Tayland, Brezilya ve ABD’deki Genel Ticaret Şirketleri modelinin Türkiye’de de uygulanmasına karar verilmiş ve bu model 18 Temmuz 1980 tarihli İhracatçı Sermaye Şirketlerini Teşvik Kararı ile hayata geçirilmiştir (Kaya, 2021: 23).

22 Mart 2024 tarihli ve 32497 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar” kapsamında Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip 79 şirket bulunmaktadır. Bu sayı, 25 Temmuz 2024 ve 19 Ekim 2024 tarihlerinde Resmi Gazete’de yayımlanan Ek Kararlar doğrultusunda 89’a yükselmiştir.

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM)’nin 2023 yılı Türkiye’nin İlk 1000 İhracatçı Araştırmasına göre ilk 10’da 7, ilk 100’de ise 49 Dış Ticaret Sermaye Şirketi yer almaktadır. Bu rapora göre Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin gerçekleştirdiği ihracat toplamı 51,6 milyar dolardır. Diğer bir ifadeyle, Türkiye’deki toplam ihracatın %20’si Dış Ticaret Sermaye Şirketleri tarafından gerçekleştirilmiştir.

2.2.2. Dış Ticaret Sermaye Şirketi Statüsüne İlişkin Koşullar

Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsünün verilmesi ve geri alınması, 22 Aralık 1995 tarihli ve 95/7623 sayılı İhracat Rejimi Kararı’nın 3. maddesinin (k) bendine göre belirlenmiştir. Bu düzenlemeler, 8 Aralık 2004 tarihli ve 25664 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Dış Ticaret Sermaye Şirketi Statüsüne İlişkin Tebliğ (İhracat: 2004/12)” kapsamında yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğde daha sonra bazı değişiklikler yapılmış ve bu değişiklikler, 18 Eylül 2009 tarihli ve 27353 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Dış Ticaret Sermaye Şirketi Statüsüne İlişkin Tebliğ (İhracat: 2004/12)’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (İhracat: 2009/12)” ile duyurulmuştur. Bu tebliğlerde yer alan hükümler aşağıda özetlenmiştir.

Ödenmiş sermayesi en az 2 milyon TL olan ve bir önceki takvim yılında gümrük beyannamesi bazında en az (FOB) 100 milyon ABD doları veya eş değerde fiili ihracat gerçekleştiren (transit ve bedelsiz ihracat hariç) anonim şirketler, her yılın Ocak ayının son gününe kadar başvuruda bulunmaları halinde Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsü alabilir veya mevcut statülerini yenileyebilir. Ayrıca ait olduğu yıl yürürlükteki “Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar”da yer almayan şirketler, talep etmeleri

durumunda, başvuru tarihinden 12 ay geriye gitmek suretiyle yapılacak inceleme sonucunda, yukarıdaki şartları haiz olduklarının belirlenmesi halinde, yürürlükteki “Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar”a ek yapılmak suretiyle Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsü alabilirler.

Dış Ticaret Müsteşarlığınca (İhracat Genel Müdürlüğü) yapılan inceleme sonucunda gerekli şartları haiz olduğu belirlenen şirketlere “Dış Ticaret Sermaye Şirketi” statüsü verilerek Resmi Gazete’de yayımlanır. Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsü, yayımlandığı tarihten itibaren müteakip yıla ait “Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar” yayımlanmaya kadar geçerlidir. Ancak yanıltıcı bilgi ve belge kullanılması suretiyle Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsü almış bulunan şirketlerin bu statüleri, şartların yerine getirilmediğinin tespiti halinde, verildiği tarih itibarıyla geri alınır.

2.2.3. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Avantajları

Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip olan şirketler, uluslararası rekabette öne çıkmalarını sağlayacak çeşitli imkânlardan faydalanmaktadır. Ayrıca bu şirketlere KOBİ’lerin disiplinini ve işbirliğini sağlayıcı nitelikte finansal destekler sunulmaktadır. Üstelik bu şirketler, en üst düzeyde saygın bir ihracatçı olarak tanınma fırsatı elde ederler (Baysal, 2023: 3). Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin sahip olduğu avantajlar aşağıda yer almaktadır (Kaya, 2021: 25):

- KDV iadelerinde teminat kolaylığı,
- Dahilde işleme rejiminde teminat kolaylığı
- Eximbank tarafından sağlanan TL ve döviz kredilerinde indirimli faiz oranları ve teminat kolaylığı,
- Onaylanmış kişi statüsü edinmek yoluyla gümrük işlemlerinde kolaylık,
- Devlet yardımlarından öncelikli olarak yararlandırılmaları sağlanır.

3. Literatür Araştırması

3.1. Dış Ticaret Şirketlerinin Finansal Performansına Yönelik Çalışmalar

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin finansal performansına ilişkin sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir. Buna göre Akkaynak (2023), Ar-Ge yatırımlarının Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkisini panel regresyon modelleri aracılığıyla 2009Q1-2022Q2 dönemi için araştırmıştır. Çalışmanın

sonucunda, Ar-Ge yatırımlarının özsermaye karlılığı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Baysal ve Güvel (2023) ise 2009Q1-2022Q2 döneminde Covid-19 pandemisinin Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Panel regresyon analizi sonucunda, Covid-19 pandemisinin özsermaye karlılığı üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Literatürde Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin performansı üzerinde Ar-Ge yatırımlarının ve Covid-19 pandemisinin etkisinin araştırıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise literatürdeki çalışmalardan farklı olarak Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine yönelik finansal durum analizi gerçekleştirilmiştir.

3.2. Finansal Performans Analizine Yönelik Çalışmalar

Literatürde şirketlerin finansal performansına yönelik çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu kısımda daha çok oran analizi ve z-skoru modeli kapsamında şirketlerin finansal analizine yönelik yapılan güncel çalışmalara yer verilmiştir. Doğan (2020), denizyolu yük taşımacılığı şirketlerinin 2014-2016 dönemindeki finansal performanslarını oran analizi yöntemiyle değerlendirmiştir. Çalışmanın sonucunda, likidite ve borçlanma oranlarının kabul edilebilir sınırlar içinde olduğunu ve devir hızı oranlarının incelenen dönemde durağan bir seyir izlediğini belirlemiştir. Beller Dikmen (2021), elektrik enerjisi sektöründeki şirketlerin 2015-2019 dönemindeki finansal performansını incelemiştir. Oran analizi yöntemi sonucunda, likidite oranlarının kabul edilebilir sınırların altında olduğunu, varlıkların finansmanında daha çok uzun vadeli banka kredilerinden yararlandığını ve varlık yönetim etkinliğinin düşük olduğunu tespit etmiştir. Kılıç Karamahmutoğlu (2022), Covid-19 pandemisinin sektörlerin finansal performansına etkisini oran analizi yöntemini kullanarak araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda Covid-19'un bazı sektörleri olumlu, bazı sektörleri ise olumsuz etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır. Kızıl (2023), oran analizi yöntemi yardımıyla Karsan ve Ford Otosan şirketlerinin finansal performansını 2017-2021 dönemi için analiz etmiştir. Buna göre bazı oranlar açısından Karsan şirketinin, bazı oranlar açısından da Ford Otosan şirketinin daha iyi performansa sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Özçelik (2024), Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji ve geleneksel enerji şirketlerinin 2020-2023 dönemi finansal performanslarını DuPont analizi yardımıyla incelemiştir. Buna göre yenilenebilir enerji şirketlerinin net kar marjlarının yüksek, aktif devir hızlarının düşük olduğunu tespit etmiştir. Geleneksel enerji şirketlerinin ise son yıllarda finansal performanslarının azaldığını belirlemiştir.

Fidan (2021), 2017-2019 döneminde Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü şirketlerinin finansal başarısızlık risklerini Altman z-skoru modeliyle incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, şirketlerin çoğunluğunun finansal risklerinin yüksek olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Ova (2023), Altman z-skoru modelini kullanarak 2018-2021 döneminde BİST Gıda ve İçecek Endeksinde yer alan şirketlerin finansal durumunu analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda ilgili şirketlerin genel görünümünün olumlu olduğunu belirtmiştir. Bužinskienė ve Gelashvili (2024), Litvanya'da faaliyet gösteren ulaştırma ve lojistik şirketlerinin 2022 yılı verilerini kullanarak finansal ve ekonomik durumlarını değerlendirmeyi amaçlamışlardır. Bu çerçevede oran analizi, z-skoru modeli ve lojistik regresyon analizinden yararlanmışlardır. Bulgular, şirketlerinin karlılıklarının, borç ödeme gücünün ve likiditesinin yüksek olduğunu göstermiştir. Ayrıca şirketlerinin yaşının ve büyüklüğünün iflas riski üzerinde bir etkiye sahip olmadığını belirlemiştir.

4. Analiz ve Bulgular

Bu çalışmada, 2021-2023 döneminde Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip olan ve hisse senetleri Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören şirketlerin finansal durumlarına yönelik değerlendirmeler gerçekleştirilmiştir. Analiz dönemine, 2024 yılı verileri henüz açıklanmadığı için dahil edilememiştir. Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip şirketlerin listesine, ilgili yıllarda Resmî Gazete'de yayımlanan “Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar” adlı tebliğler aracılığıyla erişilmiştir. Söz konusu listelere göre incelenen dönemde Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip olan ve BİST'te yer alan 15 şirketin olduğu belirlenmiştir. Bu şirketlerin hisse senedi kodları ve isimleri Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. BIST’te İşlem Gören Dış Ticaret Sermaye Şirketleri (2021-2023 Dönemi)

Sıra	Şirket Kodu	Şirket Adı
1	ARCLK	Arçelik A.Ş.
2	ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
3	BRSAN	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.
4	CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
5	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
6	FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.
7	ISDMR	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.
8	IZMDC	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.
9	PSDTC	Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.
10	PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
11	SARKY	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.
12	TGSAS	TGS Dış Ticaret A.Ş.
13	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
14	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
15	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

BIST’te işlem göre Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin finansal performans analizleri oran analizi yardımıyla yapılmıştır. Çalışmada aynı zamanda şirketlerin finansal başarısızlık veya finansal risk düzeylerinin ölçülmesinde kullanılan Altman z-skorları da incelenmiştir. Şirketlere ait veriler Finnet veri tabanından elde edilmiştir.

Şirketlerin finansal performanslarının ölçülmesinde birçok analiz tekniği kullanılmaktadır. Bu analiz tekniklerinden biri de oran analizidir. Oran analizi, finansal tablolarda yer alan kalemlerin birbirlerine oranlanması şeklinde uygulanan bir analiz tekniğidir. Bu çerçevede hesaplanan oranlar aracılığıyla şirketlerin likidite durumu, borç ödeme gücü, finansman şekli, karlılığı, varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığı konularındaki sorulara cevap aranmaktadır (Akgüç, 2010: 20).

Oran analizinde kullanılan oranların tespit edilmesinde, literatürde oran analizi konusunda yapılan çalışmalardan (Örneğin; Doğan, 2020; Kızıl, 2023; Bužinskienė ve Gelashvili, 2024) yararlanılmıştır. Söz konusu çalışmalarda farklı oranların kullanıldığı tespit edilmiştir. Bu çalışmada her oran grubunu temsil edecek üç adet alt oran kullanılmıştır. Oran analizinde kullanılan oranlara ve onların elde edilmesinde kullanılan formüllere Tablo 2’de yer verilmiştir.

Tablo 2. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Finansal Durum Analizinde Kullanılan Oranlar

Oran Grubu	Oran Adı	Formülü
Likidite Oranları	Cari Oran	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler
	Asit-Test Oranı	(Dönen varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler
	Nakit Oranı	(Dönen varlıklar-Stoklar-Alacaklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler
Finansal Yapı Oranları	Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç/Toplam Aktif
	Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı	Öz kaynaklar/Toplam Aktifler
	Borç-Özsermaye Oranı	Toplam Borç/Özsermaye
Faaliyet Oranları	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Ticari Alacaklar
	Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti/Ortalama Stoklar
	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar/Toplam Aktif
Karlılık Oranları	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Aktif
	Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Özsermaye
	Net Kar Marjı	Net Kar/Net Satışlar
Büyüme Oranları	Satışlardaki Büyüme Oranı	$(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$
	Net Kardaki Büyüme Oranı	$(NK_t - NK_{t-1}) / NK_{t-1}$
	Varlıklardaki Büyüme Oranı	$(TV_t - TV_{t-1}) / TV_{t-1}$
t: Cari Dönem t-1: Bir Önceki Dönem		

Finansal durum veya finansal performansın ölçülmesinde kullanılan oran analizi, beş oran grubu üzerine yoğunlaşmaktadır. Bunlar likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranlarıdır. Likidite oranları, şirketin dönen varlıkları ile kısa vadede ödemesi gereken borçlarını gösteren kısa vadeli yükümlülükleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Diğer bir ifadeyle şirketin kısa vadeli borç ödeme gücünü ortaya koymaktadır. Likidite oranları, özellikle bankalar ve satıcılar gibi şirkete kısa vadeli kredi sağlayan kuruluşları ilgilendirmektedir. Aynı zamanda şirket yönetimi için de bu oranlar, ödeme güçlüğüne düşmeden faaliyetlerini sürdürmek açısından büyük önem taşımaktadır. Finansal yapı oranları, şirketin kaynaklarının dağılımı hakkında bilgi veren oranlardır. İşletmenin kaynak dağılımında öz kaynakların ve yabancı kaynakların nasıl dağılım gösterdiği bu oranlar yardımıyla tespit edilmektedir. Faaliyet oranları, şirketlerin varlık yönetiminde etkinliğinin ölçülmesinde kullanılan oranlardır. Özellikle dönen varlıklar içerisinde yer alan ticari alacaklar ve stokların etkin yönetilip yönetilmediği bu oranlar yardımıyla tespit edilmektedir. Karlılık oranları, şirketlerin bir dönem boyunca varlık ve kaynaklarını ne ölçüde etkin kullanıp kullanmadığını açıklayan temel göstergelerin başında gelmektedir.

Büyüme oranları ise şirketin finansal kalemlerinin bir önceki yıla göre değişimini gösteren oranlardır. İşletmelerin temel hedeflerinden birisi de sürekli bir büyüme trendi yakalamaktır (Aslan, 2018: 353; Dağlı, 2017: 64; Elmas, 2017: 124; Ergün ve Ok Ergün, 2020: 196-198; Yenisu, 2019: 25).

Çalışmada finansal performans ölçümünde kullanılan oran analizinin yanında şirketlerin finansal başarısızlık riskini ölçmeye yarayan Altman z-skorumları da hesaplanmış ve şirketler arasında kıyaslama yapılmıştır.

Altman z-skor yöntemi, 1968 yılında Edward I. Altman tarafından şirketlerin finansal başarısızlık risklerini önceden tespit etmek amacıyla geliştirilmiş bir modeldir. Finansal başarısızlığın tespit edilmesinde finansal oranlardan yararlanılmıştır. Farklı finansal oranların içerisinde finansal başarısızlık riskini ölçmede kullanılacak 5 oran seçilmiş ve farklı diskriminant işlemleri uygulanarak z-skoru elde edilmiştir. Altman z-skoru yöntemi imalat şirketlerindeki finansal başarısızlık riskinin tespit edilmesi için ilk kez kullanılmıştır (Gülençer ve Hazar, 2020a: 65; Gülençer ve Hazar, 2020b: 90).

Elde edilen z-skor modeli aşağıdaki gibidir.

$$Z = 0,012X1 + 0,014X2 + 0,033X3 + 0,006X4 + 0,999X5 \quad (1)$$

Bu formülde yer alan değişkenler aşağıdaki gibidir.

X1: Net Çalışma Sermayesi / Aktif Toplamı

X2: Dağıtılmayan Kar / Aktif Toplamı

X3: Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Aktif Toplamı

X4: Öz kaynakların Piyasa Değeri / Toplam Yükümlülükler

X5: Net Satışlar / Aktif Toplamı

Bu formül yardımıyla elde edilen z-skor değeri;

$Z > 2,99$ ise şirketin finansal başarısızlık riski yoktur.

$1,80 < Z < 2,99$ ise şirketin finansal başarısızlık riski belirsizdir (Şirketin başarısızlık riski olabilir veya olmayabilir).

$Z < 1,80$ ise şirketin finansal başarısızlık riski vardır.

Altman z-skoru modeli zaman ilerledikçe farklı sektörler için farklı diskriminant analizleri ile farklı z modellerine dönüşmüştür. Ancak analiz kapsamında ele alınan Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin neredeyse tamamının imalat şirketleri olması sebebiyle çalışmada bu z-skoru modeli kullanılmıştır.

Çalışmada, öncelikle finansal performansın ölçülmesinde kullanılan oran analizleri ile ilgili veriler aktarılmıştır. Oran analizi ile ilgili verilerden sonra Altman z-skorları verilmiştir.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin likidite oranlarına ilişkin bilgiler Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Likidite Oran Analizi Sonuçları

İlgili Dönem Dış Ticaret Sermaye Şirketleri	Likidite Oran Analizi								
	Cari Oran			Asit Test Oranı			Nakit Oranı		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ARCLK	1,47	1,18	1,24	1,00	0,76	0,87	0,39	0,30	0,35
ASELS	1,38	1,41	1,45	0,90	0,85	0,76	0,15	0,18	0,13
BRSAN	1,04	1,08	1,24	0,62	0,53	0,49	0,31	0,12	0,15
CIMSA	1,16	1,41	1,36	0,65	1,11	1,02	0,13	0,81	0,71
EREGL	2,80	2,25	1,51	1,51	0,90	0,54	0,99	0,44	0,29
FROTO	1,58	1,20	1,09	1,25	0,81	0,68	0,68	0,22	0,16
ISDMR	3,03	2,32	1,53	1,39	0,79	0,54	1,03	0,48	0,31
IZMDC	0,69	0,86	0,77	0,40	0,36	0,26	0,32	0,20	0,14
PSDTC	1,02	1,02	1,03	1,02	1,02	1,03	0,06	0,06	0,07
PETKM	2,56	1,11	0,76	2,05	0,93	0,48	0,49	0,46	0,16
SARKY	1,44	1,37	1,45	0,95	0,87	0,86	0,10	0,09	0,17
TGSAS	1,02	1,02	1,02	0,96	0,98	0,97	0,34	0,72	0,33
TOASO	1,18	1,28	1,70	0,99	1,15	1,42	0,30	0,46	0,70
TTRAK	1,47	1,28	1,59	0,84	0,75	0,94	0,47	0,52	0,78
VESTL	0,68	0,64	0,62	0,36	0,34	0,31	0,06	0,03	0,03

Likidite oranları cari varlıklar ile cari borçlar arasındaki ilişkiyi ortaya koymakta ve şirketin kısa vadeli borç ödeyebilme gücünü ölçmektedir. Likidite oranlarında genel olarak cari oranın 1,5-2 olması, asit-test oranının 1 olması ve nakit oranının 0,20 olması yeterli kabul edilmektedir (Sayılğan, 2019: 171). Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin likidite oran analiz sonuçlarına göre ele alınan dönemde “VESTL” ve “IZMDC” kodlu şirketlerin cari oranı ile asit-test oranı diğer şirketlerin oranlarına kıyasla düşük gerçekleşmiştir. Özellikle “VESTL” kodlu şirketin son üç yıllık nakit oranları incelendiğinde şirketin nakit oranlarının oldukça düşük olduğu görülmektedir. Şirketin nakit ve nakit benzerlerinin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada oldukça yetersiz olduğu anlaşılmaktadır. “PSDTC” kodlu şirketin cari oran ve asit test oranı diğer şirketlerin oranlarına yakınsa özellikle nakit oranının üç yılda da çok düşük olduğu görülmektedir. Bu durum şirketin nakit ve nakit benzerleriyle kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede zorlandığı

şeklinde yorumlanabilir. Kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanılan dönen varlıkların yapısı önem taşımaktadır. Stoklar gibi diğer dönen varlıklara göre daha az likit olan varlıkların dönen varlıklar içerisindeki payının yüksek olması kredi ödemelerinde zorluk yaşanabileceğini gösterebilir. Likidite oranlarının yüksek olması şirketin borcunu ödeme gücünün yüksek olması anlamına gelmektedir. Ancak bu oranların çok yüksek olması da şirketler tarafından istenmeyen bir durumdur. Tablo 3'e bakıldığında 2021 ve 2022 yıllarında "EREGL" kodlu şirket ile "ISDMR" kodlu şirketin cari oranlarının standart olarak kabul edilen oranların üzerinde olduğu görülmektedir. Aynı şekilde "PETKM" kodlu şirketin 2021 yılındaki cari oranı da kabul edilen sınırın üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca asit test-test oranı açısından ise şirketlerin genel olarak kabul edilebilir sınıra yakın olduğu söylenebilir.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin kaldıraç oranlarına ilişkin verilere Tablo 4'te yer verilmiştir.

Tablo 4. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Kaldıraç Oran Analizi Sonuçları

İlgili Dönem Dış Ticaret Sermaye Şirketleri	Finansal Yapı (Kaldıraç) Oran Analizi (%)								
	Finansal Kaldıraç Oranı			Toplam Borç/Özsermaye			Özsermaye/Aktif Toplamı		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ARCLK	75,25	75,23	76,93	330,30	330,34	352,93	24,76	24,77	23,07
ASELS	44,34	44,20	41,31	80,50	80,15	71,24	55,08	55,14	57,98
BRSAN	59,63	57,03	55,38	147,73	132,74	124,11	40,36	42,96	44,62
CIMSA	47,17	43,87	38,95	99,22	104,67	80,54	52,83	56,13	61,05
EREGL	33,13	32,15	38,22	50,91	48,62	63,65	65,08	66,12	60,06
FROTO	76,28	70,66	66,36	321,67	240,83	197,24	23,72	29,34	33,64
ISDMR	29,77	30,65	36,56	42,39	44,19	57,64	70,23	69,35	63,44
IZMDC	89,67	60,66	45,69	893,08	159,49	99,55	10,04	38,03	45,90
PSDTC	97,76	97,70	97,53	4,356.85	4,251.82	3,946.94	2,24	2,30	2,27
PETKM	58,20	56,86	46,35	139,20	131,94	86,83	41,81	43,09	53,39
SARKY	74,90	65,85	60,10	298,55	192,99	151,18	25,09	34,12	39,76
TGSAS	97,74	97,85	97,87	4,325.48	4,549.49	4,594.61	2,26	2,15	2,13
TOASO	75,53	64,97	53,12	308,70	185,50	113,31	24,47	35,03	46,88
TTRAK	66,44	64,45	52,56	197,94	181,32	110,78	33,56	35,55	47,44
VESTL	76,07	73,04	67,36	347,09	299,08	233,93	21,91	24,42	28,79

Finansal kaldıraç oranının yüksek olması, şirketin faiz ve anapara taksit ödemelerinde zorluk yaşama riskini artırır. Ele alınan dönem itibariyle özellikle "TGSAS" ve "PSDTC" kodlu şirketlerin finansal kaldıraç oranlarının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu şirketler, aktiflerinin tamamına

yakınına yabancı kaynaklar ile finanse etmiştir. Bu durum ele alınan yılların tamamında bu şekilde gerçekleşmiştir. “IZMDC” kodlu şirketin 2021 yılındaki finansal kaldıraç oranı yüksek olmasına karşın bu oran diğer iki yılda azalma eğilimi göstermiştir. Finansal kaldıraç oranının genel itibari ile %50 olması istenilir. Şirketlerin bu durumu kaldıraç etkisinden faydalanmak için yapıp yapmadığı araştırılmalıdır. Bu derece yüksek finansal kaldıraç oranına sahip bir şirketin bu durumu kredi veren kuruluşlar tarafından dikkate alınacaktır. “ISDMR” kodlu şirket ise düşük finansal kaldıraç oranına sahip bir şirket olarak dikkat çekmektedir. Bu şirket yukarıdaki şirketlerin tam aksine varlıklarının finansmanında öz kaynakları daha fazla kullanmaktadır. Ancak bu şirketin de fırsat maliyeti konusuna dikkat etmesi gerekmektedir. Özellikle ele alınan dönem itibariyle öz kaynak maliyeti ile borçlanmanın maliyetinin karşılaştırılması ve hangi maliyet kalemi daha düşük ise o kalemin daha fazla kullanılması gerekliliği göz önünde bulundurulmalıdır.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin faaliyet oranlarına ilişkin verilere Tablo 5’te yer verilmiştir.

Tablo 5. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Faaliyet Oran Analizi Sonuçları

İlgili Dönem Dış Ticaret Sermaye Şirketleri	Faaliyet Oranı Analizi								
	Stok Devir Hızı			Alacak Devir Hızı			Aktif Devir Hızı		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ARCLK	3,62	5,61	5,74	3,61	6,74	6,03	1,04	1,62	1,23
ASELS	1,96	3,39	3,16	2,69	4,60	5,22	0,50	0,70	0,59
BRSAN	3,21	3,18	2,91	5,07	5,76	7,86	0,60	1,01	1,01
CIMSA	7,49	11,35	11,68	5,48	11,91	11,13	0,72	0,97	0,63
EREGL	2,23	2,24	2,25	9,53	8,33	8,90	0,74	0,85	0,61
FROTO	13,37	19,31	18,81	9,94	14,72	15,62	2,12	2,97	2,44
ISDMR	2,63	2,49	3,12	15,68	15,21	20,83	0,87	0,95	0,84
IZMDC	5,98	11,69	8,41	58,86	54,39	52,88	1,75	2,90	1,37
PSDTC	246,20	630,94	538,77	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01
PETKM	10,53	16,78	15,37	7,97	16,05	12,20	1,14	1,46	0,70
SARKY	10,56	20,53	13,43	6,77	12,93	11,68	3,17	4,96	3,23
TGSAS	0,00	0,16	0,06	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02
TOASO	12,06	25,42	18,05	5,18	9,15	10,70	1,38	2,55	1,97
TTRAK	7,43	9,51	9,85	11,89	19,49	31,49	2,18	2,58	2,32
VESTL	3,12	5,76	5,71	6,07	10,51	9,68	0,93	1,43	1,08

Faaliyet oranları içerisinde ele alınan her kalem oldukça önemlidir. Stok devir hızı, şirketin stoklarını bir yıl içinde kaç kez tükettiğini göstermektedir. Tablo 5’e göre aynı sektörde yer alan “PSDTC” kodlu şirketin oldukça

yüksek, “TGSAS” kodlu şirketin ise çok düşük bir stok devir hızına sahip olduğu dikkat çekmektedir. Alacak devir hızı, şirketlerin kredili alacaklarını yılda kaç kez tahsil ettiğini göstermektedir. Bu çerçevede “İZMDC” kodlu şirketin diğer şirketlere göre alacaklarını daha hızlı tahsil ettiği görülmektedir. Diğer demir çelik şirketlerine göre karşılaştırıldığında İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.’nin alacakların tahsil etmede etkin olduğu tespit edilmiştir. Aktif devir hızı, şirkette bir dönem boyunca yapılan yatırımların etkin kullanılıp kullanılmadığının temel göstergesidir. Aktif devir hızı yüksek olan şirketlerin varlıklarını diğer şirketlere göre daha etkin kullandığı söylenebilir. Tablo 5’e göre “SARKY” kodlu şirketin aktif devir hızı diğer şirketlere göre üç yılda da yüksek gerçekleşmiştir. Bu şirketin varlıklarını diğer şirketlere göre daha etkin kullandığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin karlılık oranlarına ilişkin bilgiler Tablo 6’da sunulmuştur.

Tablo 6. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Karlılık Oran Analizi Sonuçları

İlgili Dönem Dış Ticaret Sermaye Şirketleri	Karlılık Oran Analizi (%)								
	Aktif Karlılığı			Özsermaye Karlılığı			Net Kar Marjı		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ARCLK	4,66	3,96	6,45	18,46	17,42	29,11	4,49	2,44	5,25
ASELS	17,71	1,34	5,81	32,83	2,43	10,22	35,41	1,92	9,91
BRSAN	0,77	6,12	9,82	1,85	14,59	22,29	1,29	6,08	9,73
CIMSA	19,59	18,93	7,71	49,89	44,45	16,86	27,14	19,58	12,15
EREGL	16,84	11,95	1,66	25,43	18,19	2,67	22,76	14,09	2,73
FROTO	26,22	25,55	29,05	102,38	90,49	90,48	12,38	8,60	11,91
ISDMR	15,38	10,31	4,38	21,16	14,79	6,68	17,72	10,85	5,19
İZMDC	-12,38	27,28	4,23	-129,04	86,96	9,81	-7,08	9,40	3,08
PSDTC	1,18	0,51	0,56	46,07	22,38	23,45	122,03	29,65	45,96
PETKM	21,63	-1,92	8,83	53,67	-4,48	18,04	18,99	-1,31	12,23
SARKY	12,64	8,59	10,37	48,57	27,09	27,70	3,99	1,73	3,21
TGSAS	0,49	0,15	0,44	22,53	7,00	20,80	50,30	7,31	19,29
TOASO	15,28	19,27	23,24	64,26	59,34	55,07	11,05	7,56	11,82
TTRAK	24,71	26,84	37,02	75,72	76,31	85,70	11,35	10,41	15,99
VESTL	5,40	-0,14	1,40	22,96	-0,60	5,16	5,83	-0,10	1,29

Karlılık, şirketin bir faaliyet dönemi boyunca yaptığı yatırımların ve uyguladığı stratejilerin bir sonucu olarak şirketlerin finansal performans ölçümlerinde sıklıkla kullanılmaktadır. Karlılık, şirketin bilançosunda yer alan kalemlerin hepsini içine alan ve hepsi hakkında yorum yapma imkânı sunan bir çıktıdır. Ancak unutulmamalıdır ki karlılık tek başına odaklanması

durumunda analizlerde hatalı çıkarımlar yapılmasına sebep olabilmektedir. Çünkü şirketlerin değer kavramı karlılıktan daha önemlidir. Tablo 6'ya göre incelenen dönemde "FROTO" ve "TTRAK" şirketlerinin aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı oranlarının diğer şirketlere göre genel olarak daha yüksek olduğu görülmektedir. Öte yandan "PSDTC" kodlu şirketin net kar marjı diğer şirketlerin net kar marjlarından oldukça yüksektir. Ayrıca "IZMDC", "PETKM" ve "VESTL" kodlu şirketlerin bazı dönemlerde zarar ettiği Tablo 6'dan anlaşılmaktadır.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin büyüme oranlarına ilişkin bilgiler Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Büyüme Oran Analizi Sonuçları

İlgili Dönem Dış Ticaret Sermaye Şirketleri	Büyüme Oran Analizi (%)								
	Satışlardaki Büyüme Oranı			Aktif Büyüme Oranı			Net Kardaki Büyüme Oranı		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ARCLK	66,82	277,17	44,34	82,77	173,19	60,35	7,61	105,10	210,33
ASELS	25,05	231,99	58,92	36,13	211,99	50,14	60,27	-82,02	721,08
BRSAN	96,57	202,93	89,94	104,95	67,50	102,61	-	1330,98	203,96
CIMSA	80,39	455,90	42,19	2,33	620,55	46,54	478,45	301,09	-11,80
EREGL	112,89	87,29	15,74	118,03	38,32	77,27	369,22	15,96	-77,60
FROTO	43,78	353,66	84,37	77,75	307,33	79,75	109,80	215,08	155,41
ISDMR	115,67	69,89	42,90	96,71	33,96	81,51	166,92	3,99	-31,59
IZMDC	107,66	336,56	2,10	67,70	220,10	83,11	-	-	-66,56
PSDTC	42,32	271,98	-1,15	84,59	122,75	2,62	103,02	-9,64	53,24
PETKM	136,65	240,78	-16,09	52,27	239,28	26,06	-	-	401,23
SARKY	105,60	284,13	15,58	90,69	174,30	41,74	123,10	66,83	113,77
TGSAS	51,81	281,27	19,42	17,83	130,62	16,83	321,69	-44,57	215,06
TOASO	26,01	317,79	48,55	20,53	214,40	53,90	83,91	185,68	132,31
TTRAK	86,51	255,52	103,80	33,07	325,59	80,19	70,29	225,96	212,95
VESTL	50,87	241,86	37,19	59,14	160,14	51,71	6,93	-	-

Herhangi bir sektör fark etmeksizin her şirketin temel amaçlarından birisi de büyüme. Büyüme, şirketin finansal tablolarında yer alan kalemlerin yıllar itibariyle değişiminden görülebilmektedir. Ancak büyümeyi temsil eden finansal tablo kalemleri analizciler tarafından iyi seçilmelidir. İşletmenin satışlarındaki büyüme, aktiflerindeki büyüme ve karlılığındaki büyüme bu anlamda şirketin büyümesini temsil eden kalemlerin başında gelmektedir. Tablo 7 incelendiğinde 15 Dış Ticaret Sermaye Şirketinin tamamına yakınının satışlarında 2021 yılından 2022 yılına göre bir büyüme gerçekleştiği görülmektedir. Ancak yine Tablo 7 incelendiğinde 2023

yılında şirketlerin tamamının bir önceki yıla göre daha az büyüdüğüne hatta bazılarının satışlarında büyümenin aksine küçülmenin olduğu tespit edilmiştir. Aktiflerdeki büyüme incelendiğinde de yine benzer yorumlar yapılabilmektedir. Birçok şirketin varlıklarındaki büyüme 2022 yılında oldukça yüksek gerçekleşmişken 2023 yılında birçok şirketin varlıklarındaki büyümenin düştüğü görülmektedir.

Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin z-skoru sonuçları Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8. Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Altman Z-Skor Sonuçları

İlgili Dönem Dış Ticaret Sermaye Şirketleri	Altman Z Skoru		
	2021	2022	2023
ARCLK	7,22	5,77	6,20
ASELS	8,36	6,87	7,61
BRSAN	4,39	5,35	6,22
CIMSA	7,34	7,78	7,58
EREGL	10,39	9,37	7,45
FROTO	9,16	7,92	8,07
ISDMR	10,61	8,84	7,27
IZMDC	2,60	7,22	5,95
PSDTC	3,58	3,41	3,36
PETKM	11,63	5,94	6,81
SARKY	8,30	7,57	8,86
TGSAS	3,50	3,49	3,47
TOASO	7,25	7,91	9,54
TTRAK	8,95	8,25	11,03
VESTL	4,09	3,91	3,81

Şirketlerin finansal başarısızlık riskinin ölçülmesinde, Altman z-skoru yöntemi günümüzde sıklıkla kullanılmaktadır. Tablo 8’de ilgili şirketlerin son üç yıldaki z-skoru sonuçları verilmiştir. Z-skorunun 2,99’den büyük olması durumunda şirketlerin iflas risklerinin olmadığı sonucuna varılmaktadır. Tablo 8 incelendiğinde “IZMDC” kodlu şirketin z-skoru değeri 2021 yılında bu değerin altında gerçekleşmiştir. Ancak 2022 ve 2023 yılında şirketin z-skorları eşik değerin üstünde gerçekleşmiştir. Buna göre “IZMDC” şirketinin genel olarak iflas riski bulunmadığı söylenebilir. Aynı zamanda diğer şirketlerin incelenen dönem itibarıyla z-skorlarının 2,99’den yüksek olduğu ve herhangi bir finansal başarısızlık riski taşımadığı görülmektedir. Ancak

küreselleşmenin getirdiği yenilikçi yaklaşımı terk eden, teknolojik ilerlemeye ayak uyduramayan ve müşteri taleplerine karşılık veremeyen şirketlerin finansal başarısızlık riski ile karşı karşıya kalabileceği de unutulmamalıdır.

5. Sonuç

Şirketlerin dışarıya açılan kapısı olarak görülen finansal tablolar, şirketin dününü, bugünü ve yarını ilgililere sunan unsurlardır. Bu kapsamda bütün taraflar herhangi bir şirket hakkında bilgi almak için öncelikle şirketlere ait finansal tablolara bakarlar. Ancak şirkete ait finansal tablolarda yer alan kalemler ve tutarlar farklı kesimler tarafından tam anlamı ile anlaşılabilir. Finansal tabloların daha iyi anlaşılması için farklı finansal analiz teknikleri ile analiz edilmeleri gerekmektedir.

Finansal analiz tekniklerinden biri olan oran analizi, şirkete ait finansal tablolarda yer alan kalemlerin birbirlerine oranlanması sonucunda elde edilmektedir. Oran analizi; likidite oranı, finansal yapı oranı, faaliyet oranı, karlılık oranı ve büyüme oranı olmak üzere beş alt oran analizinden oluşmaktadır.

Bu çalışmada 2021-2023 döneminde Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsünde olan ve BIST’te işlem gören şirketlerin finansal performansları oran analizi ile yorumlanmıştır. Aynı zamanda bu çalışmada, finansal başarısızlık riskini açıklayan Altman z-skor yöntemi ile şirketlerin finansal başarısızlık risk düzeyleri incelenmiştir.

Çalışma kapsamında, Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsüne sahip olan ve hisse senetleri BIST’te işlem gören 15 adet şirketin son üç yıldaki verileri analiz edilmiştir. Bu şirketlere ait likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranları ile finansal başarısızlık riskini ölçen Altman z-skorları ortaya konulmuştur. Analiz sonuçlarına göre;

- “VESTL” ve “IZMDC” kodlu şirketlerin likidite oranları diğer şirketlerin likidite oranlarına kıyasla ele alınan dönemlerde düşük gerçekleşmişken, “EREGL”, “ISDMR” ve “PETKM” kodlu şirketlerin cari oranları bazı yıllarda kabul edilen oranların üzerinde seyretmiştir. Likidite oranlarının yüksek olması borç ödeme gücünü gösterirken, aşırı yüksek olması da şirketler için istenmeyen bir durum olabilir.
- “TGSAS” ve “PSDTC” kodlu şirketlerin finansal kaldıraç oranlarının oldukça yüksek olduğu belirlenmiştir. Bu şirketlerin aktiflerinin neredeyse tamamı yabancı kaynaklardan finanse edilmektedir. Bu durum ele alınan dönemlerin tamamında bu şekilde gerçekleşmiştir.

Bunun yanında “ISDMR” kodlu şirket ise düşük finansal kaldıraç oranına sahip bir şirket olarak dikkat çekmektedir.

- Dış Ticaret Sermaye Şirketleri içerisinde “PSDTC” kodlu şirketin stok devir hızının oldukça yüksek olduğu, “TGSAS” kodlu şirketin ise çok düşük bir stok devir hızına sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca “IZMDC” kodlu şirketin alacaklarını daha hızlı tahsil ettiği ve “SARKY” kodlu şirketin aktif devir hızının yüksek olduğu saptanmıştır.
- “FROTO” ve “TTRAK” şirketlerinin aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı oranlarının diğer şirketlere göre genel olarak daha yüksek olduğu belirlenmiştir. “PSDTC” kodlu şirketin net kar marjı diğer şirketlerin net kar marjlarından oldukça yüksektir. Ayrıca “IZMDC”, “PETKM” ve “VESTL” kodlu şirketlerin bazı dönemlerde net kar yerine zarar ettiği tespit edilmiştir.
- Birçok şirketin varlıklarındaki ve satışlarındaki büyüme 2022 yılında oldukça yüksek gerçekleşmişken 2023 yılında birçok şirketin varlıklarında ve satışlarındaki büyümenin düştüğü görülmektedir.
- “IZMDC” kodlu şirketin z-skoru değeri 2021 yılında 2,99 değerinin altında gerçekleşmiştir. Ancak 2022 ve 2023 yılında şirketin z-skorları eşik değerin üstüne çıkmış ve şirket finansal başarısızlık riskini ortadan kaldırmıştır. Benzer şekilde diğer şirketlerin de finansal başarısızlık riski taşımadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Dış Ticaret Sermaye Şirketleri, ihracatın teşvik edilmesi ve artırılması noktasında önemli bir ekonomik rol oynamaktadır. Bu nedenle bu çalışmada Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin finansal durumu oran analizi ve z-sokuru modeli aracılığıyla ortaya konulmuştur. Şirketlerin finansal analizi bazı oranlar üzerinden gerçekleştirilmiştir. Gelecek çalışmalarda farklı finansal oranlar kullanılarak farklı sektör/sektörlerdeki şirketler için finansal analizler gerçekleştirilebilir.

Kaynakça

- Akgüç, Ö. (2010). Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Akkaynak, B. (2023). Ar-Ge Yatırımları ve Finansal Performans: Dış Ticaret Sermaye Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Enderun*, 7(1), 18-36.
- Argın, N., & Bakkalı, A. C. (2011). Türkiye'nin Dış Ticaret Tarihi: Teori Uygulama Politika Mevzuat. Ekin Yayınevi, Bursa.
- Aslan, T. (2018). Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi: Bist'de İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi (MUVU)*, 11(3), 349-362.
- Baysal, Y. V. (2023). Covid-19 Pandemisinin Türkiye'deki Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin Finansal Performansına Etkisi; Panel Veri Uygulaması (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Gedik Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İstanbul.
- Baysal, Y. V., & Güvel, E. A. (2023). The Effects of The Covid-19 Pandemic on The Return on Equity of Foreign Trade Capital Companies. *Ekonomi İşletme ve Maliye Araştırmaları Dergisi*, 5(3), 171-193.
- Beller Dikmen, B. (2021). Elektrik Enerjisi Sektörünün Finansal Performanslarının Oran Analizi Yöntemi İle İncelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(1), 912-926.
- Bužinskienė, R., & Gelashvili, V. (2024). The Economic and Financial Health of Lithuanian Logistics Companies. *Risks*, 12(6), 99.
- Dağlı, H. (2017). Finansal Yönetim. Derya Kitabevi, Trabzon.
- Doğan, Ö. (2020). T.C. Merkez Bankası Sektör Bilançoları Üzerinden Deniz Yolu Yük Taşımacılığının Finansal Performans Analizi. *Turkish Journal of Maritime and Marine Sciences*, 6(2), 191-206.
- Elmas, B. (2017). Finansal Analiz Uygulamaları, TMS/TFRS'ye Göre Anlatım ve Gerçek Tablolar Üzerinden Analizler. İmaj Yayınevi, Ankara
- Ergün, T., & Ok Ergün, H. (2020). Analysis of Financial Performance of the Firms in Manufacturing Industry: The Case of ISO 500. Güngör, B., Yerdelen Kaygın, C., & Gün, M. (Edt.). In *Researches On Financial Performance*. (ss. 191-212). Nobel Kitabevi, Ankara.
- Fidan, M. E. (2021). BİST'te İşlem Gören Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü İşletmelerinin Altman-Z Skor Yöntemi ile Finansal Başarısızlık Tahmini. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(3), 1945-1969.
- Gülençer, S., & Hazar, A. (2020a). Borsa İstanbul Teknoloji Endeksi (XUTEK) Şirketlerinin Altman Z-Skor Analizi İle Değerlendirilmesi. *ISPEC International Journal of Social Sciences & Humanities*, 4(2), 59-76.
- Gülençer, S., & Hazar, A. (2020b). Borsa İstanbul'da Faaliyet Gösteren İlaç Şirketlerinin Altman Z Skor ve TOPSIS Yöntemleri İle Değerlendirilmesi. *Ekonomi ve Finansal Araştırmalar Dergisi*, 2(2), 83-105.

- Kalender, S. (2013). İşletmelerin Uluslararası Pazarlara Girişte Karşılaştıkları Engellerin İhracat Performansı Üzerindeki Etkilerinin Belirlenmesine Yönelik Dış Ticaret Sermaye Şirketleri Üzerine Bir Araştırma (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Trakya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.
- Kaya, F. (2021). Dış Ticaret İşlemleri Yönetimi. Beta Yayınevi, İstanbul.
- Kaygın, C. Y., & Koç, A. K. (2023). Türkiye'nin Uluslararası Taşımacılık Faaliyetlerinin Performansının Entropi ve EDAS Yöntemleri ile Analizi. *Business & Management Studies: An International Journal*, 11(2), 492-510.
- Kılıç Karamahmutoglu, M. (2022). Covid-19'un Sektörlerin Finansal Performansına Etkisinin Oran Analizi Yöntemi İle İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (95), 35-56.
- Kızıl, C. (2023). Otomotiv Sektöründe Finansal Performansın Oran Yöntemiyle Analizi: Karsan ve Ford Otosan Karşılaştırması (2017-2021 Dönemi). *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(1), 255-275.
- Onursal, E. (2021). Mevzuat ve Teknik Yönleri ile Dış Ticaret. Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Ova, A. (2023). BIST Gıda ve İçecek Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Durum Analizi. *Abi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(3), 670-682.
- Özçelik, M. (2024). Türkiye'de Yenilenebilir ve Geleneksel Enerji Şirketlerinin Finansal Performans Karşılaştırması: DuPont Analizi Yaklaşımı. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 16(31), 345-359.
- Resmi Gazete, Dış Ticaret Sermaye Şirketi Statüsüne İlişkin Tebliğ (İhracat: 2004/12), Sayı: 25664, 08.12.2004.
- Resmi Gazete, Dış Ticaret Sermaye Şirketi Statüsüne İlişkin Tebliğ (İhracat: 2004/12)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (İhracat: 2009/12), Sayı: 27353, 18.09.2009.
- Resmi Gazete, Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar, Sayı: 32497, 22.03.2024.
- Resmi Gazete, Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar, Sayı: 32612, 25.07.2024.
- Resmi Gazete, Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine İlişkin Karar, Sayı: 32697, 19.10.2024.
- Sayılgan, G. (2019). Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı. Siyasal Kitabevi, Ankara.
- TİM (2024). Türkiye'nin İlk 1000 İhracatçı Araştırması, <https://tim.org.tr/tr/turkiyenin-ilk-1000-ihracatci-arastirmasi> (23.02.2025).
- Türkiye İstatistik Kurumu (2024). Dış Ticaret İstatistikleri, <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=Dis-Ticaret-104> (23.02.2025).

- Vurucu, M., & Arı, M. U. (2022). Güncel Gelişmeler Işığında Uluslararası Bankacılık ve Finans. Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Yenisu, E. (2019). Finansal Tabloların Oran Analizi İle İncelenmesi: Adese Örneği. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ASED)*, 3(1), 19-45.

BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan Yenilenebilir Enerji Şirketlerinin Finansal Performanslarının İncelenmesi

Elif Hilal Nazlıoğlu¹

Özet

Küresel ısınma kaynaklı iklim değişikliği sorunu ekonomik ve sosyal hayatı olumsuz etkilemektedir. Bu doğrultuda öne çıkan sürdürülebilir kalkınma için belirlenen Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SDG) ülkeler için uygulanması gereken önemli faaliyetleri ortaya çıkarmıştır. Sera gazı etkisinin azaltılması için fosil kaynak kullanımının azaltılarak yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımının artırılması gerekliliği doğmuştur. Yenilenebilir enerji yatırımları için finansman kaynağının sağlanması ve yatırımların bu alana çekilmesi önem arz etmektedir. Ülkeler hedefler doğrultusunda yenilenebilir enerji projeleri geliştirmekte ve yatırımlarını artırmaktadır. İlgili alanda yatırım ve üretim yapan şirket sayısının artması ve bu şirketlerin borsada işlem görmesi bu alanda şirketlerin performanslarının değerlendirilmesi gerekliliğini doğurmuştur. Hem şirket yöneticileri hem de ilgili şirketlere yatırım yapmak isteyenler için şirketlerin finansal durumları ve kârlılıklarının ne durumda olduğu ve hedeflere ne derecede ulaşıldığının bilinmesi gerekmektedir. Bununla birlikte yenilenebilir enerji şirketleri ülkeler için enerji bağımlılığı ve enerji güvenliği konularında da oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Bu doğrultuda çalışmanın amacı yenilenebilir enerji şirketlerinin finansal performansının değerlendirilmesinin önemli olduğunu ortaya çıkarmaktır.

Çalışmada Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksinde ve Buhar, Gaz ve Elektrik Endeksinde yer alan yenilenebilir enerji şirketlerinden (AKENR, AYDEM, ENJSA ve ZOREN) seçili dört işletme incelenmiştir. İlgili şirketlerin performanslarını değerlendirebilmek için finansal analiz yöntemlerinden Dupont Analizi yaklaşımı kullanılmıştır. Çalışmada şirketlerin 2021, 2022 ve 2023 yıllarına ait temel mali tablolardan bilanço ve gelir tablosu verileri

1 Öğr.Gör.Dr, Pamukkale Üniversitesi, Denizli Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Otel, Lokanta ve İkram Hizmetleri Bölümü, enazlioglu@pau.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-4425-7479

kullanılarak analizler yapılmıştır. İlgili dönem için seçili şirketlerin finansal performansları ve kârlılık durumları hesaplanarak hem firma bazında hem de sektörel bazda değerlendirmeler yapılmıştır. Sonuçlar yıllar itibariyle şirket performanslarının değiştiğini göstermiştir. Özellikle finansal oranlar bazında en başarılı şirketlerin yıllar itibariyle değişim gösterdiği dikkat çekmiştir.

1. Giriş

Enerji ekonomik ve sosyal hayat için önemli bir kaynaktır. Ekonomilerin büyümesi, gelişmesi ve kalkınmanın sağlanabilmesi için bir üretim girdisi olmakla birlikte finansal piyasalar açısından da önemli bir yatırım (finansal) aracıdır. Sosyal hayatın devamı için olmazsa olmaz bir faktördür. Dünya nüfusunun artması, ekonomik rekabet ve üretim faaliyetlerinin sürekliliği açısından düşünüldüğünde enerjiye olan talebin sürekli artacağı tahmin edilmektedir. Nitekim enerji tüketim miktarlarının 1998 yılına göre 2023'te iki katı ve 2055 için üç katına çıkacağı öngörülmektedir (Özkaya, 2004: 1; Özçelik, 2024: 346). Enerji tüketiminde fosil enerji kaynaklarının yenilenebilir enerji kaynaklarına göre kullanımının oldukça fazla olduğu bilinmektedir. Bu durum doğaya verilen zararın artması, enerji rezervlerinin tükenme tehdidiyle karşı karşıya olması ve özellikle enerji bağımlısı ülkelerde dış ticaret açıklarının oluşmasına ve gelir kaybına yol açmaktadır.

Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Komisyonu, 1987 yılında "Ortak Geleceğimiz" adıyla yayınlanan Brutland Raporu ile sürdürülebilir kalkınma kavramı ülkelerin ekonomik, siyasi ve politik kararlarında yer edinmeye başlamıştır (Brundtland ve Khalid, 1987). Nitekim 2050 net sıfır emisyon hedefi doğrultusunda Sürdürülebilir Kalkınma Amaçları belirlenmiş ve özellikle yedinci amaç olan temiz enerji başlığı ülkeler için fosil kaynaklardan yenilenebilir enerji kaynaklarına geçişin (enerji dönüşümünün) önemini ortaya çıkarmıştır. Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri doğrultusunda yenilenebilir enerji yatırımlarının artması ve fosil enerji kaynaklarına bağlı sera gazı salınımlarının azaltılması gerekmektedir (Küresel Amaçlar, 2025). Bu durum enerji sektöründe yatırımların değişmesine neden olmakla birlikte ekonomik büyüme, ekonomik kalkınma ve finansal gelişme için önemli etkilere yol açabilir. Yenilenebilir enerji üretiminin artması özellikle fosil enerji bağımlısı ülkeler için enerji bağımsızlığı yolunda ilerlemeler sağlayabilir.

Enerji sektöründe yenilenebilir enerji şirketlerinin sayısının artması finansal piyasaların gelişmesi ve büyümesi için katkı sağlayabilir. Yenilenebilir enerji yatırımlarının artması için gerekli finansman kaynağının bulunmasında finansal piyasaların yatırımlar için önemli avantajları olabilir. Yenilenebilir enerji yatırımlarının hayata geçirilebilmesi bir finansman kaynağı bulma süreci doğurmakla (Elie vd., 2021) birlikte hem sürdürülebilirlik hedeflerinin

gerçekleştirilmesine katkı sağlamakta hem de ülkelerin enerji bağımlılığı ve özellikle de enerji güvenliği sorunsalının çözümüne katkı sağlamaktadır (Küresel Amaçlar, 2025). Enerji sosyal hayat ve ekonomik faaliyetler için hayati bir öneme sahip olmakla birlikte finans sektörü içinde önemli bir yatırım alanı (aracı) olmuştur. Sürdürülebilirlik yaklaşımı yenilenebilir enerji konusunda finansal piyasalar açısından yeşil krediler, yeşil tahvil ve yeşil sukuk gibi güncel finansal araçların doğmasına da neden olmuştur (Hu vd., 2021).

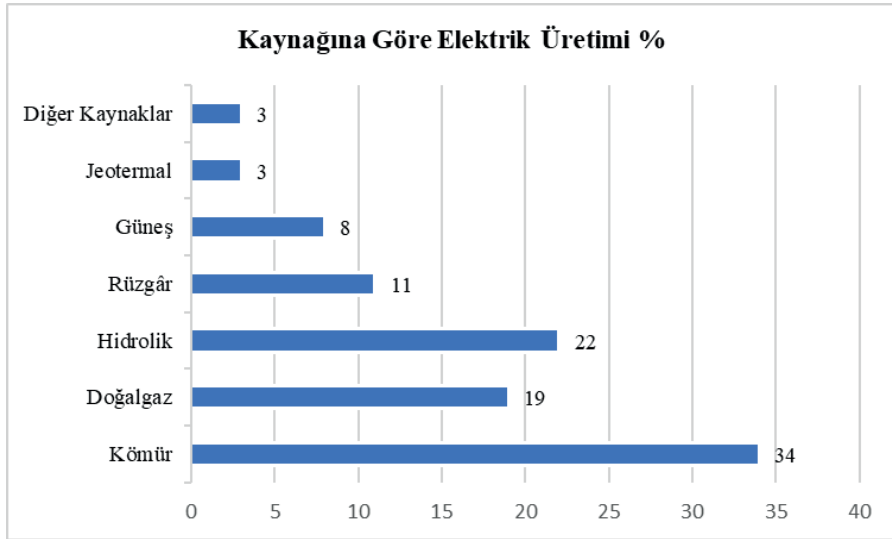
Sürdürülebilir kalkınma yolunda sera gazı salınımlarının azaltılması doğrultusunda ülkelerin ve politika düzenleyicilerinin aldıkları kararlar fosil enerji şirketleri için sınırlamalara ve değişimlere neden olabilir. Sürdürülebilir kalkınma yolunda ülkelerin uyması ve yapması gereken yeni düzenlemeler ve kurallar ülkeler için yenilenebilir enerji proje ve yatırımlarında finansman kaynağı bulma ve maliyetlerin artması gibi sorunları ortaya çıkarabilir. Kamu ve özel sektör tarafından yeşil finansal araçların kullanılmaya başlanması da yenilenebilir enerji yatırımlarını ülkeler ve firmalar açısından cazip hale getirebilir (Lee vd., 2023). Alsagr (2023)'e göre finansal verimlilik, şirketler için yenilenebilir enerji proje ve yatırımlarını teşvik etmektedir. Finansal performans işletmeler açısından yatırımcı güveni, stratejik karar alma ve işletmelerin sürekliliği açısından önemli bir faktördür (Ertürk, 2024: 3073).

Sürdürülebilir kalkınmanın finansal piyasalar üzerindeki etkisi sürdürülebilir finans, sürdürülebilirlik endeksleri, yeşil finans ve yeşil finansal araçlar gibi kavramların doğmasına neden olmuştur. Sürdürülebilir finansal uygulamalar açısından Türkiye hisse senedi piyasasında BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (XSRD) ve BIST Sürdürülebilirlik-25 Endeksi (XSD25) faaliyete başlamıştır. XSRD endeksi 4 Kasım 2014 ve XSD25 ise 21 Kasım 2022 yılında Borsa İstanbul çatısı altında faaliyete başlamıştır. Sürdürülebilirlik performanslarının yüksek olduğu işletmeler XSRD endeksinde yer almakta olup genel sürdürülebilirlik notununun 50 ve her bir ana başlık notunun ise en az 40 olması gerekmektedir (BİST, 2025).

Küresel olarak yenilenebilir enerji kurulu gücü 2011 yılından itibaren %8,8 oranında artmış olup 2022 yılında artarak 3.372 GW'a ulaşmıştır. Aynı dönem için Türkiye açısından yenilenebilir enerji kurulu gücü ise %10,3 oranında artarak 56,4 GW'a ulaşmıştır (PwC, 2023: 43). Kurulu güç bakımından 2010 yılında dünyada 14. sırada olan Türkiye 2022 yılında 12. sıraya yükselmiştir (PwC, 2023: 43). Türkiye açısından enerji sektörü 2000'li yıllardan itibaren büyüyerek devam etmektedir. Elektrik enerjisi tüketimi 2023 yılından 2024 yılına %3,8 oranında artarak 347,9 TWh, elektrik üretimi ise yine bir önceki yıla göre %5,4 artarak 348,9 TWh olmuştur.

Türkiye açısından Ulusal Enerji Planı'nın sonuçlarına göre 2025'te elektrik tüketimi 380,2 TWh, 2030'da ise 455,3 TWh, 2035'te de 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir. Şekil 1'de Türkiye için kullanılan enerji kaynağına göre elektrik üretimi oranları verilmiştir. 2024 yılında elektrik üretimimizin, %34'ü kömürden, %19'u doğalgazdan, %22'si hidrolik enerjiden, %11'i rüzgârdan, %8'i güneşten, %3'ü jeotermal enerjiden ve %3'ü diğer kaynaklardan elde edilmiştir. Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi toplam üretim içerisinde yaklaşık %45 oranındadır. (ETKB, 2025). Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi açısından Türkiye Avrupa'da beşinci sırada olup Almanya, Norveç ve İngiltere gibi ülkelerden sonra gelmektedir (PwC, 2023: 46).

Şekil 1: Türkiye 2024 Yılı Kaynağına Göre Elektrik Üretimi



Kaynak: <https://enerji.gov.tr/bilgi-merkezi-enerji-elektrik>

“Şirket hakkında ne bilmek istiyorum?” sorusunun açık ve net bir şekilde cevaplanabilmesi için finansal analiz amacının iyi belirlenmesi gerekmektedir (Gürsoy, 2012: 91). Belirsizliklerin ve krizlerin ekonomik koşullarda sürekli değişimlere neden olması ve rekabetin oldukça yoğun olması işletmelerin amaçlarına ulaşabilmeleri, şirket ömrünün uzun olması, hedeflenen finansal performansını elde edebilmeleri için finansal durumlarının ve faaliyet sonuçlarının yakından takip edilmesi gerekmektedir. Finansal performans analizi, bir şirketin muhasebe ve finansal tablolarına dayanarak finansal ve faaliyet yapısı özelliklerini belirleme sürecinden oluşmaktadır (Bhunia vd.,

2011). Finansal performans analizi ile şirketler sağlam karar alma, planlama ve kontrol işlevlerini etkili bir şekilde yürütebilirler. Aslında, finansal performans ile şirketin performansına bütünsel bir bakış açısı sağlanabilir (Ecer ve Günay, 2014; Gültekin, 2024: 126). Finansal analiz, işletmelerin finansal yönetim kararlarının, işletmenin değerini artırma amacına uygunluğunun saptanması açısından önemlidir. Bununla birlikte eğer işletme faaliyetleri ve/veya kararlarında hatalar varsa bunların da tespit edilmesine imkân sağlamaktadır (Sayılğan, 2017: 143). Bu doğrultuda finansal analiz işletmelere ait finansal tablolarındaki hesaplar arasında bağlantı kurularak hesaplar arasındaki ilişkilerin ortaya çıkarılmasıdır. Finansal analizde geçmiş dönemlere göre yapılan analizlerle değerlendirmeler yapılmakta ve geleceğe yönelik planlama yapılmasına katkı sağlamaktadır.

Finansal oran analizi, yöneticiler tarafından finansal istikrarı ve uzun vadeli büyüme fırsatlarını sağlama kararlarını desteklemek için kullanılan başarılı bir araç haline gelmiştir (Myšková ve Hájek, 2017). Finansal oran analizinin güçlü bir disiplinler arası karaktere sahip olduğunu, örneğin kurumsal finans, yatırım yönetimi, ticari kredilendirme vb. alanlarda kullanıldığı genel kabul görüldüğünden (Rakićević vd., 2016); bir şirketin ne kadar verimli olduğunu belirlemek için finansal oranlar arasında ortaya çıkan karşılıklı bağımlılıkları değerlendirmek yenilenebilir enerji sektörü açısından değerli bilgiler sunabilir.

Bu doğrultuda çalışmanın amacı, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi ve BIST Elektrik Endeksi'nde yer alan seçili yenilenebilir enerji şirketlerinin finansal performanslarını DuPont analizi yöntemi ile incelemektir. Literatür bölümünde ise ilk olarak Dupont analizi yönteminin kullanıldığı sektörler ile ilgili örnekler verilmiş olup daha sonra enerji sektöründe Dupont analizi kullanılan çalışmalara yer verilmiştir. Çalışmanın analizinden elde edilen bulgular raporlanarak sonuçlar yorumlanmıştır. Son olarak, analiz bulguları özetlenerek sektör için değerlendirme ve politika çıkarımları yapılmıştır.

2. Literatür Taraması

Finansal performans değerlendirmesi için finansal analiz yaklaşımlarından Dupont analizi kullanarak farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler değerlendirilmiştir. Örneğin sigorta sektörü (Baştürk, 2004); sağlık sektörü (Çalışkan, 2015; Karadeniz ve Koşan, 2017); imalat sektörü (Koşan ve Karadeniz, 2013; Akyüz vd., 2019; Arslan ve Ülker, 2021); turizm (Armutlu ve Güngör, 2019; Ertürk, 2024); enerji sektörü (Mortaş, 2020); mali kuruluşlar dışında kalan ve farklı sektörlerde yer alan işletmeler (Güngör, 2024) ve bankacılık sektörüdür (Daver ve Küçükkocaoğlu, 2019; Arslan ve Bora, 2021).

Literatürde yenilenebilir enerji şirketlerinin finansal performanslarını finansal analiz yöntemlerinden oran analizi kullanılarak inceleyen sınırlı sayıda çalışmaya rastlanılmıştır. Halkos ve Tzeremes (2012)'in çalışmasında Yunanistan'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren 78 firmanın 2006-2008 dönemine ait finansal performansları incelenmiştir. Borç/Özsermaye oranı, varlık cirosu (ciro/ortalama varlıklar), cari oran (ortalama cari varlıklar/ortalama kısa vadeli borç), kârlılık için brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı, öz sermaye getirisi (vergi öncesi kar/ortalama öz sermaye (%)) ve varlık getirisi (vergi öncesi kar/ortalama varlıklar (%)) oranları kullanılarak değerlendirmeler yapılmıştır.

Firmaların finansal performansı varlık ve özsermaye getirilerinin yüksek olması ve borç/özsermaye yapısının daha düşük düzeyde olmasından pozitif etkilenir. Firmalar arasında yüksek rekabet gösterenlerin verimlilik seviyelerinde önemli farklılıklar olmadığı görülmüştür. Ek olarak rüzgâr enerjisi üreten firmalar hidroelektrik enerjisi üreten firmalardan daha iyi performans göstermişlerdir.

İskenderoğlu vd. (2015)'nin çalışmasında Avrupa ve Türkiye'de enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2009-2012 periyodu için finansal performansları analiz edilmiştir. Şirketlere ait verilerden yararlanılarak likidite, finansal yapı, verimlilik ve kârlılık oranları analiz edilmiştir. Sonuçlara göre, likidite, finansal yapı, verimlilik ve kârlılık açısından Avrupa'da enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin Türkiye'de faaliyet gösteren enerji şirketlerine göre daha iyi performans sergilediği görülmüştür.

Paun (2017)'un çalışmasında Romanya'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansları 2012-2015 dönemi için incelenmiştir. Sonuçlara göre genel olarak enerji üretiminde yer alan şirketlerin çoğunun zayıf mali performansa sahip olduğu tespit edilmiştir. Yenilenebilir enerji şirketleri 2013'ten itibaren finansal zorluklarla karşılaşmıştır. Bu zorluklardan dolayı yatırımlar durma noktasına gelmiştir.

Mortaş (2020) tarafından yapılan çalışmada Borsa İstanbul Elektrik Endeksinde (XELKT) işlem gören yedi şirketin 2016-2018 yılları finansal performanslarını Dupont finansal analizi yöntemiyle incelenmiştir. Sonuçlara göre 2016 yılında ENJSA dışındaki işletmelerin aktif kârlılığı negatif olup, 2017 yılında beş tane işletmenin kârlılıklarının yükseldiği ve 2018'de dört işletme için negatif olduğu tespit edilmiştir.

Beller Dikmen (2021), Türkiye'de elektrik sektöründe hem enerji üretimi hem de dağıtımı yapan işletmelerin 2015-2019 yılları arasındaki finansal performanslarını incelemiştir. Çalışmada elektrik enerjisi üretim,

iletim ve dağıtım alt sektöründeki 8600 işletmeye ait veriler oran analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Bulgulara göre 2015-2019 dönemi için elektrik enerjisi sektöründe likidite oranları için genel kabul görmüş standart oranların altında olduğu ve sektör varlıklarının finansmanı için uzun vadeli banka kredileri kullanıldığı tespit edilmiştir. Ayrıca, sektörde alacak tahsil süresinin sürekli arttığı, genel olarak sektörün, varlıklarını etkin bir şekilde kullanmadığı, sektörün 2015-2018 yılları arasındaki faaliyet dönemlerinde zarar ettiği, 2019 yılı için de düşük oranda kâr ettiği tespit edilmiştir.

Özçelik (2024) Türkiye’de geleneksel ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren enerji şirketlerinin finansal performanslarını Dupont analiz yöntemi ile incelemiştir. Borsa İstanbul’da işlem gören ve kurulu güç bakımından en büyük özel sektör enerji şirketlerinin 2020-2023 dönemine ait aktif devir hızı, net kâr marjı, aktif kârlılık (ROA), borç kaynak oranı, özsermaye kârlılığı (ROE) oranları hesaplanmıştır. Sonuçlara göre yenilenebilir enerji sektöründe yer alan şirketlerin net kâr marjları yüksek olup aktif devir hızlarının düşük olduğu tespit edilmiştir. Özellikle son yıllarda geleneksel enerji şirketlerinin finansal performanslarının gerileme içerisinde olduğu görülmüştür.

Finansal performans analizleri literatüründe çok sayıda ve çok farklı tekniklerin (yöntemlerin) kullanıldığı çalışmalar mevcut olup yenilenebilir enerji firmalarının finansal performanslarının analizinin sınırlı olduğu görülmektedir. Çalışmada incelenen firmaların hem sürdürülebilirlik endeksinde hem de elektrik endeksinde yer alan firmalardan oluşması çalışmanın literatüre katkısını ifade etmektedir. Bu çalışmanın özgün yönünü ortaya koymaktadır. Çünkü iklim değişikliği, enerji krizleri ve enerji güvenliği meseleleri yenilenebilir enerji sektörünün gelişmesine katkı sağlamaktadır. Bu durum yatırımcılara yeni bakış açıları kazandırarak ilgili firmaların ve ilgili endekslerin daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayabilir. Zira, geleneksel enerji kaynakları ile ilgili belirsizlikler yatırımcıların yenilenebilir (temiz) enerji sektörüne geçmesine neden olabilir. Her iki endekle ilgili bilgiler yatırımcılar açısından önemli olup enerji ve finansal piyasalar ilişkisinde yeni bir yatırım alanı olan yenilenebilir enerji için yatırımcılara yeni bilgiler sağlayabilir.

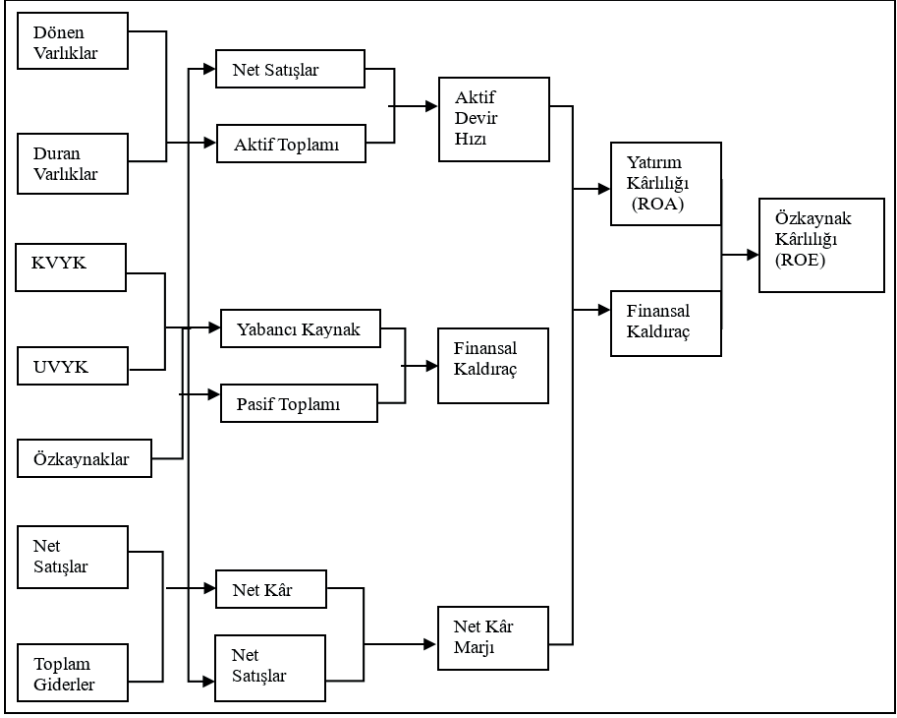
3.Yöntem: Dupont Analizi

Dupont analizi yaklaşımı, Dupont Corporation firması tarafından 1910’lu yıllarda geliştirilmiş olup finansal yönetim ve analiz süreçlerinin iyileştirilmesi için kullanılmıştır (Ertürk, 2024: 3075). 1920-1950’li yıllar arasında kullanımı hızlı bir şekilde artmış ve şirketlerin finansal

performanslarının değerlendirilmesi için kullanılan önemli bir analiz yöntemi haline gelmiştir. Ertürk (2024) çalışmasında bahsedildiği üzere göre Dupont analizi yöneticilere geniş ve derinlemesine bir değerlendirme imkânı sağlamasıyla birlikte 1960'lerden itibaren akademik anlamda da finansal yönetim derslerinde öğretilerek genel kabul görmeye başlamıştır. 1980'li yıllara gelindiğinde finansal analiz yöntemlerinin gelişmesiyle birlikte Dupont analizi yaklaşımına aktif kârlılığı (varlık getirisi/return of assets – ROA) performans göstergesi eklenmiştir (Zopounidis, 1987; Ertürk, 2024, s. 3075). 1980'li yıllardan itibaren çok uluslu şirketlerin farklı pazarlarda ve/veya işletmelerin farklı sektörlerde faaliyetlerinin artması, şirketlerin finansal performans değerlendirmelerinde Dupont analizinin kullanımının artmasını sağlamıştır. Çünkü Dupont analizi sayesinde farklı ülkelerdeki operasyonel etkinlikler ve kârlılığın değerlendirilmesi sağlanmıştır (Ertürk, 2024: 3076).

Finansal analiz açısından önemli yöntemlerinden biri olan Dupont analizi özsermaye kârlılığının farklı oranlar kullanılarak bulunmasını sağlayan bir yaklaşımdır. Özsermaye kârlılığını kârlılık, verimlilik ve finansal kaldıraç açısından bileşenlere ayırarak şirketlerin özsermaye getirilerinin hesaplanmasına olanak sağlamaktadır. Net kâr marjı oranının kârlılık, aktif devir hızı oranının verimlilik ve özsermaye çarpanı oranının ise finansal kaldıraç olarak kullanıldığı yaklaşım şirketlerin kârlılık ve operasyonel etkinliğinin anlaşılması için kullanılan bir analiz yöntemidir (Brown, 1923; Ertürk, 2024: 3075). Finansal tablo analizi ve kontrol açısından da önemli katkıları vardır (Sayılğan, 2017: 188). Dupont formülasyonuna ulaşmak için kullanılan hesaplar ve formüller Şekil 2'de gösterilmiştir (Sayılğan: 2017: 188):

Şekil 2: Dupont Kontrol Şeması



Kaynak: Sayılğan, 2017: 188.

İşletmenin bir dönemine ait mali tablo verileri ile hesaplanan birkaç oranın birbirleriyle ilişkilerini gösteren ve ilgili oranların sonuç olarak özkaynak kârlılığına etkisini gösteren yöntemdir (Sayılğan, 2017: 188). Bu yaklaşımda, temel mali tablolardan bilanço ve gelir tablosu kalemleri kullanılarak seçili finansal oranlar hesaplanır ve yatırım getirisi elde edilir.

Dupont analiz yaklaşımı, yöneticilere ve yatırımcılara, şirketlerin kaynaklarını ve varlıklarını etkin bir şekilde kullanma, şirketlerin maliyet ve borç yapısını daha iyi anlama gibi imkân sağlamaktadır (Kawuri vd., 2022: 1257; Ertürk, 2024: 3076). Şirketlerin performanslarını değerlendirmesi avantajının yanında net kâr marjı, aktif devir hızı ve finansal kaldıraç (veya özsermaye çarpanı) oranlarından hangi alanların iyileştirilmesi gerektiğini anlayabilirler (Sayılğan, 2017; Deegan, 2020: 188; Kawuri vd., 2022: 1257; Ertürk, 2024: 3076). Sistemin avantajları şu şekildedir:

- Firmada kullanılan kaynakların etkinliğinin derecesinin anlaşılabilmesinde sermaye, üretim ve satış verimliliklerini geniş bir şekilde değerlendirmektedir.

- ii. Firmaların finansal ve faaliyet performanslarını sektörde yer alan başka firmalarla karşılaştırarak bir değerlendirme yapılmasına imkân sunmaktadır.
- iii. Firmaların güçlü ve zayıf yönleri net bir şekilde ortaya çıkarılabilmektedir.
- iv. İşletmelerin kârlılıklarını artırabilmek için hangi alanlarda iyileştirme yapılması gerektiği konusunda bilgi elde edilmesini sağlamaktadır. İşletmenin yönetim ve finansal faaliyetlerde stratejik planlama sürecine katkıda bulunmaktadır. Böylelikle işletmelerin gelecekte büyüme hedeflerine ulaşılabilmesi sağlanmaktadır (Tijjäng vd., 2020: 54).
- v. Bir şirketin aktif kârlılığını (ROA) etkileyen faktörlerin belirlenebilmesine imkân tanınmaktadır.

Dupont Analizi, bir şirketin mali tablolarında kârlılık açısından sorunlar varsa bunların nerelerden kaynaklandığının görülmesine imkân sağlamaktadır. Dupont Analizi özsermaye kârlılığını (ROE) net kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı (oranı) bileşenlerine ayırarak bu üç bileşenin çarpımı ile kârlılığı hesaplamaktadır (Davidson, 2020: 2).

Aktif kârlılık oranı, şirketler açısından varlık getirisi anlamına gelen önemli göstergelerinden birisi olarak kabul edilmektedir. Bir şirketin sahip olduğu varlıkları kullanarak gelir oluşturmada ne kadar kârlı olduğunun yüzdesini gösterir. Varlık kullanılması ile üretilen kârın ölçüldüğü önemli bir performans göstergesidir. Şirketlerin tüm varlıklarını nasıl kullandığını ve faaliyet etkinliğinin değerlendirilmesini sağlamaktadır. Yöneticilerin aktifleri nasıl yönettiğinin bir göstergesi olarak da kullanılmaktadır. Aktif kârlılık oranının yüksek olması yatırımcılar açısından ilgili şirketi cazip hale getirmektedir. Net kâr marjı ve aktif devir hızı oranlarının çarpımından elde edilir. Net kâr marjı bir birim satışa karşılık gelen kârı göstermekle birlikte şirketler açısından maliyet kontrol kabiliyetini de ifade eder.

Aktif devir hızı, şirketin toplam aktifinin kaç katı satış yaptığını gösteren orandır. İşletmelerin yapmış oldukları yatırımların maliyet cinsinden ifadesi olarak aktiflerini düşünürsek aslında aktif devir hızı işletmelerin yatırımlarının kaç katı kadar satış yapıldığını (yatırımlarına göre satışlarını) göstermektedir. Aktif devir hızının yüksekliği ve/veya yükselmesi işletmenin varlıklarını satışlar için etkin bir şekilde kullandığının göstergesidir. Kısacası işletmenin etkinliği artmaktadır (Sayılğan, 2017: 179). Aktif devir hızı düşüklüğü ise yetersiz satış veya aşırı varlık kullanımını anlamına gelmektedir. Endüstri dallarına göre maddi duran varlıklar, aktif toplamı içerisinde büyük bir yer tutuyorsa, ilgili endüstri kolunda veya işletmede varlık devir hızı yavaştır.

Toplam varlık içinde duran varlıkların göreceli değeri önemsiz ise sektörde veya işletmede aktif devir hızı yüksek olma eğilimindedir (Akgüç, 1998: 58).

Finansal kaldıraç, şirketlerin borç kullanımının artmasıyla özsermaye getirisinin artmasıdır. İşletmenin sahip olduğu varlıkların finansmanında özsermayenin ne kadarlık yer tuttuğunu ifade etmektedir. Kaldıraç, sahip veya sahiplerin (ortakların, hissedarların) kendi nakdini kullanmadan varlıkların değerinin artması sağlanarak özsermaye getirisinin artmasına imkân sağlamaktadır. Şirketlerin borçlanma durumları arttığında kaldıraç etkisinden dolayı özsermaye çarpanı da artar. Şirketlerin borçluluk durumları ne kadar çoksa özsermaye çarpanı da paralel olarak o kadar büyük olur. Bu durumda da özsermaye kârlılığı (ROE) artmaktadır (Davidson, 2020: 2).

Hesaplama şu şekildedir:

$$\text{Özsermaye Kârlılığı (ROE)} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktif}} \times \frac{\text{Toplam Aktif}}{\text{Özsermaye Toplamı}} \quad (1)$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Aktif}} \times \frac{\text{Toplam Aktif}}{\text{Özsermaye Toplamı}} \quad (2)$$

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı (ROA)} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Aktif}} \quad (1.1)$$

$$\text{Özsermaye Çarpanı} = \frac{\text{Toplam Aktif}}{\text{Özsermaye Toplamı}} \quad (1.2)$$

$$\text{Net Kâr Marjı (ROS)} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \quad (1.3)$$

ise,

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{Özsermaye Çarpanı}$$

olarak hesaplanmaktadır.

Şirketlerin elde ettiği kâr ile şirket sahip veya sahiplerinin şirkete sağladığı sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi, kârlılık değerlendirmesi açısından önemlidir (Akgüç, 1998: 62). Özsermaye kârlılığı oranı, şirket sahip veya sahipleri tarafından sağlanan sermayenin bir birimine düşen kâr nisbetini ortaya koyar (Akgüç, 1998: 64). Bir diğer ifadeyle bir birim özsermayeden ne kadar kâr elde edildiğini göstermektedir. Yine başka bir ifadeyle de hissedarların şirkete koyduğu sermayeden elde ettikleri getirinin bir ölçüsüdür. Net Kâr / Özsermaye oranı, “Net Kâr / Satışlar” oranı ile Özsermaye Devir Hızının (Satışlar / Özsermaye) bir fonksiyonu olarak da hesaplanabilmektedir. Yatırılan sermayenin geri kazanılma süresinin hızlı

olması, özsermaye kârlılığının yüksekliğinin derecesine bağlıdır. Yatırımcılar tarafından özsermaye kârlılığı, yatırımların seçilmesinde temel kriterlerden bir tanesidir (Akgüç, 1998: 64; Özçelik, 2024: 351). Özsermaye kârlılığının artırılabilmesi için net kâr marjının yükselmesi, özsermaye devir hızının yükselmesi ve/veya hem kâr marjının hem de özsermaye devir hızının olumlu yönde değişmesi gerekmektedir (Akgüç, 1998: 64-65).

3.1. Veri Seti

Çalışmada Dupont analizi için kullanılan veriler, BIST Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan yenilenebilir enerji şirketlerinden oluşmaktadır. Tablo 1'de enerji üreten dört enerji şirketi ile ilgili bilgiler gösterilmiştir. Çalışmada kullanılan finansal oranların hesaplanması için seçili şirketlerin 2021-2023 dönem aralığındaki bilanço ve gelir tablolarından elde edilen veriler kullanılmıştır. Dünya Sağlık Örgütü tarafından 2020 yılında Covid-19 pandemisinin ilan edilmesi ve seyahat yasakları gibi kurallar getirilmiştir. Bu uygulamalar nedeniyle ekonomiler için üretim faaliyetleri durma noktasına gelmiştir. Bundan dolayı yasakların bittiği ve hayatın normale dönmeye başladığı 2021 ve devamındaki süreç analize dahil edilmiştir.

Tablo 1: Analize Dahil Edilen Şirketler

Şirket İsmi	Kodu	Yenilenebilir Enerji Türü
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	AKENR	Rüzgâr
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	AYDEM	Güneş
Enerjisa Enerji A.Ş.	ENJSA	Güneş
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	ZOREN	Jeotermal

Kaynak: Şirketlere ait yenilenebilir enerji türü Özçelik (2024) çalışmasından elde edilmiştir.

Şirketlerin finansal performanslarını değerlendirmek için Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınlanan bilanço ve gelir tablosundaki veriler kullanılarak finansal oranlar hesaplanmıştır (KAP, 2025). Sektör ortalamaları ile ilgili veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (TCMB EVDS, 2025) sisteminde yayınlanan Sektör Bilançolarından elde edilmiştir.

4. Bulgular

Dupont Analizi kapsamında AKENR, AYDEM, ENJSA ve ZOREN yenilenebilir enerji şirketlerinin 2021-2023 dönemi yıllık olarak net kâr marjı, aktif devir hızı, aktif kârlılık, borç-kaynak ve özsermaye kârlılık

oranları hesaplanmıştır. İlgili hesaplamalar, ilk olarak finansal oranlar bazında şirketlerin yıllar itibariyle karşılaştırılabilmesine olanak sağlayacak şekilde tablolaştırılmıştır (Tablo 2 - Tablo 6). Daha sonra firmalara ait oranlar sektör ortalamalarına karşılaştırılabilmesi için yıllar itibariyle tablolaştırılmıştır (Tablo 7, Tablo 8 ve Tablo 9).

Tablo 2: Yıllar İtibariyle Net Kâr Marjı Karşılaştırması

Net Kâr Marjı (%)			
	2021	2022	2023
AKENR	-64.58	6.44	21.29
AYDEM	-9.70	65.73	-20.13
ENJSA	6.92	12.64	2.68
ZOREN	-0.74	24.46	40.03

Net kâr marjı açısından şirketlerin performansları yüksekten düşüğe yıllar itibariyle 2021 yılı için sırasıyla ENJSA, ZOREN, AYDEM ve AKENR olmuştur. 2022 yılı itibariyle AYDEM, ZOREN, ENJSA ve AKENR' dir. Son olarak 2023 yılı için ise ZOREN, AKENR, ENJSA ve AYDEM' dir. İlgili dönemde en yüksek performansa sahip şirketlerin yıllar itibariyle değişiklik gösterdiği dikkat çekmektedir.

Tablo 3: Yıllar İtibariyle Aktif Devir Hızı Karşılaştırması

Aktif Devir Hızı (%)			
	2021	2022	2023
AKENR	0.39	1.28	0.79
AYDEM	0.07	0.18	0.13
ENJSA	1.18	2.07	1.50
ZOREN	0.41	0.51	0.29

Aktif Devir Hızı oranları açısından şirketlerin performansları yüksekten düşüğe yıllar itibariyle 2021 yılı için sırasıyla ENJSA, ZOREN, AKENR ve AYDEM olmuştur. 2022 yılı itibariyle ENJSA, AKENR, ZOREN ve AYDEM' dir. Son olarak 2023 yılı için ise ENJSA, AKENR, ZOREN ve AYDEM' dir. Aktif devir hızı açısından en yüksek performansı gösteren şirket yıllar itibariyle ENJSA olmuştur.

Tablo 4: Yıllar İtibariyle Aktif Kârlılığı Karşılaştırması

Aktif Kârlılığı (ROA) (%)			
	2021	2022	2023
AKENR	-25.50	8.27	16.86
AYDEM	-0.69	12.08	-2.57
ENJSA	8.15	26.21	4.02
ZOREN	-0.30	12.40	11.80

Aktif kârlılık oranlarına göre şirketlerin performansları yüksekten düşüğe yıllar itibariyle 2021 yılı için sırasıyla ENJSA, ZOREN, AYDEM ve AKENR olmuştur. 2022 yılı itibariyle ENJSA, ZOREN, AYDEM ve AKENR' dir. Son olarak 2023 yılı için ise AKENR, ZOREN, ENJSA ve AYDEM' dir. Aktif kârlılıkları açısından en yüksek performansı gösteren şirketler 2021 ve 2022 yılları için ENJSA ve 2023 yılı için ise AKENR olmuştur.

Tablo 5: Yıllar İtibariyle Borç-Kaynak Oranı Karşılaştırması

Borç-Kaynak Oranı (%)			
	2021	2022	2023
AKENR	87.96	73.71	56.87
AYDEM	48.53	50.96	48.53
ENJSA	70.16	53.35	56.26
ZOREN	82.55	70.68	60.95

Borç-Kaynak oranlarına göre şirketlerin performansları yüksekten düşüğe yıllar itibariyle 2021 yılı için sırasıyla AKENR, ZOREN, ENJSA ve AYDEM olmuştur. 2022 yılı itibariyle AKENR, ZOREN, ENJSA ve AYDEM' dir. Son olarak 2023 yılı için ise ZOREN, AKENR, ENJSA ve AYDEM' dir. 2021-2023 periyoduna göre en yüksek borç-kaynak performansına sahip şirketler 2021 ve 2022 yılları için AKENR ve 2023 yılı için ise ZOREN olmuştur.

Tablo 6: Yıllar İtibariyle Özsermaye Kârlılığı Karşılaştırması

Özsermaye Kârlılığı (%)			
	2021	2022	2023
AKENR	-349.10	36.55	47.78
AYDEM	-1.53	25.42	-5.10
ENJSA	27.66	60.52	8.94
ZOREN	-1.97	46.42	34.20

Özsermaye Kârlılığı oranlarına göre şirketlerin performansları yüksekte düşüğe yıllar itibariyle 2021 yılı için sırasıyla ENJSA, AYDEM, ZOREN ve AKENR olmuştur. 2022 yılı itibariyle ENJSA, ZOREN, AKENR ve AYDEM' dir. Son olarak 2023 yılı için ise AKENR, ZOREN, ENJSA ve AYDEM' dir. Yıllara göre en yüksek özsermaye kârlılığı performansına sahip şirketler 2021 ve 2022 yılları için ENJSA ve 2023 yılı için ise AKENR olmuştur.

Şirketlerin finansal performanslarının değerlendirilmesinde oranların yeterli olması veya başarılı kabul edilmesi için bir göstergeye (kritere) göre değerlendirilmesi gerekliliği sektör ortalamalarına göre değerlendirme yapmanın önemini ortaya çıkarmaktadır. Şirketler olumlu veya olumsuz finansal performansa sahip olmakla birlikte sektör ortalamasının üstünde yer alması bir başarı göstergesi olarak kabul edilmektedir. Tablo 7, Tablo 8 ve Tablo 9'da seçili şirketlerin yıllara göre sektör ortalamalarına göre değerlendirilmesi için finansal performansları gösterilmektedir.

Tablo 7: Yenilenebilir Enerji Şirketlerinin 2021 Yılı Analiz Sonuçları

Firmalar	NKM	ADH (%)	ROA (%)	Borç-Kaynak Oranı (%)	ROE (%)
Sektör Ortalaması	4.30	0.45	1.95	64.11	6.19
AKENR	-64.58	0.39	-25.50	87.96	-349.10
AYDEM	-9.70	0.07	-0.69	56.49	-1.53
ENJSA	6.92	1.18	8.15	70.16	27.66
ZOREN	-0.74	0.41	-0.30	82.55	-1.97

Not: Net Kâr Marjü: NKM, Aktif Devir Hızı: ADH, Aktif Kârlılık: ROA, Özkaynak Kârlılığı: ROE

Sektör ortalamalarına göre 2021 yılı itibariyle Net Kâr Marjü açısından ENJSA hariç diğer şirketlerin performansı ortalamasının altında kalmıştır. Aktif Devir Hızı açısından ise ENJSA hariç diğer şirketlerin performanslarının sektör ortalamasının altındadır. Aktif Kârlılığı (ROA) açısından ENJSA sektör ortalamasının üstünde performansa sahip olup diğer şirketler sektör ortalamasının altında kalmıştır. Borç-Kaynak oranı açısından ise AYDEM sektör ortalamasının altında performansa sahip olup sırasıyla AKENR, ZOREN ve ENJSA sektör ortalamasının üstünde performans göstermişlerdir. Son olarak özsermaye kârlılıkları açısından ise ENJSA hariç diğer şirketler sektör ortalamasının altında performansa sahiptirler. 2021 yılı itibariyle ENJSA özsermaye kârlılığı açısından en başarılı yenilenebilir enerji şirkettir.

Tablo 8: Yenilenebilir Enerji Şirketlerinin 2022 Yılı Analiz Sonuçları

Firmalar	NKM	ADH (%)	ROA (%)	Borç-Kaynak Oranı (%)	ROE (%)
Sektör Ortalaması	12.14	0.99	12.02	53.97	29.64
AKENR	6.44	1.28	8.27	73.71	36.55
AYDEM	65.73	0.18	12.08	50.96	25.42
ENJSA	12.64	2.07	26.21	53.35	60.52
ZOREN	24.46	0.51	12.40	70.68	46.42

Not: Net Kâr Marjı: NKM, Aktif Devir Hızı: ADH, Aktif Kârlılık: ROA, Özkaynak Kârlılığı: ROE

Sektör ortalamalarına göre şirketlerin 2022 yılı performansları ise şu şekildedir. Net kâr marjı açısından sektör ortalamasına göre AYDEM birinci, ZOREN ikinci ve ENJSA üçüncü olarak ortalamanın üstünde performans göstermişlerdir. Aktif Devir Hızı açısından sektör ortalamasına göre ENJSA birinci ve AKENR ikinci olmuştur. Aktif kârlılığa baktığımızda birinci ENJSA, ikinci ZOREN ve üçüncü AYDEM' dir. Borç-kaynak oranına göre AKENR en yüksek performansa sahip birinci şirket ve ZOREN ikinci şirket olarak görülmektedir. Özsermaye kârlılığı açısından ise sektör ortalamasına göre en yüksek performansa sahip birinci şirket ENJSA' dır. Onu sırasıyla ZOREN ve AKENR şirketleri izlemektedir. AYDEM özsermaye kârlılığı açısından sektör ortalamasının altında kalmıştır.

Tablo 9: Yenilenebilir Enerji Şirketlerinin 2023 Yılı Analiz Sonuçları

Firmalar	NKM	ADH (%)	ROA (%)	Borç-Kaynak Oranı (%)	ROE (%)
Sektör Ortalaması	13.75	0.59	8.13	47.13	17.46
AKENR	21.29	0.79	16.86	56.87	47.78
AYDEM	-20.13	0.13	-2.57	48.53	-5.10
ENJSA	2.68	1.50	4.02	56.26	8.94
ZOREN	40.03	0.29	11.80	60.95	34.20

Not: Net Kâr Marjı: NKM, Aktif Devir Hızı: ADH, Aktif Kârlılık: ROA, Özkaynak Kârlılığı: ROE

Şirketlerin 2023 yılı performanslarını sektör ortalamaları açısından değerlendirdiğimizde ilk olarak net kâr marjı açısından birinci ZOREN ve ikinci AKENR olmuştur. ENJSA ve AYDEM 2023 yılında net kâr marjı performansı açısından sektör ortalamasının altında kalmıştır. Aktif devir hızı açısından ENJSA birinci ve AKENR ikinci olmuştur. ZOREN ve AYDEM sektör ortalamasının altında performans göstermişlerdir. Aktif kârlılık açısından ise birinci AKENR ve ikinci ZOREN'dir. ENJSA ve AYDEM sektör ortalamasının altında kalmışlardır. Borç-kaynak oranına göre ise birinci ZOREN, ikinci AKENR ve üçüncü ENJSA'dır. Son olarak özsermaye kârlılığına göre şirket performansları ise sırasıyla AKENR ve ZOREN olup sektör ortalamasının üstündedirler. ENJSA özsermaye kârlılığı açısından pozitif kârlılığa sahip olmasına rağmen sektör ortalamasının altında performans göstermiştir.

5. Sonuç ve Tartışma

İşletmelerin hedeflerine ulaşip ulaşmadığının bilinmesi için finansal tablolar önemli göstergelerdir. Finansal tablo verilerinin işletmenin durumunun anlaşılmasında anlamlı olabilmesi ve işletmelerin değerlendirilebilmesi için finansal tablo kalemlerinin kullanılarak analizler yapılması ve çıkan sonuçların yorumlanması gerekmektedir. Ayrıca finansal planlama ve finansal kontrol yapabilmek için de finansal analiz önemli bir araçtır. Dupont Analizi bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin bir arada kullanılması ve farklı oranların hesaplanarak işletmelerin özsermaye kârlılığın bulunmasında genel kabul görmüş ve yaygın kullanılan bir yaklaşımdır. İşletmelerde kârlılık, verimlilik ve finansal kaldıraç hakkında bilgiler elde edilmesini sağlayarak özsermaye kârlılığının hesaplanmasını sağlamaktadır. İşletmeler Dupont analizi ile aktif kârlılık ve özsermaye çarpanı oranları açısından güçlü ve zayıf yönleri tespit edilmektedir.

Enerji ekonomiler için her dönem önemli bir kaynaktır. Sürdürülebilirlik yaklaşımının benimsenmesiyle birlikte yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımının artırılması teşvik edilmiştir. Yenilenebilir enerji yatırımlarının artması için finansman bulma süreçleri yeni finansal araçlar doğmasına sebep olmuştur. Örneğin yeşil tahviller, yeşil krediler ve yeşil sukuk gibi yeni yeşil finansal araçlar ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte yenilenebilir enerji yatırımlarının artması enerji bağımlısı ülkelerde dış ticaret açığının azalmasına katkı sağlamakla birlikte enerji arz güvenliği açısından da olumlu katkılar sağlamıştır. Ayrıca sürdürülebilir kalkınma doğrultusunda finansal piyasalar açısından sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmaya başlanmıştır. Yenilenebilir enerji kullanımının artırılmasının teşvik edilmesi yenilenebilir enerji şirketlerinin de sayısının artmasına katkı sağlamıştır. Yenilenebilir enerji

şirketlerinin finansal performanslarının analiz edilmesi sektörün sürekliliği, sürdürülebilirliği ve özellikle şirketlerin yönetici ve yatırımcılar açısından değerlendirilebilmesi için bir gerekliliktir.

Bu çalışmada BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan ve enerji üreten dört yenilenebilir enerji firmasının (AKENR, AYDEM, ENJSA ve ZOREN) finansal performansı Dupont analizi yaklaşımı kullanılarak incelenmiştir. Şirketlere ait bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yayınlarından elde edilmiştir. 2021-2023 dönemi bilanço ve gelir tablosu hesapları kullanılarak finansal oranlar hesaplanmıştır. Firmalara ait finansal oranlar net kâr marjı, aktif devir hızı, aktif kârlılığı, borç-kaynak oranı ve özsermaye kârlılığı açısından karşılaştırılmıştır. Daha sonra firmalara ait oranlar sektör ortalamalarına göre kıyaslanarak değerlendirmeler yapılmıştır. Net kâr marjı oranına göre yıllara göre sırasıyla 2021'de ENJSA, 2022'de AYDEM ve 2023'te ZOREN en yüksek performansa sahip şirketler olmuştur. Aktif devir hızı oranlarına göre ise 2021, 2022 ve 2023'te ENJSA en iyi performansa sahiptir. Aktif kârlılığı (ROA) açısından ise 2021 ve 2022'de ENJSA ve 2023'te ise AYDEM en yüksek performansa sahip şirketler olmuştur. Borç kaynak oranına göre ise yıllara göre 2021 ve 2022'de AKENR ve 2023'te ZOREN firmaları yüksek performans göstermişlerdir. Son olarak özsermaye kârlılığı (ROE) oranı açısından 2021 ve 2022'de ENJSA ve 2023'te AKENR en yüksek özsermaye kârlılığı performansına sahip firmalar olmuşlardır. İlgili dört firma açısından genel olarak değerlendirildiğinde ENJSA firması kârlılıklar açısından ön plana çıkmaklar birlikte yıllar itibariyle oranlar açısından şirketlerde değişiklikler olduğu görülmektedir.

Sektör ortalamaları açısından 2021 yılında borç-kaynak oranına göre AKENR en yüksek performansa sahip olsa da ENJSA diğer tüm oranlarda ve özellikle de özsermaye kârlılığında en yüksek performansa sahip olarak en başarılı şirket olmuştur. AKENR, AYDEM ve ZOREN özsermaye kârlılığı performansı açısından 2021 yılında sektör ortalamasının altında kalmıştır. 2022 yılı itibariyle özsermaye kârlılığı açısından ENJSA sektör ortalamasının üstünde en yüksek performansa sahip firmadır. Bununla birlikte aktif devir hızı ve aktif kârlılığı açısından da ENJSA ilk sırada yer almaktadır. 2023 yılı açısından sektör ortalamalarına göre özsermaye kârlılığı en yüksek firma AKENR olmakla birlikte diğer oranlar açısından firmalar arasında değişiklikler olduğu tespit edilmiştir. AKENR özellikle aktif kârlılığı açısından da en yüksek performansa sahip olup sektör ortalamasının üstünde performans göstermiştir. İlgili firmaların borç-kaynak oranlarının tümü sektör ortalamasının üstünde yer almış olup özkaynak kullanımına oranla borç kullanımının daha fazla olduğu görülmüştür.

Genel olarak Dupont analizi açısından sonuçlar değerlendirildiğinde yıllar itibariyle hem finansal oranlar açısından performansları yüksek olan hem de sektör ortalaması üstünde performansa sahip olan şirketlerin değişim gösterdiği dikkat çekmektedir. Yıllara göre ENJSA diğer firmalara göre daha fazla oranda yüksek finansal performansa sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca AKENR, AYDEM ve ZOREN firmalarının da farklı yıllarda ve/veya farklı oranlarda başarılı olduğu dönemler olmuştur. Bununla birlikte firmaların düşük performans gösterdiği dönemler olduğu da tespit edilmiştir. Sonuç olarak özellikle 2020 yılı Covid-19 pandemisi ve sonrası dönemde yaşanan ekonomik, siyasi ve politik gerilimlerin ve krizlerin olduğu bir süreç yaşanmıştır. İlgili olayların ekonomiler ve sektörler açısından farklı etkileri olmakla birlikte ekonomik faaliyetlerde olumsuzluklara neden olduğu bilinmektedir. Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri doğrultusunda yenilenebilir enerji yatırımları ve yenilenebilir enerji kullanımının artırılması gerekmektedir. Bununla birlikte yenilenebilir enerji sektöründeki gelişmeler ve değişimlerinde şirketler üzerinde farklı etkileri olmaktadır. Dünya gündeminin hızla değiştiği bir süreçten geçildiği son dönemde sektörlerin ve firmaların güçlü ve sürekli olabilmeleri için finansal performans analizlerinin düzenli ve devamlı yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Türkiye geliştirmekte olan bir ekonomi özelliğine sahip ve enerji bağımlısı bir ülke konumundadır. Enerji bağımlılığının azaltılması yolunda yenilenebilir enerji kaynaklarından enerji üretimi ve kullanımı Türkiye için oldukça önemli ve stratejik bir konudur. Bu doğrultuda yatırımların teşvik edilmesi ile ilgili kararlar alınmasına devam edilmeli ve destekler artırılmalıdır. Yenilenebilir enerji şirketlerinin faaliyetlerinin devam edebilmesi ve kârlılık hedeflerinin gerçekleştirilmesi finansal performanslarının analiz edilmesinin gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Küresel ekonomide risk ve belirsizliklerin arttığı bir dönemde işletmelerin finansal açıdan sağlam olması yine finansal performans analizinin önemini ortaya çıkarmaktadır. Yenilenebilir enerji yatırımlarının maliyetinin yüksek olması da bir diğer önemli boyuttur. Yenilenebilir enerji şirketlerinin finansal performanslarının analiz edilmesi hem işletmelerdeki gelişmeler için gerekli olmakla birlikte hem de sektördeki gelişme ve yenilikler için işletmelerin uyum sağlamasına katkı sağlamaktadır.

Sürdürülebilir kalkınma yolunda yenilenebilir enerji sektörünün öneminin artacağı bilinmekle birlikte gelecek çalışmalarda yenilenebilir enerji sektörü açısından farklı finansal performans analizleri yapılarak sektörün ve firmaların güçlü ve zayıf yönleri tespit edilebilir. Firmaların likidite, etkinlik ve kârlılıkları daha fazla finansal oran kullanılarak daha detaylı incelenebilir. Daha fazla yıla ait veriler kullanılarak uzun vadeli analizler ile geleceğe yönelik daha sağlam planlamalar yapılabilir.

6. Kaynakça

- Akyüz, F., Yeşil, T., & Kara, E. (2019). İşletmelerin Dupont karlılık analiziyle performansının belirlenmesi: Borsa İstanbul imalat sektörü örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (83), 61-84. <https://doi.org/10.25095/mufad.579728>
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın. Yedinci Baskı. İstanbul
- Alsagr, N. (2023). Financial efficiency and its impact on renewable energy investment: empirical evidence from advanced and emerging economies. *Journal of Cleaner Production*, 401, 136738. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136738>
- Armutlu, M.R ve Güngör, H.Y. (2019). Turizm Sektöründe Özkaynak Kârlılığının Analizi, *Toplum Bilimleri Dergisi*, 25, 137-152.
- Arslan, E., ve Bora, A. (2021). Türk Bankacılık Sektöründe Mevduat Bankalarının Finansal Performanslarının Dupont Sistemine Göre İncelenmesi: 2015-2019 Dönemi, *OPUS International Journal of Society Researches*, 18(43), 6356-6376. <https://doi.org/10.26466/opus.930091>
- Arslan, Ö., ve Ülker, Y. (2021). İmalat Sektörünün Finansal Durumunun DuPont Analizi Yöntemiyle Değerlendirilmesi. *Turkish Studies-Economics, Finance, Politics*, 16(1), 51-56. <https://doi.org/10.47644/TurkishStudies.47140>
- Baştürk, F. H. (2004). Dupont Kontrol Sisteminin (DKS) Sigorta Şirketlerinin Performans Ölçümüne Uyarlanması. *İktisat, İşletme ve Finans*, 19(220), 100-114.
- Beller Dikmen, B. (2021). Elektrik Enerjisi Sektörünün Finansal Performanslarının Oran Analizi Yöntemi ile İncelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(1), 912-926. <https://doi.org/10.20491/isarder.2021.1174>
- Bhunja, A., Mukhuti Sri S. and Roy Sri G., (2011). Financial Performance Analysis-A Case Study. *Current Research Journal of Social Sciences* 3(3), 269-275.
- BİST, (2025). Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksleri, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksleri> (Erişim Tarihi: 04.04.2024).
- Brown, F. D. (1923). Financial performance and Dupont system analysis. *Journal of Financial Management*, 11(2), 45-56.
- Brundtland, G. H., & Khalid, M. (1987). Our common future. Oxford University Press, Oxford, GB.
- Çalışkan, S. (2015). Kamu Hastanelerinde Dupont Analizi ile Finansal Performans Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Daver, G., ve Küçükkocaoğlu, G. (2019). Turkish Banking Sector Performance Analyses. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakülte-*

- si Dergisi*, 10(19), 382-402. <https://dergipark.org.tr/en/pub/kauuibf/issue/45479/491885>
- Davidson, W. (2020). Analysis of Profitability Using the DuPont Analysis. *Financial Statement Analysis*; W.,Davidson, (Ed.) içinde. *Wiley: Hoboken, NJ, USA*.
- Deegan, C. (2020). *Financial Accounting Theory* (5th ed.). Boston: McGraw-Hill Education.
- Ecer, F. ve Günay, F. (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 25(1), 35-48. DOI:10.17123/atad.vol25iss195016
- Elie, L., Granier, C., & Rigot, S. (2021). The different types of renewable energy finance: A Bibliometric analysis. *Energy Economics*, 93, 104997. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104997>
- ETKB, (2025). Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, Bilgi Merkezi /Elektrik. <https://enerji.gov.tr/bilgi-merkezi-enerji-elektrik>. Erişim Tarihi: 25.02.2025. Güncelleme Tarihi: 19.02.2025
- Ertürk, M. (2024). DuPont Analizi Yöntemi ile Finansal Performansın Değerlendirilmesi: BIST XTRZM Endeksi Örneği. *Third Sector Social Economic Review*, 59(4), 3073-3096. DOI: 10.15659/3.sektor-sosyal-ekonomi.24.12.2576
- Gültekin, D. D. (2024). BIST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde Yer Alan Firmaların Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(03), 126-135. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ibaness.org/bnejss/2024_10_03/15_Gultekin.pdf
- Güngör, N. (2024). Covid 19'un BİST'te yer alan sektörlerin finansal performanslarına etkisinin Dupont Analizi yöntemiyle değerlendirilmesi. *International Journal of Disciplines in Economics & Administrative Sciences Studies*, 7(36), 1036-1040. <https://doi.org/10.26728/ideas.533>
- Gürsoy, C.T. 2012. *Finansal Yönetim İlkeleri*. Beta Basım : İstanbul.
- Halkos, G. E., and Tzeremes, N. G. (2012). Analyzing the Greek renewable energy sector: A Data Envelopment Analysis approach. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 16(5), 2884-2893. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2012.02.003>
- Hu, G., Wang, X., & Wang, Y. (2021). Can the green credit policy stimulate green innovation in heavily polluting enterprises? Evidence from a quasi-natural experiment in China. *Energy Economics*, 98, 105134. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105134>

- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E., ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji sektörünün finansal analizi: Türkiye ve Avrupa enerji sektörü karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3), 86-97. <https://dergipark.org.tr/en/pub/iicder/issue/31649/347036>
- Myšková, R., and Hájek, P. (2017). Comprehensive assessment of firm financial performance using financial ratios and linguistic analysis of annual reports. *Journal of International Studies*, 10(4).
- KAP, (2025). Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>
- Karadeniz, E. ve Koşan, L. (2017). Hastane Hizmetleri Sektörünün Aktif ve Özsermaye Karlılık Performansının Analizi: Hastane Hizmetleri Sektör Bilançolarında Bir Araştırma. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 5(1), 37-47.
- Kawuri, A. L., Sutopo, W., and Rochani, R. (2022). Financial Performance Analysis Using the DuPont System Method: A Case Study, Proceedings of the 3rd Asia Pacific International Conference on Industrial Engineering and Operations Management, Johor Bahru, Malaysia, September 13-15, 1256-1265.
- Koşan, L., ve Karadeniz, E. (2013). Türk imalat sektöründe küçük, orta ve büyük ölçekli işletmelerin finansal performansının Dupont analiz tekniğiyle incelenmesi. *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2), 45-62. <https://dergipark.org.tr/en/pub/cagsbd/issue/44626/554368>
- Küresel Amaçlar (2025). <https://www.kureselamaclar.org/amaclar/erisilebilir-ve-temiz-enerji/> Erişim Tarihi: 17.02.2025
- Lee, C. C., Wang, F., & Chang, Y. F. (2023). Does green finance promote renewable energy? Evidence from China. *Resources Policy*, 82, 103439. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2023.103439>
- Mortaş, M. (2020). Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Karlılıklarının Dupont Analizi ile İncelenmesi: BIST Elektrik (XELKT) Endeksinde Bir Araştırma, Hasan Babacan (Ed.) Sosyal, Beşerî ve İdari Bilimler Alanında Akademik Çalışmalar-1 içinde (301-319). *Gece Kitaplığı Kitabevi, Ankara*.
- Özçelik, M. (2024). Türkiye’de yenilenebilir ve geleneksel enerji şirketlerinin finansal performans karşılaştırması: DuPont Analizi Yaklaşımı. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* (AKAD), 16(31), 345-359. <https://doi.org/10.20990/kilisiibfakademik.1508111>
- Özkaya, S.Y. (2004.). Yenilenebilir enerji kaynakları. *Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*, Sayı: 14, <https://www.mfa.gov.tr/yenilenebilir-enerji-kaynaklari.tr.mfa> Erişim Tarihi: 11.03.2025

- Paun, D. (2017). Sustainability and financial performance of companies in the energy sector in Romania. *Sustainability*, 9(10), 1722. <https://doi.org/10.3390/su9101722>
- PWC. *Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023*. Price Waterhouse Coopers Türkiye. Eylül 2023. <https://www.pwc.com.tr/turkiye-elektrik-piyasasına-genel-bakış>
- Rakićević, A., Milošević, P., Petrović, B., and Radojević, D. G. (2016). DuPont financial ratio analysis using logical aggregation. In *Soft Computing Applications: Proceedings of the 6th International Workshop Soft Computing Applications (SOFA 2014)*, Volume 2 (pp. 727-739). Springer International Publishing.
- Sayılgan, G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Siyasal Kitabevi. 7. Baskı. Ankara.
- Tijjang, B., Sudirman, I., and Efendy, (2020). T. Analysis of Du Pont System in Measuring the Financial Performance. *IOSR Journal of Business and Management*, 22(10), 53-58. DOI: 10.9790/487X-2210085358
- TCMB EVDS, (2025). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Sektor+-Bilancolari/> Erişim Tarihi: 20.02.2024
- Zopounidis, C. (1987). Multi-Criteria Financial Analysis and Dupont System. *European Journal of Operational Research*, 31(4), 297-307.

Faiz Oranlarında Yaşanan Değişikliklerin İşletmelerin Kar Payı Dağıtımına Etkisi¹

Mehmet Akarçay

Özet

İşletmeler elde ettikleri karın bir kısmını kâr payı ödemeleri şeklinde hissedarları ile paylaşma yolunu tercih ederler. Fakat işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen işletmeye özgü ve makroekonomik olmak üzere birtakım faktörler söz konusudur. Bu faktörler işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını ciddi anlamda etkilemektedirler. Bir işletmenin yıllar itibarıyla kâr payı ödemelerinin nasıl ve hangi faktörlerden kaynaklı değiştiğinin tespit edilmesi işletmeler ve hissedarlar açısından son derece önemli bir konudur. Bu çalışmanın amacı, faiz oranlarında yaşanan değişimlerin işletmenin kâr payı dağıtımına etkisinin olup olmadığını araştırmaktır. Bu kapsamda BIST (Borsa İstanbul) temettü endeksinde işlem gören ve düzenli kâr payı ödemesi yapan 40 işletmenin 2017-2024 yılları arası çeyrek dönem finansal verileri ile panel veri regresyon analizi ve Granger nedensellik testi yapılmıştır. Analiz kapsamında kâr payı dağıtım oranı bağımlı değişken, faiz oranı, kaldıraç oranı, likidite oranı, varlıkların büyüme oranı, varlık getirisi, özkaynak getirisi ve net satışların büyüme oranı değişkenleri ise bağımsız değişkenler olarak analize dahil edilmiştir. Çalışmanın ampirik bulgularına baktığımızda, faiz oranı ile kâr payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki söz konusudur. Faiz oranlarında artış yaşanması durumunda işletmelerin hissedarlarına ödemiş oldukları kar paylarında da artış yaşanmaktadır. Likidite oranı, kaldıraç oranı, varlıkların büyüme oranı ve net satışların büyüme oranı değişkenleri ile kâr payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak negatif ve %1 önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Granger nedensellik analizi bulgularına bakıldığında, özellikle faiz oranı, varlıkların büyüme oranı ve kaldıraç oranı değişkenleri ile kâr payı dağıtım oranı değişkeni arasında çift yönlü anlamlı ve güçlü nedensellik ilişkisi söz konusudur.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi Mucur Meslek Yüksekokulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık, e mail: ahievran.akarcay@gmail.com, ORCID ID: 0000-0003-1933-3510

1. Giriş

İşletmelerin temettü ödeme geçmişi, on altıncı yüzyılın başlarında Hollanda ve Büyük Britanya’da, uluslararası ticareti teşvik etmede önemli rol oynayan iki şirket olan Hollanda Doğu Hint Şirketi ve İngiliz Doğu Hint Şirketinin, 16.yy’da faaliyet gösteren en ünlü anonim şirketler ile başladığı kabul edilmektedir. Bu işletmelerin yelkenli gemilerinin kaptanlarının yatırımcılara finansal haklar satmaya başladıkları ve bu sayede ticari yolculuklardan elde edilen gelirden pay alma hakkı kazandıkları zamana kadar uzanmaktadır. Başlangıçta, bu anonim şirketler kısa vade olarak çalışmaktaydılar. Her sefer için ayrı ayrı sermaye toplanmaktaydı. Sefer tamamlandığında, seferin gelirleri sermaye yatırımcılarına dağıtılırdı ve o sefer tasfiye edilirdi. (Baskin ve Miranti, 1997; Gelderblom vd. 2013). On altıncı yüzyılın sonuna doğru, bu finansal haklar Amsterdam’daki açık piyasalarda işlem görmeye başladı ve kademeli olarak pay sahipliğine dönüşmeye başladı. O zaman bile birçok yatırımcının bu tür bir işle ilişkili riski çeşitlendirmek için birden fazla kaptandan hisse satın aldığı bilinmektedir. Her yolculuğun sonunda, girişimin tasfiyesi, karın sahiplere dağıtılmasını sağladı ve kaptanlar tarafından hileli uygulama olasılıklarını azaltmaya yardımcı oldu (Baskin, 1988). Ancak, bu girişimlerin karlılığı belirlenip daha düzenli hale geldikçe, her yolculuğun sonunda varlıkların tasfiye süreci giderek daha elverişsiz ve maliyetli hale geldi. Girişimlerin başarıları, güvenilirliklerini artırdı ve hissedarlar yönetimlerine (kaptanlara) daha fazla güvenmeye başladılar. Sonuç olarak, bu şirketler devam eden işletme varlıkları olarak işlem görmeye ve yatırılan tüm sermaye yerine yalnızca karları dağıtmaya başladı. Firmaların “devam eden işletme” olarak ortaya çıkması, firmaların gelirlerinin hangi oranının yatırımcılara geri döneceğine karar verme temel uygulamasını başlattı ve ilk temettü ödeme kararlarına öncülük etmiştir (Frankfurter ve Wood, 1997).

Temettü kararı, bir işletme yönetiminin alabileceği en temel kararlardan bir tanesidir. Çoğu yatırımcı için, bir yatırımın değeri esas olarak genellikle temettü ve faiz şeklinde alınan getiriler temelinde değerlendirilir. Bu nedenle, bir firmanın temettü kararı yatırımcılar için önemli bir bilgi değeri taşır. Temettüler, hissedarların bir şirketteki bireysel sermaye yatırımlarından bekledikleri getiriyi temsil eder. Temettü kararı, bir şirketin hissedarlara ödediği kazanç oranının belirlenmesini içerir ve yöneticilerin sermaye yapısı ve bütçeleme kararlarına ek olarak verdiği en önemli kararlardan biridir (Bishop vd., 2000, Njuguna ve Jagongo, 2015:68).

İşletmelerin temettü kararlarını verirken işletmeye özgü faktörlerin yanında makroekonomik faktörleri de göz önünde bulundurması gerekmektedir. Özellikle işletmenin kontrolü dışında gelişen ve işletmenin

bütün politikalarına da etki eden makroekonomik faktörler işletmenin devamlılığı açısından hayati öneme sahiptir. Bu faktörlerden bir tanesi de faiz oranıdır. Faiz oranı, bir işletmenin finansal karar alma sürecini etkileyebilecek dışsal unsurlardan bir tanesidir. Faiz oranlarında yaşanan değişimler, reel sektörün faiz giderlerini ve karlılıklarını doğrudan etkilemektedir. Yüksek faiz oranları, mevcut yatırım fırsatlarının cazip olmamasına neden olarak borsa üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Yatırımcılar, daha düşük risk nedeniyle hisse senetlerine yaptıkları yatırımı geri çekecek ve mevduat ve tasarruf gibi bankacılık sektörüne yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Faiz oranlarında yaşanacak artışlar, işletmeler üzerindeki finansal yükü ve borç ödeme maliyetlerini artıracak ve işletmelerin karlılıklarında azalmalara neden olacaktır. Öte yandan, faiz oranlarında düşüş yaşanması durumunda, işletmeler büyük ölçüde avantaj elde edeceklerdir. İşletmelerin fon akışlarında artış yaşanacak ve bu da ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır. Çünkü işletmeler, sermayeyi artırmak veya düşük faiz oranıyla yatırım yapmak için kredi olanaklarına sahip olabileceklerdir. Bu açılarından bakıldığında, faiz oranları ile kâr payı politikaları arasındaki ilişki işletmelerin finansal karar alma süreçlerinde üzerinde durulması gereken en önemli olgulardan bir tanesidir (Fahlevi, 2019, Meliana vd., 2021).

Bu çalışmada Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören temettü endeksi işletmelerinden, mali tablo verilerine eksiksiz ulaşılan ve düzenli temettü ödemesi yapan işletmelerin 2017-2024 yılları arası çeyrek dönem verileri incelenmiştir. Bu kapsamda, faiz oranlarında yaşanan değişikliklerin işletmelerin temettü dağıtımına etkisinin olup olmadığı ampirik bulgularla desteklenerek açıklanması amaçlanmıştır. Bu kapsamda, çalışmada işletmelerin düzenli ödedikleri nakit temettü tutarları bağımlı değişken, faiz oranı, varlıkların büyüme oranı, özkaynak karlılık oranı, kaldıraç oranı, likidite oranı, net satışların büyüme oranı ve varlık getirisi oranı bağımsız değişkenler olarak analize dahil edilmiştir. Bu araştırma, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini ortaya koymaya ve ilişki kurmaya çalışan, açıklayıcı ve özgün bir çalışma özelliğini taşımaktadır. Özellikle son birkaç yıldır faiz oranlarında yaşanan yükseliş göz önünde alındığında çalışmanın önemi bir kat daha artmaktadır. Bu bakımdan çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Çalışmanın giriş bölümünde öncelikle işletmelerin temettü ödeme kararları ve faiz oranları ile ilişkileri hakkında teorik bilgiler verilmiş, literatür bölümünde faiz oranlarının işletmelerin temettü ödemelerine etkisi üzerine Türkiye'de ve uluslararası yazında yapılan çalışmalara yer verilmiş, ardından veri seti ve yöntem tanıtılmış ve son bölümde ise analiz ve bulgular literatür ile karşılaştırılarak faiz oranlarında

yaşanan değişikliklerin işletmelerin temettü dağıtımına etkisi olup olmadığı değerlendirilmiştir.

2. Literatür Taraması

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de ve uluslararası alan yazında faiz oranlarında yaşanan değişikliklerin işletmelerin temettü politikasına etkisini araştıran çalışmalara yer verilecektir. Literatür, faiz oranlarında yaşanan değişimlerin işletmelerin gelecekteki temettü ödemeleri üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Mundati (2013) Nairobi menkul kıymetler borsasında işlem gören işletmelerin temettü ödemelerine makroekonomik değişkenlerin etkilerini incelemiştir. Nairobi Menkul Kıymetler Borsası’nda listelenen 61 işletmenin 2002-2012 yılları arası 10 yıllık dönem finansal verileri ile ilişkiyi regresyon analizi ile incelemiştir. Buna göre, enflasyon oranlarının temettü ödemeleriyle önemli ölçüde pozitif ve zayıf bir ilişkiye sahip olduğu ancak, faiz oranlarının ve döviz kurlarının temettü ödemelerini farklı şekilde etkilediği, faiz oranlarının temettü ödemeleri üzerinde çok az fark edilebilir bir etkiye sahip olduğu, döviz kurlarının ise temettü ödemeleri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Karpavičius ve Yu (2017) ABD’de faaliyet gösteren sanayi firmalarında 1975-2014 dönemi için, faiz oranlarının firmaların finansman politikalarına etkisini incelemişlerdir. Regresyon analizi yönteminin kullanıldığı çalışmanın ampirik bulguları, faiz oranlarının işletmelerin kaldıraç oranları üzerindeki etkisinin genel olarak sıfır veya hafif negatif olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte yazarlar, işletmelerin sermaye yapılarını faiz oranlarına göre ayarlamadıklarını; yani, gözlemlenen sermaye yapılarının faiz oranlarına duyarlı olmadığını savunmaktadırlar.

Egbunike ve Okerekeoti (2018) Nijerya’da faaliyet gösteren halka açık imalat işletmelerinin makroekonomik faktörleri, firma özellikleri ve finansal performansı arasındaki karşılıklı ilişkiyi incelemişlerdir. 2011-2017 yılları arası 21 işletmenin yıllık finansal verilerinin kullanıldığı çalışmada regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın ampirik bulguları, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerinin işletmelerin finansal performansları üzerinde bir etkisinin olmadığını buna karşın, enflasyon oranı ve GSYİH, büyüme oranı ve varlık getirisi üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu göstermektedir.

en Endonezya’da LQ45 endeksinde yer alan işletmelerde, hisse senedi fiyatı üzerinde döviz kuru, faiz oranı ve enflasyonun etkisini araştırmıştır. 2013-2017 yılları arası 5 yıllık dönemde LQ45 endeksinde dahil olan halka açık işletmelerin aylık finansal verileri yardımıyla açıklamaya çalışmıştır.

Regresyon analizi ile değişkenler arasındaki ilişkinin açıklandığı çalışmada, döviz kuru ve faiz oranının hisse senedi fiyatını etkilemek için önemli bir açıklayıcı güce sahip olduğunu ve faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Dendeş (2020), BIST 100 işletmelerinin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro ve makro etkenleri incelemiştir. 2009-2018 yılları arası düzenli kâr payı ödemesi yapan 21 işletmenin finansal verilerinin kullanıldığı çalışmada regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın ampirik bulguları, BİST 100 Endeksi'nde işlem gören işletmelerin kâr payı dağıtım politikası ile ekonomik büyüme ve faiz oranı değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını, analiz kapsamındaki işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları üzerinde makro faktörlerden daha ziyade işletmeye özgü faktörlerin daha fazla etkisi olduğunu göstermektedir.

Kendirci (2020), BIST temettü endeksinde işlem gören işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen işletmeye özgü ve makroekonomik faktörleri incelemiştir. Bu kapsamda analize dahil edilen 84 işletmenin 2011-2018 yılları arası finansal verileri incelenmiştir. Panel veri regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada, faiz oranındaki değişimlerin bağımlı değişken olan işletmelerin kâr payı dağıtım oranına herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Hasan, Kayani ve Choudhury (2022) faiz oranı değişikliklerinin ve temettü duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu kapsamda Bangladeş'te faaliyet gösteren 66 bankanın 2010-2021 dönemi finansal verileri ile kullanılarak yapılan regresyon analizinin bulgularına bakıldığında, faiz oranları ve nakit temettü tutarları arttığında borsanın olumlu tepki verdiğini ve aksi durumda olumsuz tepkiler verdiği görülmektedir.

Rinanda (2022) pandemi döneminde makroekonomik faktörlerin ve finansal performansın işletmelerin temettü politikaları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın örneklemini Endonezya Borsası'nda listelenen tüm üretim sektörü işletmelerinden oluşmaktadır. Ampirik bulgular, enflasyon oranı ve faiz oranı biçimindeki makroekonomik faktörlerin Endonezya Borsası'ndaki üretim şirketlerinin temettü politikası üzerinde önemli bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Muhammad ve Kurniasari (2023) büyüme, kârlılık, faiz oranları, enflasyon ve varlık yapısının şirket değeri gibi faktörlerin işletmelerin firma değeri ve temettü politikası üzerine etkisini incelemişlerdir. Yazarlar 7 işletmenin 2013-2017 dönemine ait finansal verilerini regresyon analizi

yardımıyla incelemişlerdir. Çalışmanın ampirik bulguları, büyüme oranı ve karlılığın temettü politikası üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu; ancak faiz oranları, enflasyon ve varlık yapısının temettü politikası üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını savunmaktadırlar.

Seyhan ve Akbulut (2023) firmalarda kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen makro faktörleri incelemişlerdir. Bu kapsamda Borsa İstanbul imalat sanayi endeksinde işlem gören 20 imalat firmasının 2010-2020 yılları arası dönemdeki finansal verilerini incelemişlerdir. Regresyon analizinin kullanıldığı çalışmanın ampirik bulgularına bakıldığında, ekonomik büyüme, faiz oranı, enflasyon oranı ve CDS değişkenleri nakit kâr payı tutarını istatistiki olarak pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Srifitri ve Berliana (2023) faiz oranlarının firmanın finansal kararlarına etkisini araştırdıkları çalışmada PT Astra International işletmesinin 2018-2022 finansal verileri ve faiz oranı değişkenleri kullanılmıştır. Regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada yazar, faiz oranlarının işletmelerin yatırım ve fonlama kararları üzerinde olumsuz ve önemsiz bir etkiye sahip olduğunu, ancak temettü kararları üzerinde olumlu ve orta düzeyde bir etkiye sahip olduğunu savunmaktadırlar.

Hanif vd. (2024) Pakistan'da faaliyet gösteren çimento sektörüne ait işletmelerin finansal performanslarını etkileyen makroekonomik faktörleri incelemişlerdir. Pakistan menkul kıymetler borsasında listelenen çimento sektörü firmalarının 2011-2020 yılları arasındaki finansal verileri incelenmişlerdir. Panel veri regresyon analizinin yapıldığı çalışmada yazarlar, faiz oranı ile özkaynak karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer şekilde, enflasyon oranı varlık getirisi ve özkaynak karlılığı ile negatif ilişkili olduğunu, makroekonomik faktörlerin Pakistan'daki çimento sektörünün finansal performansını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Nikhil vd. (2024) Hindistan'da faaliyet gösteren işletmelerin firma performansı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yazar çalışmasında, 2013-2022 yılları arası 401 finansal olmayan işletmenin 3120 firma-yıl gözlemi ile panel veri regresyon analizi yöntemini kullanmıştır. Çalışmanın ampirik bulgularına bakıldığında, işletmelerin borçlanmanın faydalarından yararlanmak için finansman kaynağı olarak borç kullanabileceğini fakat, aşırı borçlanma ve yüksek faiz oranları firmaların performansını olumsuz yönde etkileyeceğini savunmaktadırlar.

3. Yöntem

3.1. Veri Seti ve Modeli

Çalışmada işletmeye özgü faktörleri dikkate alarak faiz oranlarında yaşanan değişimlerin işletmelerin kâr payı ödemelerine etkisi araştırılmıştır. Bu kapsamda BIST temettü endeksinde işlem gören bütün işletmelerin finansal verileri incelenmiş, 2017Q1-2024Q3 dönemleri arasında düzenli nakit kâr payı ödemesi yapan 40 işletme seçilerek çalışmanın örneklemini oluşturulmuştur. Çalışmada, işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının faiz oranlarında yaşanan değişikliklerden etkilenip etkilenmediğini tespit etmek amacıyla oluşturulan veri seti, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve İş yatırım resmî web sayfalarından elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler ve değişkenlere ait hesaplamalar Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1. Çalışmada kullanılan değişkenler ve değişkenlere ait hesaplamalar

<u>Sembol</u>	<u>Değişkenlerin İsimleri</u>	<u>Ölçme</u>	<u>Sıklık Derecesi</u>	<u>Dönem</u>
Bağımlı Değişken				
KPDO	Kar Payı Dağıtım Tutarı	Çeyrek dönem dağıtılan net nakit temettü tutarının doğal logaritması	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
İşletmeye Özgü Bağımsız Değişkenler				
FO	1 haftalık repo (politika faiz oranı)	TCMB 1 haftalık repo (politika faiz oranı)	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
ABO	Varlıkların Büyüme Oranı	(Cari Dönem Toplam Aktifler- Önceki Dönem Toplam Aktifler) / Önceki Dönem Toplam Aktifler	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
ROE	Özkaynak Getirisi	Net kar/Özkaynak toplamı	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
KO	Kaldıraç Oranı	Kısa Vadeli Yükümlülükler + Uzun Vadeli Yükümlülükler / Aktif Toplamı	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
LO	Likidite Oranı	(Dönen varlıklar-Stoklar) /Kısa vadeli yükümlülükler	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
NSBO	Net Satışların Büyüme Oranı	Cari Dönem Net Satışlar- Önceki Dönem Net Satışlar) / Önceki Dönem Net Satışlar	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3
ROA	Varlık Getirisi	Dönem Net Karı / Toplam Varlıklar	Çeyrek Dönem	2017:1-2024:3

Çalışmada, kâr payı dağıtım tutarı (KPDO) değişkeni bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir. Bağımlı değişken hesaplanırken işletmelerin 2017-2024 yılları arası çeyrek dönem nakit ödedikleri kâr payı tutarlarının

doğal logaritması alınmıştır. Modelde yer alan faiz oranı değişkeni ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yayınlanan haftalık repo faiz oranlarının ocak-mart-haziran ve eylül aylarına denk gelen oranları esas alınmıştır. Faiz oranlarında yaşanan değişimlerin kâr payı ödemelerine etkisini incelemek üzere Tablo 1'de yer alan değişkenler yardımıyla panel veri regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz kapsamında oluşturulan model Eşitlik (1)'de yer almaktadır.

$$KPDO_{i,t} = \alpha + \beta_1 FO_{i,t} + \beta_2 ABO_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 KO_{i,t} + \beta_5 LO_{i,t} + \beta_6 NSBO_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Eşitlik (1)'de kâr payı dağıtım oranı (KPDO) bağımlı değişken, faiz oranı (FO), varlıkların büyüme oranı (ABO), özkaynak getirisi (ROE), kaldıraç oranı (KO), likidite oranı (LO), net satışların büyüme oranı (NSBO) ve varlık getirisi (ROA) değişkenleri bağımsız değişkenler olarak analize dahil edilmiştir. Verilerin analizi için Eviews 15 analiz programı kullanılarak, elde edilen ampirik bulgular yorumlanmıştır.

4. Bulgular

Çalışmada öncelikli olarak değişkenler arasındaki ilişkinin boyutunu anlamak, istatistiki değerlerin nasıl bir dağılım gösterdiğini tespit etmek ve çarpıklık ve basıklık değerlerini görmek amacıyla tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik değerleri Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 2. Serilere ilişkin betimsel istatistikler

Seriler	A. Ort	Medyan	Std. Sapma	Çarpıklık	Basıklık	Jarque-Bera Testi	
						Test İstatistiği	p-değeri
KPDO	15.00	18.41	7.97	-1.22	2.76	309.77	0.00001*
ABO	0.16	0.06	0.69	16.69	406.94	8487985.36	0.00001*
FO	0.18	0.16	0.12	1.58	4.64	657.36	0.00001*
KO	0.48	0.52	0.25	-0.36	2.08	70.60	0.00001*
LO	2.67	1.07	8.94	9.86	117.78	700783.48	0.00001*
NSBO	0.38	0.53	0.76	0.28	5.68	386.11	0.00001*
ROA	0.07	0.05	0.07	2.20	10.41	3833.94	0.00001*
ROE	0.14	0.10	0.14	1.17	5.75	672.16	0.00001*

*, $p < 0.01$.

Tablo 2’de sunulan betimsel istatistikler, çalışmada kullanılan değişkenlerin temel dağılım özelliklerini ortaya koymaktadır. Kâr payı dağıtım oranı değişkeni, 15.00 ortalama ve 7.97 standart sapma ile görece geniş bir dağılım sergilemekte olup, çarpıklık değeri -1.22 ile negatif yönde yoğunlaşmayı göstermekte, basıklık değeri 2.76 ile normal dağılıma yakın bir yapı sergilemektedir. Varlıkların büyüme oranı değişkeni, 0.16 ortalama ve 0.69 standart sapma ile pozitif yönde aşırı çarpıklık (16.69) ve yüksek basıklık (406.94) göstermekte, Jarque-Bera test istatistiğinin oldukça büyük bir değere (8,487,985.36) sahip olması, bu değişkenin normal dağılımdan ciddi şekilde saptığını ortaya koymaktadır. Faiz oranı değişkeni, 0.18 ortalama ve 0.12 standart sapma ile düşük değişkenliğe sahip olup, çarpıklık değeri 1.58 ile pozitif yönde bir eğilim göstermekte, basıklık değeri 4.64 ile uç değerlere duyarlılığın arttığını işaret etmektedir. Kaldıraç oranı değişkeni, 0.48 ortalama ve 0.25 standart sapma ile nispeten dengeli bir dağılıma sahip olup, çarpıklık değeri -0.36 ile hafif negatif yönde bir eğilim göstermektedir. Likidite oranı değişkeni, 2.67 ortalama ve 8.94 standart sapma ile oldukça geniş bir dağılım sergilemekte, çarpıklık değeri 9.86 ile uç değerlerin varlığını işaret etmekte, basıklık değeri 117.78 ile aşırı uç değerlerin etkili olduğu oldukça basık bir dağılıma sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Net satışların büyüme oranı değişkeni, 0.38 ortalama ve 0.76 standart sapma ile nispeten dengeli bir dağılım sergilemekte olup, çarpıklık değeri 0.28 ile dağılımın hafif sağa çarpık olduğunu, basıklık değeri 5.68 ile uç değerlerin varlığını işaret etmektedir. Varlık getirisi değişkeni, 0.07 ortalama ve 0.07 standart sapma ile değişkenliği düşük bir dağılıma sahip olup, çarpıklık değeri 2.20 ile dağılımın sağa çarpık olduğunu, basıklık değeri 10.41 ile uç değerlerin etkili olduğunu göstermektedir. Özkaynak getirisi değişkeni, 0.14 ortalama ve 0.14 standart sapma ile görece düşük bir değişkenlik sergilemekte olup, çarpıklık değeri 1.17 ile dağılımın sağa çarpık olduğunu, basıklık değeri 5.75 ile uç değerlerin varlığına işaret etmektedir. Tüm değişkenler için Jarque-Bera test p-değerlerinin 0.01’in altında olması, değişkenlerin normal dağılımdan önemli ölçüde sapma gösterdiğini ortaya koymaktadır. Tablo 3’te değişkenlerdeki birimler arasında ilişkinin olup olmamasına ilişkin yatay kesit bağımlılık testlerine ilişkin bulgulara yer verilmiştir.

H_0 : Yatay kesit bağımlılık yoktur.

H_1 : Yatay kesit bağımlılık vardır.

Tablo 3. Değişkenlere ilişkin yatay kesit bağımlılık bulguları

	Breusch-Pagan LM		Pesaran scaled LM		Bias-corrected scaled LM		Pesaran CD	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
KPDO	7790.40	0.00001*	177.49	0.00001*	176.83	0.00001*	78.54	0.00001*
ABO	15135.31	0.00001*	363.45	0.00001*	362.79	0.00001*	118.51	0.00001*
FO	24180.00	0.00001*	592.45	0.00001*	591.79	0.00001*	155.50	0.00001*
KO	4866.28	0.00001*	103.46	0.00001*	102.79	0.00001*	28.29	0.00001*
LO	2925.06	0.00001*	54.31	0.00001*	53.64	0.00001*	8.53	0.00001*
NSBO	20083.98	0.00001*	488.75	0.00001*	488.08	0.00001*	140.17	0.00001*
ROA	5371.70	0.00001*	146.64	0.00001*	145.97	0.00001*	71.20	0.00001*
ROE	7919.43	0.00001*	180.76	0.00001*	180.09	0.00001*	79.78	0.00001*

*; $p < 0.01$.

Tablo 3'te sunulan yatay kesit bağımlılık test sonuçları, değişkenler arasında anlamlı bir bağımlılığın varlığını göstermektedir. Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM, Bias-corrected scaled LM ve Pesaran CD testlerinin tamamında elde edilen p-değerleri 0.01'in altında olup, bu durum farklı birimler arasında ilişkinin olduğu yönündeki alternatif hipotezi (H_1) desteklemektedir. Kâr payı dağıtım oranı değişkeni için tüm test istatistikleri oldukça yüksek değerler alırken, bu değişkenin diğer birimlerle güçlü bir bağımlılık ilişkisi olduğu görülmektedir. Varlıkların büyüme oranı değişkeni için de benzer şekilde yüksek test istatistikleri gözlemlenmiş olup, farklı birimler arasında belirgin bir bağımlılık olduğu anlaşılmaktadır. Faiz oranı değişkeni için aynı test istatistikleri hesaplanmış ve tüm p-değerleri anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç, faiz oranı değişkeninin diğer birimlerle yüksek derecede bağımlı olduğunu göstermektedir. Kaldıraç oranı ve likidite oranı değişkenleri için diğer değişkenlere kıyasla nispeten daha düşük test istatistikleri elde edilmiş olsa da bağımlılığın hala güçlü ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Net satışların büyüme oranı, varlık getirisi ve özkaynak getirisi değişkenleri de yüksek bağımlılık gösteren değişkenler arasında yer almakta olup, Pesaran CD testi de tüm değişkenlerde anlamlı bağımlılığı doğrulamaktadır. Bu bulgular, veri setindeki tüm değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı sergilediğini ve farklı birimler arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğunu ortaya koymaktadır. Tablo 4'te ikinci nesil birim kök testlerinden Bai and NG-PANIC ve Ahn and Horenstein-PANIC birim kök testi bulgularına yer verilmiştir. Birim kök testlerine ait hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Seri birim kök içerir.

H_1 : Seri birim kök içermez, durağandır.

Tablo 4. 2. Kuşak birim kök testi bulguları (PANIC)

Değişkenler	Bai and NG- PANIC		Ahn and Horenstein - PANIC	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
KPDO	1.815	0.070**	+/- Inf	0.00001*
ABO	+/- Inf	0.00001*	+/- Inf	0.00001*
FO	-6.295	0.00001*	-6.301	0.00001*
KO	+/- Inf	0.00001*	4.317	0.00001*
LO	2.609	0.009*	+/- Inf	0.00001*
NSBO	+/- Inf	0.00001*	+/- Inf	0.00001*
ROA ^a	+/- Inf	0.00001*	+/- Inf	0.00001*
ROE	+/- Inf	0.00001*	+/- Inf	0.00001*

, p<0.01 ** , p<0.05 * , p<0.10 ^a, sabitli ve trendli model +/- inf, yüksek bir değer.*

Tablo 4'e göre kâr payı dağıtım oranı değişkeni, Bai and NG testine göre 1.815 test istatistiği ile %10 anlamlılık düzeyinde durağan olup olmadığı sınanmış olup, p-değeri 0.070 olarak elde edilmiştir. Buna karşın, Ahn and Horenstein testinde +/- sonsuz (Inf) test istatistiği ile 0.00001 p-değeri hesaplanmış, bu da serinin %1 anlamlılık seviyesinde durağan olduğunu göstermektedir. Varlıkların büyüme oranı değişkeni için her iki testte de test istatistiği +/- sonsuz (Inf) olarak hesaplanmış olup, p-değeri 0.00001 olarak bulunmuştur, bu da varlıkların büyüme oranı değişkeninin güçlü bir şekilde durağan olduğunu göstermektedir. Faiz oranı değişkeni için Bai and NG testi-6.295 test istatistiği ile 0.00001 p-değerine sahiptir, bu da durağanlığı %1 anlamlılık düzeyinde desteklemektedir. Ahn and Horenstein testi de benzer şekilde-6.301 test istatistiği ve 0.00001 p-değeri ile faiz oranı değişkeninin durağan olduğunu göstermektedir. Kaldıraç oranı değişkeni Bai and NG testinde +/- sonsuz (Inf) test istatistiği ile 0.00001 p-değerine sahip olup, Ahn and Horenstein testinde 4.317 test istatistiği ve 0.00001 p-değeri ile durağanlık desteklenmektedir. Likidite oranı değişkeni, Bai and NG testine göre 2.609 test istatistiği ve 0.009 p-değeri ile %1 anlamlılık seviyesinde durağan bulunmuştur. Ahn and Horenstein testinde ise +/- sonsuz (Inf) test istatistiği ile 0.00001 p-değeri hesaplanmış ve serinin durağan olduğu görülmüştür. Net satışların büyüme oranı değişkeni, Bai and NG testinde ve Ahn and Horenstein testinde +/- sonsuz (Inf) test istatistiği ile 0.00001 p-değeri olarak güçlü bir durağanlık göstermektedir. Varlık getirisi değişkeni, Bai and NG ve Ahn and Horenstein testlerinde +/- sonsuz (Inf) test istatistiği ve 0.00001 p-değeri olarak durağan olduğunu göstermektedir. Özkaynak getirisi değişkeni de benzer şekilde her iki testte de

+/- sonsuz (Inf) test istatistiği ve 0.00001 p-değeri ile durağan bulunmuştur. Varlık getirisi değişkeni sabitli ve trendli model kullanılarak test edilmiş ve her iki test sonucuna göre de durağan olduğu görülmektedir. Genel olarak, analiz edilen tüm değişkenler için en az bir test istatistiği durağanlığı desteklemektedir. Özellikle varlıkların büyüme oranı, net satışların büyüme oranı, varlık getirisi, özkaynak getirisi ve kaldıraç oranı değişkenleri için hem Bai and NG hem de Ahn and Horenstein testlerinde +/- sonsuz (Inf) test istatistiği ve 0.00001 p-değeri elde edilmesi, bu serilerin güçlü bir şekilde durağan olduğunu göstermektedir. Bu bilgiler ışığında, değişkenlerin zaman içinde istikrarlı bir yapıya sahip olduğunu ve modelleme sürecinde fark alma veya başka dönüşümler yapma ihtiyacının olmadığını göstermektedir. Tablo 5'te değişkenlere ait Pesaran CIPS birim kök testi bulgularına yer verilmiştir.

Tablo 5. 2. Kuşak birim kök testi bulguları (Pesaran CIPS)

Değişkenler	Pesaran CIPS				
	t-istatistiği	Kritik Değerler			p- değeri
		1%	5%	10%	
KPDO	-3.205	-2.27	-2.13	-2.05	<0.01
ABO	-4.421	-2.27	-2.13	-2.05	<0.01
FO	0.000	-2.27	-2.13	-2.05	>=0.10
KO ^a	-2.687	-2.77	-2.64	-2.56	<0.05
LO	-2.202	-2.27	-2.13	-2.05	<0.05
NSBO	-3.603	-2.27	-2.13	-2.05	<0.01
ROA	-2.454	-2.27	-2.13	-2.05	<0.01
ROE	-2.717	-2.27	-2.13	-2.05	<0.01

^a, *sabitli ve trendli model*

Tablo 5'te sunulan Pesaran (2007) CIPS birim kök testi sonuçları, panel veride yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak serilerin durağanlık özelliklerini değerlendirmektedir. Elde edilen bulgulara göre, kâr payı dağıtım oranı (-3.205), varlıkların büyüme oranı (-4.421), net satışların büyüme oranı (-3.603), varlık getirisi (-2.454) ve özkaynak getirisi (-2.717) değişkenleri %1 anlamlılık seviyesinde durağan bulunmuştur. Ayrıca, kaldıraç oranı (-2.687) ve likidite oranı (-2.202) değişkenleri %5 anlamlılık seviyesinde durağanken, faiz oranı (0.000), değişkeni birim kök içerdiği için durağan değildir. Bu sonuçlar, bazı değişkenler için durağanlık sağlanabilmesi amacıyla birinci farklarının alınmasını veya alternatif dönüşümlerin uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Öte yandan, Tablo 4'te, faiz oranı değişkenleri için durağanlığın

sağlandığı görüldüğünden, fark alma işlemi uygulanmayarak, doğrudan model kurulmuştur.

Çalışmanın bundan sonraki aşamasında kar payı dağıtım oranı, bağımlı değişken olarak ele alınmış olup, model kurulmuştur. VIF (Variance Inflation Factor) değerleri, regresyon analizlerinde değişkenler arasındaki çoklu doğrusal ilişkiyi değerlendirmek amacıyla kullanılan bir araçtır. VIF değerlerinin yorumlanması, modeldeki bağımsız değişkenlerin birbirleriyle ne kadar ilişkili olduğunu ve bu ilişkinin doğrusal regresyonun doğruluğunu nasıl etkileyebileceğini anlamak açısından önemlidir (O'Brien, 2007). Bu modele ilişkin VIF değerleri Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6. VIF değerlerine ilişkin bulgular

Bağımlı Değişkenler	VIF
ABO	1.096
FO	1.553
KO	1.687
LO	1.161
NSBO	1.111
ROA	3.159
ROE	3.107

Tablo 6'da sunulan VIF (Varyans Şişirme Faktörü) değerleri, modelde çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığını değerlendirmek amacıyla hesaplanmıştır. Genel olarak, VIF değerinin 10'un altında olması, ciddi bir çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığını göstermektedir. Bulgular incelendiğinde, en yüksek VIF değerinin varlık getirisi (3.159) ve özkaynak getirisi (3.107) değişkenlerinde olduğu görülmektedir. Diğer değişkenler için VIF değerleri 1.096 ile 1.687 arasında değişmekte olup, bu değerler düşük seviyede çoklu doğrusal bağlantı olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular doğrultusunda, modelde ciddi bir çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmamaktadır.

Hausman Testi, panel veri analizlerinde sabit etkiler modeli ile rastgele etkiler modelinin karşılaştırılmasında kullanılan bir testtir. Bu testin amacı, hangi modelin veri setine daha uygun olduğunu belirlemektir (Hausman, 1978). Tablo 7'de Hausman Testi bulguları verilmiştir.

H_0 : Rasgele etkiler modeli uygundur.

H_1 : Sabit etkiler modeli uygundur.

Tablo 7. Hausman Testine ilişkin bulgular

	Hausman Test	
	Test İstatistiği	p-değeri
KPDO	12.75	0.047*

*, $p < 0.01$ *

Tablo 7’de sunulan Hausman testi sonuçları, panel veri analizinde sabit etkiler (fixed effects) ve rasgele etkiler (random effects) modelleri arasında seçim yapmak için kullanılmıştır. Testin temel hipotezi (H_0), rasgele etkiler modelinin uygun olduğunu ifade ederken, alternatif hipotez (H_1) sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Kâr payı dağıtım oranı değişkeni için hesaplanan Hausman test istatistiği 12.75 olup, buna karşılık gelen p-değeri 0.047’dir. Bu p-değeri, %5 anlamlılık düzeyinde ($p < 0.05$) H_0 hipotezinin reddedilmesini desteklemektedir. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım oranı değişkeni için sabit etkiler modelinin daha uygun olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Uygun modeller belirlendikten sonra modelin varsayımlarından olan otokorelasyon olup olmamasına yönelik uygulanan Durbin Watson otokorelasyon testi bulguları Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8. Durbin Watson otokorelasyon testi bulguları

	Test İstatistiği	Kritik Değer aralığı	
		5%	1%
KPDO	1.687	1.893 - 1.922	1.854 - 1.883

Tablo 8’de sunulan Durbin-Watson (DW) testi sonuçları, modelde otokorelasyon olup olmadığını belirlemek için kullanılmıştır. Test istatistiği 1.687 olarak hesaplanmış olup, bu değer %5 anlamlılık düzeyinde 1.893-1.922 ve %1 anlamlılık düzeyinde 1.854 - 1.883 kritik değer aralıklarının dışında kalmaktadır. DW test istatistiğinin alt sınırdan düşük olması, modelde pozitif otokorelasyonun varlığına işaret edebilir. Bu durum, modelin hata terimlerinde bir bağımlılık olduğunu ve otokorelasyonun giderilmesi için uygun düzeltme yöntemlerinin uygulanması gerektiğini göstermektedir. Buna göre, serilerin logaritmaları alınmıştır. Logaritmik dönüşümü yapılan değişkenlere ait düzeltilmiş Durbin Watson test bulguları Tablo 9’da yer almaktadır.

Tablo 9. Düzeltilmiş Durbin Watson otokorelasyon testi bulguları

Test İstatistiği	Kritik Değer aralığı		
	5%	1%	
KPDO	1.926	1.893 - 1.922	1.854 - 1.883

Tablo 9'da sunulan düzeltilmiş Durbin-Watson (DW) testi sonuçları, otokorelasyonun yeniden değerlendirilmesini sağlamaktadır. Test istatistiği 1.926 olarak hesaplanmış olup, %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer aralığı olan 1.893 - 1.922 ve %1 anlamlılık düzeyindeki kritik değer aralığı olan 1.854 - 1.883 ile karşılaştırıldığında, bu değerın sınırın hemen üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durum, önceki Durbin-Watson testine kıyasla otokorelasyonun büyük ölçüde giderildiğini göstermektedir. Öte yandan literatürde, Durbin-Watson test istatistiğinin 1.5 ile 2.5 arasında bir değer alması durumunda otokorelasyonun olmadığı kabul edilmektedir (Gujarati ve Porter, 2009). Bu bilgiler ışığında otokorelasyonun olmadığı söylenebilir. Serilerde değişen varyans olup olmadığı Wald testi ile test edilecektir. Wald testine ilişkin test bulguları Tablo 10'da gösterilmektedir.

H_0 : Model sabit varyanslıdır, yani değişen varyans problemi yoktur.

H_1 : Model sabit varyanslı değildir, yani değişen varyans problemi vardır.

Tablo 10. Sabit varyans probleminin tespitine yönelik Wald testi bulguları

Test İstatistiği	Serbestlik Derecesi	p-değeri	
KPDO	193.20	40	0.000001*

*, $p < 0.01$.

Tablo 10, sabit varyans probleminin tespitine yönelik yapılan Wald testi bulgularını sunmaktadır. Testin istatistiksel değeri 193.20 olarak hesaplanmış olup, serbestlik derecesi 40'tır. Elde edilen p-değeri ise 0.000001 olarak bulunmuş ve bu değer, genellikle kabul edilen %1'lik anlamlılık düzeyinin ($p < 0.01$) çok altında kalmaktadır. Bu sonuç, sıfır hipotezinin (H_0 : Model sabit varyanslıdır) reddedilmesine ve alternatif hipotezin (H_1 : Model sabit varyanslı değildir) kabul edilmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, yapılan test, modelde değişen varyans probleminin mevcut olduğunu ve sabit varyans varsayımının geçerli olmadığına işaret etmektedir. Bu durumda, modeldeki heteroskedastisite sorununu gidermek için White testi gibi heteroskedastisiteye dayanıklı standart hataların kullanılması veya logaritmik

dönüşümler gibi düzeltici yöntemlerin uygulanması önerilebilir (Greene, 2013). Bu bağlamda, logaritmik dönüşümün değişen varyans sorununu daha önemsiz hale getirdiği için serilerin logaritmik dönüşümleri alınarak sabit etkiler model yaklaşımı ile panel veri regresyon analizi tahmin edilmiştir. Kâr payı dağıtım oranı değişkeni için regresyon analizi test sonuçları Tablo 11’de yer almaktadır.

Tablo 11. KO Modeline ilişkin katsayı ve model bulguları

	Katsayı	Std. Hata	t	p-değeri
LN_FO	0.008	0.008	0.970	0.333
LN_ROE	0.004	0.007	0.550	0.580
LN_LO	-0.035	0.013	-2.670	0.008*
LN_KO	-0.056	0.015	-3.740	0.00001*
LN_ROA	-0.003	0.006	-0.550	0.582
LN_ABO	-0.004	0.001	-2.910	0.004*
LN_NSBO	-0.026	0.007	-3.800	0.00001*
Sabit	2.897	0.040	72.980	0.00001*
R ²	0,1628			
F istatistik				0,000001
19,27				

**, p < 0.01. **, p < 0.10.*

Tablo 11’e göre, bağımsız değişkenler arasında LN_LO (-0.0355), LN_KO (-0.0559), LN_ABO (-0.00397), ve LN_NSBO (-0.0262) gibi değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş olup, kâr payı dağıtım oranı değişkeni üzerinde negatif etkileri bulunmaktadır. Diğer değişkenler (örneğin LN_FO, LN_ROE, LN_ROA) ise istatistiksel olarak anlamlı olmamış ve p-değerleri 0.05’in üzerinde kalmıştır. Örneğin, faiz oranı değişkenindeki %1’lik değişim, kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.008’lik artışa neden olmaktadır (p = 0.333). Özkaynak getirisi değişkenindeki %1’lik değişim kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0038’lik artışa (p = 0.580) neden olurken, likidite oranı değişkenindeki %1’lik değişim kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0355’lik bir azalmaya yol açmaktadır (p = 0.008). Kaldıraç oranı değişkenindeki %1’lik değişim, kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0559’luk bir azalmaya (p = 0.00001) neden olmaktadır. Varlık getirisi değişkenindeki %1’lik değişim ise kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0031’lik bir azalma (p = 0.582) göstermektedir. Varlıkların büyüme oranı değişkenindeki %1’lik değişim, kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.00397’lik bir azalma (p = 0.004) yaratırken, net satışların büyüme oranı değişkenindeki %1’lik değişim 0.0262’lik bir azalma (p = 0.00001) oluşturmuştur. Modelin açıklayıcılığı, “within” R² değeri %16.28 olarak

hesaplanmış olup, bağımsız değişkenlerin modeldeki varyansın yaklaşık %16'sını açıkladığını göstermektedir. R² değerinin düşük olması modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenle ilişkili olduğunu, fakat bağımlı değişkeni açıklamada yetersiz kaldıklarını göstermektedir. Buna karşın, F-istatistik değeri 19.27 olup, p-değeri 0.000001 ile modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Tablo 12'de değişkenlere ait Granger nedensellik testi bulguları yer almaktadır.

Tablo 12. Granger nedensellik analizi bulguları

Nedensellik Yönü	F	p-değeri	Nedensellik Yönü	F	p-değeri	Nedensellik Yönü	F	p-değeri
ABO → KPDO	8.474	0.0001*	KO → FO	0.108	0.898	LO → KO	6.754	0.001*
KPDO → ABO	6.503	0.002*	FO → KO	8.605	0.0001*	KO → LO	17.665	0.0001*
FO → KPDO	3.113	0.045**	LO → FO	0.206	0.814	NSBO → KO	6.370	0.002*
KPDO → FO	35.769	0.0001*	FO → LO	0.126	0.882	KO → NSBO	7.043	0.001*
GSYIH → KO	20.969	0.0001*	NSBO → FO	58.469	0.0001*	ROA → KO	0.143	0.867
KPDO → GSYIH	30.701	0.0001*	FO → NSBO	12.146	0.0001*	KO → ROA	0.087	0.916
KO → KPDO	14.397	0.0001*	ROA → FO	2.411	0.090***	ROE → KO	0.203	0.816
KPDO → KO	2.715	0.067***	FO → ROA	0.195	0.823	KO → ROE	8.224	0.0001*
LO → KPDO	0.679	0.507	ROE → FO	4.994	0.007*	NSBO → LO	8.358	0.0001*
KPDO → LO	3.107	0.045**	FO → ROE	2.458	0.086***	LO → NSBO	6.453	0.002*
NSBO → KPDO	144.024	0.0001*	ROA → ABO	2.972	0.052***	ROA → LO	1.618	0.199
KPDO → NSBO	0.433	0.649	ABO → ROA	3.453	0.032**	LO → ROA	0.035	0.965
ROA → KPDO	2.717	0.066**	ROE → ABO	5.364	0.005*	ROE → LO	3.615	0.027**
KPDO → ROA	0.941	0.390	ABO → ROE	5.925	0.003*	LO → ROE	3.130	0.044**
ROE → KPDO	1.267	0.282	ROA → NSBO	2.537	0.080**	NSBO → ROA	6.513	0.002*
KPDO → ROE	1.073	0.342	ABO → KO	5.079	0.006*	ROE → NSBO	1.913	0.148
FO → ABO	26.021	0.0001*	LO → ABO	0.837	0.433	NSBO → ROE	7.801	0.0001*
ABO → FO	9.782	0.0001*	ABO → LO	10.021	0.0001*	ROE → ROA	7.269	0.001*
KO → ABO	0.774	0.461	NSBO → ABO	4.473	0.012**	ROA → ROE	0.203	0.817
ABO → NSBO	5.737	0.003*						

*, $p < 0.01$ **, $p < 0.05$ ***, $p < 0.10$.

Tablo 12'de yer alan nedensellik testlerinin anlamlı sonuçları şu şekildedir: Varlıkların büyüme oranının kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi (F=8.474, $p < 0.01$), kar payı dağıtım oranının, varlıkların büyüme oranı üzerindeki etkisi (F=6.503, $p < 0.01$), faiz oranının kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi (F=3.113, $p < 0.05$), kar payı dağıtım oranının faiz oranı üzerindeki etkisi (F=35.769, $p < 0.01$), GSYIH'nin kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi (F=20.969, $p < 0.01$), kar payı dağıtım oranının GSYIH üzerindeki etkisi (F=30.701, $p < 0.01$), Kaldıraç oranının kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi (F=14.397, $p < 0.01$), kar payı dağıtım oranının kaldıraç oranı üzerindeki etkisi (F=2.715, $p < 0.10$), net satışların büyüme oranının kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi (F=144.024, $p < 0.01$), varlıkların büyüme oranının enflasyon oranı değişkeni üzerindeki

etkisi ($F=17.807$, $p<0.01$), faiz oranının varlıkların büyüme oranı üzerindeki etkisi ($F=26.021$, $p<0.01$), GSYİH'nin varlıkların büyüme oranının üzerindeki etkisi ($F=5.247$, $p<0.01$), faiz oranının enflasyon oranı üzerindeki etkisi ($F=71.417$, $p<0.01$), GSYİH'nin enflasyon oranı üzerindeki etkisi ($F=85.155$, $p<0.01$), net satışların büyüme oranının enflasyon oranı üzerindeki etkisi ($F=29.377$, $p<0.01$), GSYİH'nin faiz oranı üzerindeki etkisi ($F=17.592$, $p<0.01$), net satışların büyüme oranının faiz oranı üzerindeki etkisi ($F=58.469$, $p<0.01$), GSYİH'nin kaldıraç oranı üzerindeki etkisi ($F=3.220$, $p<0.05$), net satışların büyüme oranının kaldıraç oranı üzerindeki etkisi ($F=6.370$, $p<0.01$), kaldıraç oranının özkaynak karlılığı üzerindeki etkisi ($F=8.224$, $p<0.01$), net satışların büyüme oranının likidite oranı üzerindeki etkisi ($F=8.358$, $p<0.01$), likidite oranının net satışların büyüme oranı üzerindeki etkisi ($F=6.453$, $p<0.01$) ve net satışların büyüme oranının aktif karlılığı oranı üzerindeki etkisi ($F=6.513$, $p<0.01$). Bunlar dışındaki ilişkiler ise %1, %5 ve %10 güven düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

5. Sonuç ve Tartışma

İşletmelerin kâr payı ödemeleri, bir takvim yılı içerisinde elde ettiği gelirlerin toplamından vergi ve yasal yükümlülükler düşüldükten sonra kalan tutarın bir kısmının hissedarlara dağıtılmasıdır. İşletmelerin kâr payı ödemelerini etkileyen işletmeye özgü ve makroekonomik değişkenler söz konusudur. Bu değişkenlerden bir tanesi de makroekonomik faktörlerden faiz oranı değişkenidir. Faiz oranlarında yaşanan artış ya da azalışlar işletmelerin kâr payı ödemelerini etkilemektedir. Bu çalışmada BIST'te işlem gören ve düzenli kâr payı ödemesi yapan 40 işletmenin 2017Q1-2024Q3 dönemleri arası finansal verileri yardımıyla faiz oranlarında yaşanan değişikliklerin işletmelerin kâr payı dağıtımına etkisi araştırılmıştır. Bu kapsamda temettü endeksine işlem gören işletmelerin işletmeye özgü finansal verileri ve faiz oranı değişkeni panel veri regresyon yöntemi ve Granger nedensellik testine tabi tutulmuştur.

Çalışmada panel veri regresyon analizinin bulgularına bakıldığında faiz oranı değişkenindeki %1'lik değişim, kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.008'lik artışa neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle işletmelerin kâr payı ödeme tutarları faiz oranlarının arttığı dönemler olmaktadır. Literatüre bakıldığında bu bulgular beklenen bir durum olarak değerlendirilmektedir. Faiz oranlarının artması, tasarruf sahiplerini sabit ve daha fazla getiri elde edebilecekleri finansal enstrümanlara yatırım yapmalarına neden olmaktadır. Bu durumda işletmeler daha fazla yatırımcı çekebilmek adına faiz oranlarının arttığı dönemlerde daha fazla temettü ödeme yolunu tercih etmektedirler.

Elde edilen bu bulgular, Srifitri ve Berliana (2023), Mundati (2013), Seyhan ve Akbulut (2023), Hanif vd. (2024), Nikhil vd. (2024), Hasan, Kayani ve Choudhury (2022) çalışmalarındaki bulgularla örtüşmekte iken, Karpavičius ve Yu (2017), Muhammad ve Kurniasari (2023), Egbunike ve Okerekeoti (2018), Kendirci (2020), Rinanda (2022) ve Dendeş (2020) çalışmalarındaki bulguları desteklememektedir.

Likidite oranı, kaldıraç oranı, varlıkların büyüme oranı ve net satışların büyüme oranı değişkenleri ile kâr payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak negatif ve %1 önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Buna göre likidite oranı değişkeninde yaşanan %1'lik değişim kâr payı dağıtım oranında -0,035 azalmaya neden olmaktadır. İşletmelerin ellerinde likit varlıkların olması işletmelerin daha az kâr payı dağıtmasına neden olmaktadır. Kaldıraç oranında yaşanacak %1'lik değişim kâr payı dağıtım oranında -0,056 oranında azalmaya neden olmaktadır. İşletmelerin sermaye yapıları içerisinde yabancı kaynak kullanımının artması kâr payı dağıtım oranlarının azalmasına neden olmaktadır. Aslına bakılırsa, işletmenin yabancı kaynak kullanımı da faiz oranları ile ilgili bir durumdur. İşletmelerin ihtiyaç duyduğu fonları finansal kuruluşlardan sağlamayı tercih ettiğinde, faiz oranlarının yüksek olduğu dönemde kullanılan fonun maliyeti yüksek olacaktır. Bu fonlar kazançlı yatırımlara dönüştürülmediğinde işletmeye maliyeti daha da artacak ve bu durum finansal anlamda işletmelerin karlarına negatif yönde yansıtacaktır. Daha düşük kar elde eden işletmelerin de kâr payı dağıtım oranlarında azalmalar yaşanacaktır. Çalışmadan elde edilen diğer bulgulara bakıldığında, özkaynak getirisi değişkenindeki %1'lik değişim kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0038'lik artışa ($p = 0.580$) neden olurken, likidite oranı değişkenindeki %1'lik değişim kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0355'lik bir azalmaya yol açmaktadır ($p = 0.008$). Kaldıraç oranı değişkenindeki %1'lik değişim, kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0559'luk bir azalmaya ($p = 0.00001$) neden olmaktadır. Varlık getirisi değişkenindeki %1'lik değişim ise kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.0031'lik bir azalma ($p = 0.582$) göstermektedir. Varlıkların büyüme oranı değişkenindeki %1'lik değişim, kâr payı dağıtım oranı değişkeninde 0.00397'lik bir azalma ($p = 0.004$) yaratırken, net satışların büyüme oranı değişkenindeki %1'lik değişim 0.0262'lik bir azalma ($p = 0.00001$) oluşturmuştur.

Granger nedensellik analizi bulgularına bakıldığında, özellikle faiz oranı değişkeni ile kâr payı dağıtım oranı değişkeni arasında çift yönlü anlamlı nedensellik ilişkisi bulunmuş olup, hem $FO \rightarrow KPDO$ ($p=0.0001$) hem de $KPDO \rightarrow FO$ ($p=0.0001$) yönleri güçlü bir etkileşim göstermektedir. Benzer şekilde varlıkların büyüme oranı ve kaldıraç oranı değişkenleri ile kâr payı dağıtım oranı değişkeni arasında çift yönlü ve anlamlı bir nedensellik

ilişki söz konusudur. Net satışların büyüme oranının kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi, faiz oranının varlıkların büyüme oranı üzerindeki etkisi, net satışların büyüme oranının faiz oranı üzerindeki etkisi, net satışların büyüme oranının kaldıraç oranı üzerindeki etkisi, kaldıraç oranının özkaynak getirisi üzerindeki etkisi, net satışların büyüme oranının likidite oranı üzerindeki etkisi, likidite oranının net satışların büyüme oranı üzerindeki etkisi ve net satışların büyüme oranının varlık getirisi üzerindeki etkisi anlamlı ve tek yönlü bir nedensellik ilişkisi söz konusudur.

Bu çalışmada işletmelerin kâr payı dağıtım oranı ile faiz oranı ilişkisi araştırılmıştır. İşletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen makroekonomik faktörler sadece faiz oranı ile sınırlı değildir. Bundan sonraki çalışmalarda diğer makroekonomik faktörlerin de analize dahil edilerek işletmelerin kâr payı dağıtımına olan etkilerini araştırılabilir.

6. Kaynakça

- Baskin, J.B. (1988). The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600- 1914: overcoming asymmetric information. *The Business History Review*, 62, 199-223.
- Baskin, J.B. ve Miranti, P.J. (1997). *A history of corporate finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bishop, S.R., Harvey R.C., Robert W.F. ve Garry J.T. (2000). *Corporate Finance* (Prentice Hall Inc., Sydney).
- Dendeş, E. (2020). Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro ve makro etkenler: BIST 100 firmaları üzerine bir uygulama. *Doktora Tezi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Egbunike, C.F. ve Okerekeoti, C.U. (2018). Macroeconomic factors, firm characteristics and financial performance. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 142-168.
- Fahlevi, M. (2019). The influence of exchange rate, interest rate and inflation on stock price of LQ45 index in Indonesia. In W. Strielkowski et al. (Eds.), *Advances in social science, education and humanities research* (pp. 157-163). Papers presented at the First International Conference on Administration Science (ICAS 2019), Bandung, Indonesia: Atlantis Press.
- Frankfurter, G.M., ve Wood, J.B.G. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education* 23, 16-33.
- Gelderblom, O., De Jong, A. ve Jonker, J. (2013). The formative years of the modern corporation: The Dutch East India Company VOC. *The Journal of Economic History*, 73(4), 1050-1076.
- Greene, W.H. (2013). *Econometric Analysis* (7th ed.). Pearson Education.
- Gujarati, D.N., ve Porter, D.C. (2009). *Causality in economics: The Granger causality test in Basic Econometrics*. McGraw-Hill.
- Hanif, M., Sibt-e-Ali, M., Asghar, M.M. ve Farhan, M. (2024). Macroeconomic factors of financial performance: A case study of cement sector of Pakistan. *Review of Applied Management and Social Sciences*, 7(4), 929-937.
- Hasan, F., Kayani, A.I. ve Choudhury, T. (2022). Effect of interest rate changes and dividend announcements on stock returns: Evidence from a frontier economy. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 16(4), 639-659.
- Hausman, J.A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Karpavičius, S., ve Yu F. (2017). The impact of interest rates on firms' financing policies. *Journal of Corporate Finance* 45: 262-293.
- Kendirici, R. (2020). İşletmelerde kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen işletmeye özgü ve makroekonomik faktörlerin belirlenmesi: Borsa İstanbul

bul Temettü Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi.*

- Nikhil, M.N., Shenoy, S.S., Chakraborty, S. ve Lithin, B.M. (2024). Does the Ind AS moderate the relationship between capital structure and firm performance? *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 35(2), 86–102.
- Njuguna, I. ve Jagongo, A. (2015). Factors considered in dividend payout decisions—the case for listed companies in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(13), 68- 74.
- Meliana, D., Defung, F ve Kusumawardani, A. (2021). Dividend policy and its implications on stock prices. Examples of evaluation in Indonesia. *Tech-nium: Social Sciences Journal* 18(1): 256–267.
- Muhammad, S. ve Kurniasari, A. (2023). Analysis of the effect of growth, profitability, interest rates, inflation and asset structure on firm value with dividend policy as an intervening variable. *Iqtisad: Reconstruction of Justice and Welfare for Indonesia* 9(2): 255-270.
- Mundati, Z.W. (2013). The effects of macroeconomic variables on the dividend payout of firms listed at the Nairobi Securities Exchange (*Doctoral dissertation, University of Nairobi*).
- O'Brien, R.M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41(5): 673–690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- Rinanda, Y. (2022). The influence of macroeconomic factors and financial performance on dividend policy during pandemic (manufacturing company listed on the idx). *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 2 (6): 637-646.
- Seyhan, M. ve Akbulut, R. (2023). Firmalarda kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen makro faktörler: BİST imalat sanayi firmaları üzerine bir çalışma. *İktisadi ve İdari Yaklaşımlar Dergisi*, 5(1), 29-52.
- Srifitri, R. ve Berliana, S. (2023). The impact of interest rates on firm's financial decisions. *Papers* 2311.14738, arXiv.org.

İnternet kaynakları

<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/Sayfalar/default.aspx>

<https://www.kap.org.tr/tr/>

Finansal Performans ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Enerji Sektör Firmaları Üzerine Bir Analiz

Reşat Sakur¹

Özet

Ekonomilerin yıllar itibariyle sürekli bir büyüme trendi içinde olması ve nüfus yoğunluğunun düzenli bir artış göstermesi enerji ve doğal kaynaklara olan ihtiyacı arttırmaktadır. Ülkemizde enerji dış ticaret açığının sürekli artış içinde olması enerji sektöründe yer alan firmaların bu açığı bir nebze de olsa azaltma girişimlerini beraberinde getirmektedir. Enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların bir kısmı direkt enerjiyi doğal kaynaklar kullanarak üretmekte bir kısmı da teknolojik gelişimleri de öncü kullanarak enerjiyi yenilenebilir hale getirmektedir. Yenilenebilir enerji sektöründe bulunan firmalar yatırımcı çekme açısından daha cazip görünmektedir. Firmaların yüksek finansal performans göstererek daha çok yatırımcı çekmesi durumu ve tersi durum olarak daha çok yatırımcı çekerek daha yüksek finansal performans göstermesi durumu hem firmaların hizmet üretme kapasitesine olumlu etki yaratacak hem de firmaların finansal olarak büyümesine olanak sağlayacaktır. Bu çalışma, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören enerji sektöründe yer alan firmaların finansal performansları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamıştır. Çalışmada firmaların 2023 yılı finansal performans oranları ile ilgili firmanın 2024 yılı hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin varlığı çoklu doğrusal regresyon analizi yardımıyla incelenmiştir. Hisse senedi getirileri ile finansal performans oranlarından öz sermaye karlılığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı, hisse senedi getirisi ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ise anlamlı fakat negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yatırımcılara sağlanan getiri ile hisse senedi getirisinin aynı yönlü bir ilişki göstermesi de finans literatürü açısından beklenen bir durum olarak değerlendirilebilir.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Şırnak Üniversitesi Sağlık Bilimleri Fakültesi, r.sakur@sirnak.edu.tr.
ORCID ID: 0000-0002-7946-8938

1. Giriş

Performans kavramı, kelime anlamı itibarıyla bir işin veya görevin yerine getirilmesi sürecinde gösterilen başarı düzeyini ifade etmekte olup, ulaşılmak istenen hedef doğrultusunda elde edilen sonuçların nicel ya da nitel göstergesi olarak tanımlanmaktadır (Karaman, 2009:413). Performans, ekonomik sistem içerisinde faaliyet gösteren tüm işletmelerin varlığını sürdürebilmesi, rekabet avantajı elde edebilmesi, büyüme sürecini desteklemesi ve faaliyetlerinin başarı düzeyini değerlendirebilmesi açısından kritik bir göstergedir (Işık, 2019). Genel olarak performans, işletmelerin belirledikleri amaçlara ulaşma seviyesini ortaya koyan bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. İşletmelerin performansının bir değer üzerinden ifade edilmesi, rekabet ortamındaki konumlarını ve sektördeki yerlerini değerlendirme açısından kritik bir rol oynamaktadır. Günümüzün yoğun rekabet koşullarında işletmelerin sürdürülebilir bir başarı elde edebilmesi, etkin bir performans ölçüm sistemi ile mümkün hale gelmektedir. Rekabet edebilme, varlığını sürdürebilme ve stratejik hedeflerine ulaşabilme noktasında işletmelerin gerçekleştirdiği dönüşümleri ölçmesi büyük bir gereklilik arz etmektedir. İşletmelerde performans kavramı, hedeflere ulaşma sürecinde ortaya çıkan çıktılar ile bu çıktıları elde etmek için kullanılan kaynakların değerlendirilmesi, belirlenen amaçlara ulaşma yönündeki çaba ve uygulanan faaliyetlerin verimliliği ile etkililiğinin ölçümü şeklinde tanımlanmaktadır.

Günümüzde işletme performansı, geçmişte olduğu gibi yalnızca satış rakamları ve elde edilen kâr üzerinden değerlendirilmemekte olup çok boyutlu bir yapıya bürünmüştür. Bir işletmenin performansını yalnızca varlıklarından değer üretme kapasitesi ile sınırlandırmak, işletmenin gerçek performans düzeyini tam anlamıyla yansıtmamaktadır. Performans ölçümü, işletmelerin faaliyet süreçlerinde ve kaynak kullanımında ekonomiklik, etkinlik ve verimlilik gibi temel ilkeleri ne derece gerçekleştirebildiğini belirlemeye yönelik bir süreçtir. Aynı zamanda, mevcut sorunların tespit edilmesi ve bu problemlerin giderilmesine yönelik stratejik önlemlerin geliştirilmesini sağlayan sistematik bir değerlendirme mekanizması olarak da tanımlanmaktadır (Elitaş ve Ağca, 2006)

İşletmelerin rekabet gücünü analiz edebilmesi ve rakipleriyle karşılaştırmalı değerlendirmeler (benchmarking) yapabilmesi açısından finansal performansın ölçülmesi büyük önem taşımaktadır. Finansal performans, işletmelerin mali durumu, uyguladığı parasal politikalar, yürüttüğü faaliyetler, gerçekleştirdiği yatırımlar ve üstlendiği risklerin kapsamlı bir şekilde değerlendirilmesini ifade etmektedir. Bu performansın ölçülmesi, işletmelerin geçmiş dönem verilerini analiz ederek geleceğe yönelik stratejik

kararlar almasına, yatırımlarını planlamasına, kaynaklarını etkin bir şekilde yönetmesine ve yöneticilerinin performansını değerlendirmesine olanak tanımaktadır. Finansal performans ölçümü, işletmelerin düzenli olarak yayımladığı mali tablolar temel alınarak gerçekleştirilmekte ve bu sayede güvenilir ve tutarlı sonuçlar elde edilmektedir (Uygurtürk ve Korkmaz, 2012)

Finansal performans, geleneksel olarak yalnızca kâr elde etme kapasitesiyle ilişkilendirilirken, günümüzde finansal bilgi kullanıcılarının bakış açlarına göre farklı anlamlar taşımaktadır. Sermaye sahipleri ve yöneticiler, şirketin piyasa değerini artırarak servetlerini maksimize etmeyi hedeflerken, öncelikli olarak refah ve kârlılığı önemsemektedir. Öte yandan, mevcut ve potansiyel hissedarlar ise üstlendikleri riskleri göz önünde bulundurarak, işletmenin sermaye yatırımları karşısında temettü dağıtma kapasitesini finansal performansın bir göstergesi olarak değerlendirmektedir (Terzioğlu vd, 2022).

Sanayi Devrimi'nden bu yana ülkelerin ekonomik kalkınmasında kritik bir rol üstlenen doğal enerji, günümüzde de stratejik önemini sürdürmektedir. Ancak, dünya nüfusunun hızla artmasıyla birlikte doğal enerji kaynaklarının tükenme riski giderek artmaktadır. Bu durum, enerji sektöründe alternatif enerji kaynaklarının geliştirilmesine yönelik yenilikçi çözümleri daha ön plana çıkarmaktadır (Özekenci, 2024). Enerji şirketlerinin finansal açıdan güçlü olması ve yüksek performans sergilemesi, ülke ekonomisinin sürdürülebilir büyümesi ve kalkınması açısından büyük bir öneme sahiptir.

Gelişen teknoloji ve ülke ekonomilerinin hızla büyümesi sonucunda her tüketimde olduğu gibi enerji tüketiminde de artışlar yaşanmıştır. Bazı ülkeler kendi enerjilerini kendileri üretip dışa bağımlılığı ortadan kaldırırken bazı ülkeler ise her ne kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alsalar da enerji kaynaklarının azlığı veya enerji üretiminin tüketimi karşılamaması nedeniyle dışa bağımlı bir yapıdadır. Enerji üretimi çok boyutlu olup farklı türlerde (Güneş, rüzgâr, biokütle, jeotermal, hidroelektrik, hidrojen, dalga enerjisi vb.) enerji üretimi yapılmaktadır. Bu enerji türlerinin bir kısmı ağırlıklı olarak doğal kaynaklara bağlı iken bir kısmı da tamamen enerji firmalarının büyük yatırımları vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Enerji firmalarının ekonomik ve finansal açıdan güçlü olması üretilecek enerjinin de kapasitesinin artışına olanak sağlayacaktır. Bu durumda enerji firmalarının hizmet üretme kapasitelerinin artışında kendi yatırım faaliyetlerinden ziyade firmalara fon arz eden yatırımcıların da önemi büyüktür. Yatırımcının satın aldığı hisselerin getirilerinin yüksek olması firmaların daha yüksek finansal performans göstermesiyle aynı yönlü olduğu söylenebilir.

Bu çalışmada yukarıda ifade edilenlerle paralel bir şekilde gelişen enerji piyasasında yer alan işletmelerin yatırımcısına sağladığı getirinin firmanın finansal performansı ile ilişkili olduğu ortaya konulması amaçlanmaktadır. Bu bağlamda Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören 35 enerji firmasının 2023'e ait yıllık verileri kullanılarak firmaların 2024 yılı yıllık ortalama hisse senedi getirisi ile firmaların 2023 yılı finansal performans göstergeleri arasında bir ilişkinin varlığının analiz edilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada öncelikle enerjinin ekonomik büyüme ve kalkınmada önemine değinilmiş ve enerji firmalarının ekonomik büyüme ve kalkınmada üstlendiği rolden bahsedilmiştir. Daha sonra araştırma ile ilgili literatür verilmiş olup araştırmanın literatürde nasıl bir boşluğa odaklandığından bahsedilmiştir. Çalışmada üçüncü bölümde araştırmada kullanılan veri seti ve değişkenler tanımlanarak araştırmanın yöntemi ele alınmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular tartışılmış ve çalışma sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

1.1. Kavramsal Çerçeve

Ekonomik açıdan büyüme ve gelişmede önemli bir etken olan enerji, ülkelerin uluslararası politikalarının yönetilmesinde önemli bir role sahiptir. Günümüzde yaygın olarak kullanılan enerji kaynakları arasında yer alan kömür, petrol ve doğalgaz gibi fosil yakıtların hızla tükenmesi ve bu kaynakların çevresel sorunlara yol açması, hem bu kaynakların rasyonel ve ekonomik bir şekilde kullanılmasını zorunlu hale getirmekte hem de enerji verimliliğinin sürdürülebilir kalkınma açısından kaçınılmaz bir gereklilik olduğunu ortaya koymaktadır (Sağbaşı ve Başbuğ, 2018). Enerji sektöründe sürdürülebilir kalkınmayı değerlendiren ülke düzeyinde birçok gösterge bulunmaktadır; bunlardan biri de Sürdürülebilir Kalkınma için Enerji Göstergeleridir (Pätäri vd. 2014). Enerji ile sürdürülebilir kalkınma arasında güçlü ve ayrılmaz bir ilişki bulunmaktadır. Uluslararası Atom Enerjisi Kurumu (IAEA), enerjinin sürdürülebilir kalkınmadaki kritik rolünü göz önünde bulundurarak, 1999 yılında Uluslararası Enerji Ajansı (IEA), Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İşler Bölümü (UNDESA) ve çeşitli IAEA üyesi ülkelerin katılımıyla "Sürdürülebilir Enerji Gelişimi için Göstergeler" projesini hayata geçirmiştir. Bu proje, Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Komisyonu tarafından benimsenen kavramsal çerçeveye uygun olarak tasarlanmış olup, enerjiyle ilgili faaliyetlerin çevresel etkilerini, sürdürülebilir, güvenilir ve ekonomik açıdan erişilebilir enerji kaynaklarına ulaşımı kapsayan çeşitli göstergeleri içermektedir (Sosyoekonomi, 2025).

Türkiye'nin ekonomik bağımsızlığı açısından enerji, stratejik bir değişken olup, aynı zamanda ülke ekonomisinde önemli bir ithalat kalemi olarak öne çıkmaktadır. Yıllık 40-50 milyar dolar arasında değişen enerji ithalatı,

bu kaynakların farklı alanlara yönlendirilmesi halinde ekonomik açıdan daha olumlu sonuçlar doğurabilecek potansiyele sahiptir. Bu bağlamda, enerjide dışa bağımlılığın azaltılması ve yerli enerji kaynaklarının artırılması, ekonomik güvenliğin sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Enerji ithalatının cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi, dış ticaret açığını büyüterek ülke ekonomisinin kırılganlığını artırabilmektedir. Ayrıca, bu yüksek ithalat gideri, diğer ekonomik faaliyetlerin finansmanını da zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla, enerji alanında dışa bağımlılığı azaltmaya yönelik yatırımlar ve politikalar hem ekonomik güvenliğin sağlanması hem de dış ticaret açığının düşürülmesi açısından stratejik bir gereklilik taşımaktadır (Hişt, 2024). Bu bağlamda sürdürülebilir enerji politikaları ülkeler için olduğu kadar sektörde yer alan firmalar için de önem arz etmektedir.

Sürdürülebilir enerji, kurumsal likidite ve performans üzerindeki önemli etkisi nedeniyle herhangi bir kuruluş için çok önemli bir girdi olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle, sürdürülebilir enerjinin firma likiditesi ve performansı üzerindeki etkisini değerlendirmek çok önemlidir. Sürdürülebilir enerjideki kesintiler, üretimi doğrudan azaltarak ve operasyonel kaldıracı güçlendirerek imalat firmalarının performansını olumsuz etkilediğinden, sürdürülebilir enerjinin firma likiditesi ve performansı üzerindeki etkisinin araştırılması önemlidir (Mastho'ah, 2025). Yenilenebilir enerjiye geçiş dünyanın dört bir yanında faaliyet gösteren şirketler için önemli bir durum haline gelmiştir (Kulkarni, 2025). Özellikle yenilenebilir enerji sektöründe yer alan firmaların hizmet üretim kapasitesinin artışı geleneksel enerji alanında faaliyet gösteren firmalara göre daha etkin olduğu söylenebilir. Geleneksel enerji üretim faaliyetleri ağırlıklı olarak doğal kaynaklara yakınlık ve güçlü fiziki sermayeye gereksinim duyarken, yenilenebilir enerji sektöründe yer alan firmalar teknoloji ve bilişsel sermayeye daha çok ihtiyaç duyabilmektedir.

Şirketler hem bilinirlik, daha hızlı kurumsallaşma, riski tabana yayma ve daha hızlı büyüme gibi faktörlerden faydalanma hem de finansmana daha hızlı ulaşarak daha güçlü bir hizmet üretim kapasitesine sahip olabilmek için hisse senetlerini borsaya kote etme arzusunu güderler. Yatırımcılar ise hisse senetleri halka arz edilmiş firmaların hisse senetlerine yatırım yaparak getiri elde etmek amacıyla tasarruflarını finansal sisteme dahil etmek isterler. Yatırımcıların bu süreçte en temel güdüsü ise daha yüksek bir getiri elde etmektir. Firmalar ise yatırımcılardan gelen finansmanı doğru bir şekilde değerlendirip daha güçlü yatırımlar yapmaya daha güçlü bir potansiyel ortaya koymayı amaçlamaktadır. Potansiyeli artan firmaların daha yüksek finansal performans gösterme çabasının doğal sonucu olarak yatırımcılarına da daha yüksek bir getiri sağlayabilmektedir. Yatırımcılar her ne kadar firmaların finansal verilerine bakarak yatırım kararları verseler de temel ve teknik analiz

varsayımlarına göre de hareket edebilmektedirler. Bu durumda yatırımcıları davranışsal finans yaklaşımı açısından da ele almak gerekmektedir.

Geleneksel finans yaklaşımı, yatırımcıların rasyonel davrandığını ve finansal kararlarını tamamen mantıksal temellere dayandığını varsaymaktadır. Ancak, gerçek dünyada yatırımcılar yalnızca rasyonel veriler doğrultusunda hareket etmemekte, aynı zamanda psikolojik ve sosyolojik faktörlerden de etkilenmektedir. Bu nedenle, geleneksel finans anlayışı, ekonomik ve sosyal gelişmelerin piyasalarda yarattığı dalgalanmaları ve değişimleri açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bu noktada, davranışsal finans kavramı ön plana çıkmaktadır. Davranışsal finans, yatırımcıların karar alma süreçlerinde bireysel önyargılar ve irrasyonel eğilimlerin etkisini inceleyen bir disiplin olarak öne çıkmaktadır. Geleneksel finansın aksine, bireylerin tamamen rasyonel olmadığını veya sınırlı bir rasyonaliteye sahip olduğunu kabul eder. Bu doğrultuda, davranışsal finans, yatırımcıların karar alma süreçlerinde karşılaştıkları psikolojik önyargıları ve eğilimleri analiz etmektedir (Kaynar, 2022).

2. Literatür Taraması

Literatür incelendiğinde hem enerji sektörü firmalarının finansal performanslarının ölçülmesine yönelik hem de farklı sektör firmalarının finansal performans hisse senedi getirisi üzerine yönelik çok sayıda çalışmaya rastlanmaktadır. Özellikle sürdürülebilir kalkınmada öncü bir sektör olan ve ülkemiz için dış ticaret açığında önemli bir yeri olan enerji sektörünün firma bazında hisse senedi getirisi finansal performans ilişkisini ele alan çalışmalar yok denecek kadar azdır. Literatürdeki çalışmalar yukarıda ifade edildiği şekilde her iki yönüyle de ele alınmıştır.

Enerji sektörü firmalarının finansal performanslarını ortaya koymayı amaçlayan çalışmalar incelendiğinde;

Patari ve Diğerleri (2014) çalışmasında, kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) yatırımlarının kurumsal finansal performans (CFP) üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını enerji sektörü firmaları üzerinden ortaya koymayı amaçlamıştır. Yazarlar, KLD veri tabanı ve Thomson ONE veri tabanından elde ettikleri veriler ile 1991-2009 yılları enerji firmalarının KSS ile finansal performans ilişkisini nedensellik analizi ile analiz etmişlerdir. Elde edilen bulgulara göre KSS endişeleri hem karlılığı hem de piyasa değerini Granger olarak etkilerken, KSS'nin güçlü yönleri sadece piyasa değerini etkilemektedir.

Metin ve Diğerleri (2017) çalışmasında hisse senetleri BIST'de işlem gören enerji sektörüne ait 11 firmanın 2010-2015 dönemi yıllık verileri

kullanarak TOPSIS ve MOORA çok kriterli karar verme yöntemleri ile firmaların finansal performansları analiz edilmiştir. Yazarlar, bu yöntemler aracılığıyla 66 adet finansal performans sıralaması hesaplamış ve kullanılan yöntemlerde sadece 3 firmanın performans sıralamasının eşit çıktığı bulgusuna ulaşmışlardır.

Terzioğlu ve Diğerleri (2022) çalışmasında, hisse senetleri Borsa İstanbul (BIST) elektrik, gaz ve buhar sektörlerinde işlem gören şirketlerin finansal performanslarını çok kriterli karar verme yöntemlerinden biri olan SWARA yöntemi ile ağırlıklandırılarak WASPAS ve VIKOR yöntemleriyle incelenmeyi amaçlamışlardır. Yazarlar, sektörde yer alan verisi ulaşılabilir sekiz firmanın 2018 yılı verilerini kullanarak finansal oranlarını hesaplamış finansal performans ölçümü amacıyla seçilen oranlar SWARA yöntemiyle ağırlıklandırılmıştır. Çalışmada yazarlar, SWARA sonuçlarına göre en yüksek ağırlığa sahip kriterin aktif devir hızı olduğu, ENJSA işletmesi ise WASPAS ve VIKOR yöntemlerine göre en iyi finansal performans derecesine sahip işletme olduğunu ortaya koymuşlardır.

Kılıçarslan (2023) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji şirketlerinin 2018-2021 yılları arasındaki finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, Bulut Endeksi, TOPSIS ve ARAS yöntemleri kullanılarak şirketlerin performans sıralamaları belirlenmiş ve elde edilen sonuçlar Copeland yöntemi ile bütünleştirilmiştir. Çalışmada ayrıca, farklı yöntemlerin ürettiği sıralamalar arasındaki ilişkiler Spearman sıra korelasyonu yardımıyla incelenmiştir. Analizler sonucunda, 2020 ve 2021 yıllarına ait bütünleşik performans sıralamalarının, 2018 ve 2019 yıllarına göre daha güvenilir sonuçlar sunduğu tespit edilmiştir. Araştırma bulgularına göre, Gesan, Smart ve Sayas en yüksek performansı gösteren şirketler olarak öne çıkarken, Pamel, Huner ve Aydem en düşük performansa sahip şirketler arasında yer almıştır.

Özekenci (2024) çalışmasında, Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören enerji şirketlerinin 2022 dönemi finansal performansının hibrit ÇKKV yöntemleri ile araştırmıştır. Kriterlerin ağırlıklarının hesaplanmasında LOPCOW ve CRITIC olmak üzere iki farklı objektif ağırlıklandırma yöntemi kullanılmıştır. Kriter ağırlıkları ise toplu ağırlıklandırma yöntemi (AWM) kullanılarak birleştirilmiştir. Yazar, AWM yöntemiyle stok devir hızının en önemli ATR'nin ise en düşük önem düzeyine sahip olduğu bilgisine ulaşmıştır. Kriterlerin ağırlıkları tespit edildikten sonra seçenekler CoCoSo yöntemi vasıtasıyla sıralanmıştır. Bu yöntemle erişilen sonuçlara göre MAGEN ve PAMEL şirketlerinin sırasıyla en yüksek ve en düşük finansal performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Farklı sektörde yer alan firmaların hisse senedi getirisi finansal performans ilişkisini ele alan çalışmalar incelendiğinde;

Işık (2019) çalışmasında, Entropi ve TOPSİS yöntemini yardımıyla BIST 30 endeksinde faaliyet gösteren firmaların 2014-2017 yılları yıllık verilerini kullanarak firmaların finansal performans ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmeyi amaçlamıştır. Yazar, değişkenler arasındaki ilişkiyi korelasyon analizi ile ölçerek pay senedi getirileri ile firma finansal performansının arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Çalış ve Sakarya (2020) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, BIST Bankacılık Endeksi'nde yer alan bankaların hisse senedi getirileri ile finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Yazarlar, 2017 yılı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören 12 bankanın 2015-2017 yıllarına ait verilerini kullanarak, çok kriterli karar verme yöntemlerinden PROMETHEE tekniği ile analiz gerçekleştirmiştir. Araştırma bulguları, finansal performans açısından en başarılı bankanın Akbank olduğunu, onu Garanti Bankası'nın takip ettiğini ortaya koymuştur. Diğer bankaların ise yıllara bağlı olarak değişkenlik gösteren bir performans sergilediği belirlenmiştir. Ayrıca, analiz sonuçları, hisse senedi getirileri ile finansal performans arasında incelenen yıllar boyunca anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını göstermiştir.

Arslan (2023) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2018-2022 yılları arasında BIST Balıkesir (XSBAL) endeksinde yer alan şirketlerin finansal performansları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, kriter ağırlıklarını belirlemek için ENTROPİ yöntemi kullanılmış, finansal performans değerlendirmesi ise TOPSİS ve MAUT yöntemleri ile gerçekleştirilmiştir. Bunun yanı sıra, endekste yer alan şirketlerin belirlenen performans sıralamaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, Pearson Korelasyon analizi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, hem TOPSİS hem de MAUT yöntemleri açısından en yüksek finansal performansa sahip şirketin BNTAS olduğu belirlenirken, en düşük performans gösteren şirketin ise YAPRK olduğu tespit edilmiştir. Pearson Korelasyon analizi sonuçları, kullanılan yöntemler çerçevesinde finansal performans sıralamaları ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur.

Çulhaoglu ve Yeşiladağ (2023) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2017-2021 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören gıda, ilaç ve perakende ticaret sektörlerinde faaliyet gösteren 17 şirketin finansal başarı düzeyleri incelenmiştir. Çalışmanın temel amacı, hangi şirketlerin finansal açıdan daha güçlü olduğunu belirlemek ve bu şirketlerin finansal performansları ile borsa getirileri arasındaki ilişkinin yönünü analiz etmektir. Araştırmada, şirketlerin

finansal performanslarını değerlendirmek için TOPSIS ve Gri İlişkisel Analiz yöntemleri kullanılmış, kriter ağırlıklarının hesaplanmasında ise Entropi yöntemi tercih edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, TOPSIS ve Gri İlişkisel Analiz yöntemleri ile elde edilen en başarılı şirketler farklılık gösterirken, Entropi ağırlıklandırma yöntemi uygulandığında her iki yöntemde de benzer sonuçlara ulaşılabileceği tespit edilmiştir.

3. Araştırmanın Metodolojisi, Yöntemi ve Veri Seti

Araştırma kapsamında hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören enerji sektöründe faaliyet gösteren 36 firmadan verisine ulaşılabilir 35 firmanın 2023 yılına ait finansal verileri kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler EquityRT (www.equityrt.com) veri tabanından ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'tan elde edilmiştir.

Araştırma kapsamında firmaların verileri ile finansal performans hesaplamada literatürde en çok kullanılan finansal performans oranları olan aktif devir hızı, aktif karlılık oranı, esas faaliyet kâr marjı, net kar marjı, PD/DD oranı ve öz sermaye karlılık oranı kullanılmıştır (Joshi vd., 2012; Şahin ve Alabay, 2011; Nadeem vd., 2016). Firmaların hisse senedi getirisi ise 2024 yılı ortalama getiri dikkate alınarak araştırmaya dahil edilmiştir. Araştırmada kullanılan finansal performans göstergeleri ve hesaplanma yöntemi aşağıda yer alan Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1 Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar ve Hesaplanışı

Kısaltma	Kullanılan Finansal Performans Oranları	Oranların Hesaplanış Şekilleri
ATO	Aktif Devir Hızı (ATO)	$Net\ Satışlar / Net\ Aktif\ Toplamı$
ROA	Aktif Karlılık Oranı (ROA)	$Net\ Kâr / Ortalama\ Varlıklar$
EFKM	Esas Faaliyet Kâr Marjı	$Esas\ Faaliyet\ Kârı / Net\ Satışlar \times 100$
NKM	Net Kâr Marjı	$Net\ Kâr / Net\ Satışlar \times 100$
PDDD	PD/DD oranı	$Hisse\ Başına\ Piyasa\ Değeri / Hisse\ Başına\ Özkaynak$
ROE	Öz Sermaye Karlılık Oranı (ROE)	$Net\ Kâr / Ortalama\ Öz\ sermaye$

Yukarıda yer alan Tablo 1'de firmaların finansal performans göstergelerinin hesaplanış denklemleri yer almakta olup, çalışmada kullanılan finansal performans oranları yukarıdaki hesaplama denklemleri yardımıyla hesaplanmıştır. Çalışmada finansal performans göstergelerinden Aktif Devir Hızı (ATO) işletmenin yatırımlarının kaç katı kadar satış yaptığını ifade

etmektedir. Aktif devir hızı arttıkça işletmenin etkinliği artmaktadır. Bir diğer oran olan Aktif Karlılık Oranı (ROA) ise şirketin kar elde edebilmesi için varlıklarını ne denli etkin kullandığını göstermektedir. Öz Sermaye Karlılık Oranı (ROE) firmaların yatırımcılarına ne kadar getiri sağladığını ve firmanın ne kadar verimli ve karlı çalıştığını göstermektedir. Esas Faaliyet Kar Marjı ve Net Kar Marjı oranları da firmanın satış faaliyetlerinin ne kadar karlı olduğunu göstermektedir. Tablo 2’de araştırmada kullanılan firmalar liste şeklinde verilmiştir.

Tablo 2 Çalışmada Verisi Kullanılan Firma Listesi

SEMBOL	FİRMA ADI	SEMBOL	FİRMA ADI
AHGZ	AHLATCI DOĞAL GAZ	ENTRA	IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ
AKENR	AK ENERJİ	ESEN	ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM
AKFYE	AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ	GWIND	GALATA WIND ENERJİ
AKSEN	AKSA ENERJİ	HUNER	HUN YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM
AKSUE	AKSU ENERJİ	IZENR	İZDEMİR ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM
ALFAS	ALFA SOLAR ENERJİ	KARYE	KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM
ARASE	DOĞU ARAS ENERJİ YATIRIMLARI	LYDYE	LYDIA YEŞİL ENERJİ
AYDEM	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ	MAGEN	MARGUN ENERJİ
AYEN	AYEN ENERJİ	MOGAN	MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG
BIGEN	BİRLEŞİM GRUP ENERJİ YATIRIMLARI	NATEN	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ
BIOEN	BİOTREND ÇEVRE VE ENERJİ YATIRIMLARI	NTGAZ	NATUREL GAZ
CANTE	ÇAN2 TERMİK	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK
CATES	ÇATES ELEKTRİK ÜRETİM	PAMEL	PAMEL ELEKTRİK
CONSE	CONSUS ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ VE HİZMETLERİ	SMRTG	SMART GÜNEŞ ENERJİSİ TEKNOLOJİLERİ
CWENE	CW ENERJİ MÜHENDİSLİK	TATEN	TATLIPINAR ENERJİ ÜRETİM
ENDAE	ENDA ENERJİ HOLDİNG	ZEDUR	ZEDUR ENERJİ
ENERY	ENERYA ENERJİ	ZOREN	ZORLU ENERJİ
ENJSA	ENERJİSA ENERJİ		

Çalışmada yapılacak olan regresyon analizinde hisse senedi getirisi bağımsız değişken olarak, finansal performans oranları da bağımlı değişken olarak modele dahil edilecektir. Çalışma kapsamında 2024 yılı hisse senedi getirilerinin 2023 finansal performans oranları ile arasında anlamlı

bir ilişkinin olup olmadığı regresyon analizi yardımıyla test edilecektir. Araştırmada kullanılan veriler iki döneme ait veriler olup zaman serisi analizi olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Araştırmada kullanılan verilerden finansal performans oranları 2023 yılı yıllık verileri kullanılarak oluşturulmuş, hisse senedi getirileri ise 2024 yılı yıllık ortalama getiri oranı kullanılarak hesaplanmıştır.

Regresyon analizi, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki nicel ilişkiyi incelemek için kullanılan istatistiksel bir metottur. Bağımlı değişken, yanıt değişkeni, açıklanan değişken veya sonuç değişkeni olarak da adlandırılmakta olup, bağımsız değişkenlerden etkilendiği varsayılmaktadır. Bağımsız değişken ise açıklayıcı veya etken değişken olarak ifade edilmekte olup, bağımlı değişken üzerinde etkili olduğu düşünülen değişkendir.

Regresyon modellerinde bağımlı değişken genellikle y ile, bağımsız değişken ise x ile gösterilmektedir. Regresyon analizi kapsamında, eğer model yalnızca bir bağımlı ve bir bağımsız değişken içeriyorsa Basit Regresyon Analizi, bir bağımlı değişkene karşılık birden fazla bağımsız değişken bulunuyorsa Çoklu Regresyon Analizi, birden fazla bağımlı değişken söz konusuysa Çok Değişkenli Regresyon Analizi yöntemi uygulanmaktadır (Deniz ve Koç, 2019). Değişkenler arasındaki ilişkinin doğrusal bir yapıya sahip olması durumunda Doğrusal Regresyon Analizi, doğrusal bir ilişki bulunmaması halinde ise Eğrisel Regresyon Analizi kullanılmaktadır. Bu yöntemler, değişkenler arasındaki ilişkiyi modellemek ve tahminler yapmak amacıyla yaygın olarak kullanılmaktadır. Bağımsız değişkenlerin sayısının birden fazla olması durumunda model çoklu doğrusal regresyon modeli olarak kurulmaktadır.

Araştırma kapsamında 2023 yılı finansal performans oranlarının 2024 yılı hisse senedi getirileri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığı incelenmiş olup araştırmada kullanılacak çoklu doğrusal regresyon modeli Denklem 1'de yer almaktadır.

$$\Delta HG_t = \beta_0 + \beta_1 ATO_{t-1} + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 EFKM_{t-1} + \beta_4 NKM_{t-1} + \beta_5 PDDD_{t-1} + \beta_6 ROE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Yukarıda yer alan modelde HG_t 2024 yılı hisse senedi getiri ortalamasını ifade eden bağımlı değişken olarak modele dahil edilmiştir. β_0 modelde sabit parametreyi, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ regresyon katsayılarını, ε_t ise hata terimini ifade etmektedir. Finansal performans oranları ise modele bağımsız değişken olarak dahil edilmiştir.

Araştırma hipotezi ise aşağıda verilmiştir.

Ho: Firma finansal performans oranları ile sonraki yılın hisse senedi getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Firma finansal performans oranları ile sonraki yılın hisse senedi getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

4. Bulgular

Araştırma kapsamında çoklu doğrusal regresyon analizi yardımıyla değişkenler arasındaki ilişki analiz edilecektir. Analiz kapsamında öncelikle tanımlayıcı istatistikler verilmiştir. Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler tablosu Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3 Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Aritmetik Ortalaması	Standart Hata	Minimum Değer	Maksimum Değer
HG	35	0.055	0.230	-0.546	0.767
ATO	35	0.253	0.474	0.058	2.092
EFKM	35	0.104	0.165	-0.190	0.533
NKM	35	0.229	2.964	-0.539	17.573
PD/DD	35	1.060	2.661	0.310	14.790
ROA	35	0.061	0.267	-0.151	1.564
ROE	35	0.116	0.388	-0.323	2.189

Tablo 3 incelendiğinde, her bir değişkene ait 35 gözlemin yer aldığı görülmektedir. Tanımlayıcı istatistikler tablosunda en yüksek aritmetik ortalamaya sahip değişkenin 1.06 ortalama ile PD/DD değişkeni olduğu, en düşük aritmetik ortalamaya sahip değişkenin ise 0.06 ortalama ile ROA değişkeninin olduğu görülmektedir. Değişkenlerde hem hisse senedi getirisi hem de finansal performans oranlarının negatif seyir izleyebileceği varsayımı ile PD/DD değeri hariç diğer değerlerin negatif değer aldığı görülmektedir. Maksimum değer istatistiği incelendiğinde ise en yüksek değer 17,573 değer ile NKM değişkenine ait olduğu görülmektedir.

Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler tablosu verildikten sonra bağımlı ve bağımsız değişkenlerin oluşturduğu korelasyon matrisi verilmiştir. Korelasyon matrisi Tablo 4'te yer almaktadır.

Tablo 4 Korelasyon Matrisi

Değişkenler	KG	ATO	EFKM	NKM	PD_DD	ROA	ROE
KG	1.000000						
ATO	0.159074	1.000000					
EFKM	-0.120909	-0.133010	1.000000				
NKM	0.328729*	-0.358276**	0.080110	1.000000			
PD_DD	-0.123480	0.231233	-0.015824	-0.002722	1.000000		
ROA	0.733517***	0.278677	-0.056322	0.533675***	0.072067	1.000000	
ROE	0.750228***	0.260457	-0.057804	0.384028**	0.223757	0.937318***	1.000000

*Not: *, **, *** sırasıyla %10, % 5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.*

Yukarıda Tablo 4'te yer alan korelasyon matrisi incelendiğinde, bağımlı değişken olan KG değişkeni ile ROA ve ROE değişkenleri arasında %1 anlamlılık düzeyinde pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

Regresyon analizi varsayımlarından biri olan modelde değişen varyans sorunu Breusch- Pagan Godfrey testi ile test edilmiş olup test sonucu Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5 Değişen Varyans Testi

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey		
F-statistic	0.512935	Prob. F(6,28)0.7934

Modelin olasılık değerine baktığımızda 0,05' ten büyük olduğu görülmektedir. Modelde değişen varyans sorunu yoktur. Değişen varyans sorunu incelendikten sonra modelde oto korelasyon sorununun varlığı incelenecektir. Oto korelasyon, modelde hata terimi uç serisi ile ilgili bir durum olup hata terimlerinin birbirini izleyen değerler arasında bir ilişkinin varlığı olarak ifade edilmektedir. Modelde oto korelasyon sorunu Breusch-Godfrey LM testi ile test edilmiş ve oto korelasyon testine ilişkin sonuçlar Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6 Oto Korelasyon Testi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	
F-statistic : 6.695585	Prob. F(2,26) : 0.0045
Obs*R-squared: 11.89838	Prob. Chi-Square(2): 0.0026

Yapılan testin sonuçları incelendiğinde olasılık değerinin 0,05'ten büyük olduğu görülmektedir. Bu durum modelde oto korelasyon sorununun olduğunu göstermektedir. Oto korelasyon sorunu, hata terimleri arasında ilişki olmadığı varsayımının geçerli olmamasıdır. Bu bağlamda modelde oto korelasyon sorununu çözmek için Cochrane Orcutt yöntemi (Nagakura, 2024) ile modele AR(1) eklenerek otokorelasyon sorunu çözümlenerek tahmin yapılmıştır.

Değişkenler arasındaki korelasyon matrisi, değişen varyans ve otokorelasyon varsayımları test edildikten sonra incelendikten sonra bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki ilişki OLS (En küçük Kareler Yöntemi) tahmincisi ile tahmin edilmiş ve model tahmin sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7 Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	ATO	EFKM	NKM	PD/DD	ROA	ROE
(Model 1)	Coeff. (Prob.)	Coeff. (Prob.)	Coeff. (Prob.)	Coeff. (Prob.)	Coeff. (Prob.)	Coeff. (Prob.)
HG	0.046944 (0.6167)	-0.088618 (0.6105)	-0.000469 (0.9954)	-0.076041 (0.0030)	-1.893922 (0.2393)	1.869079 (0.0072)
Model R ²	0.615					
Adj. R ²	0.533					
Prob (F Stat.)	0,000					

Tablo 7'de yer alan regresyon analizi model tahmin sonuçları incelendiğinde, HG bağımlı değişkeni ile ATO, EFKM, NKM ve ROA değişkenleri arasında herhangi bir ilişkinin varlığına ulaşılamamıştır. Finansal performans göstergelerinden olan bu değişkenlerin performansının bir sonraki dönem hisse senedi getirisi üzerinde bir etkiye sahip olmadığı söylenebilir. HG değişkeni ile PD/DD değişkeni arasında istatistiki olarak anlamlı fakat negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. PD/DD değerindeki pozitif bir artış HG değerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. Bu sonucun beklenenin aksine negatif yönlü çıkması kullanılan veri dönemi ile ilgili olduğu söylenebilir. Model tahmin sonuçlarına göre finansal performans oranlarından ROE ile HG değişkeni arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı sonucuna ulaşılmıştır. ROE değişkeninde meydana gelen bir birimlik bir değişimin HG değişkeninde 1.8'lik bir değişim yarattığı söylenebilir. Modelin açıklama gücünü gösteren R² değerinin 0.61 çıkması modelin uyumunun iyi olduğunu göstermektedir.

5. Sonuç ve Tartışma

Ekonomilerin yıllar itibariyle sürekli bir büyüme trendi içinde olması ve nüfus yoğunluğunun düzenli bir artış göstermesi enerji ve doğal kaynaklara olan ihtiyacı arttırmaktadır. Ülkemizde enerji dış ticaret açığının sürekli artış içinde olması enerji sektöründe yer alan firmaların bu açığı bir nebze de olsa azaltma girişimlerini beraberinde getirmektedir. Enerji sektörü şirketlerinin finansal performansı, sektördeki dinamikler, küresel enerji talebi, yatırım politikaları ve piyasa koşullarından doğrudan etkilenmektedir. Bu şirketlerin kârlılığı ve sürdürülebilir büyümesi, öz kaynak kârlılığı (ROE), aktif kârlılığı (ROA), borçluluk oranları ve piyasa değeri/defter değeri oranı gibi finansal göstergelerle değerlendirilmektedir. Yenilenebilir enerjiye yönelik yatırımların artması, enerji şirketlerinin uzun vadeli finansal sürdürülebilirliğini olumlu yönde etkileyebilirken, fosil yakıtlara bağımlı şirketler için karbon emisyonlarıyla ilgili düzenlemeler ek finansal riskler doğurabilmektedir. Ayrıca, enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar, şirketlerin maliyet yapısı ve gelirleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu bağlamda, enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansını artırabilmesi için etkin maliyet yönetimi, yenilikçi enerji üretim teknolojilerine yatırım yapma ve güçlü sermaye yapısını koruma stratejileri büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışma kapsamında hisse senetleri BIST’de işlem gören enerji sektörü firmalarının finansal performans göstergelerinin takip eden dönem hisse senedi getirileri ile bir ilişkiye sahip olup olmadığı test edilmiştir. Çalışmada literatürde finansal performans ölçümünde sıklıkla kullanılan göstergeler hesaplama yöntemleri yardımıyla her firma için hesaplanarak analize dahil edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda hisse senedi getirilerinin finansal performans göstergelerinden öz sermaye karlılık oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları ile anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu diğer finansal performans göstergeleri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada veri dönemi piyasa verilerinin daha dinamik olması sebebiyle birer dönem olarak hesaplanmış ve analiz edilmiştir. Verilerin daha az dinamik ve spekülâtif işlemlerin daha az yoğunlukta olduğu bir durumda daha uzun dönem veri setleri ile çalışılarak hisse senedi getirileri finansal performans ilişkisi daha derinlemesine ele alınarak literatüre katkı sağlanabilir.

Kaynakça

- Arslan, E. (2023). BIST Balıkesir (xsbal) endeks şirketlerinin finansal performansları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin entropi temelli TOPSIS ve MAUT yöntemleriyle analizi. *Türizm Ekonomi ve İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5(2), 227-274.
- Çalış, N., & Sakarya, Ş. (2020). Finansal performans ve hisse senedi getirisi ilişkisi: BIST bankacılık endeksi üzerine bir inceleme. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), 1046-1058.
- Çulhaoğlu, B., & Yeşiladağ, E. (2023). BIST’te Bazı Sektörlerin Finansal Performansı İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (C-iasoS 2022 Özel Sayısı), 143-162.
- Deniz, G., & Koç, S. (2019). Türkiye’de ekonomik büyüme ile bazı makro değişkenler arasındaki ilişki: çoklu doğrusal regresyon modeli analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(1), 101-113.
- Elitaş, C., & Ağca, V. (2006). Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve. Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi
- EquityRT, (2025). <https://www.equityrt.com/global/#/markets/dashboard/livedata> Erişim Tarihi: 25.02.2025
- Hişt, E. (2024). *Türkiye’nin Enerji Merkezi Olma Potansiyeli: Bir Jeopolitik Çözümleme* (Master’s thesis, Marmara Üniversitesi (Turkey)).
- Işık, Ö. (2019). Entropi ve TOPSIS yöntemleriyle finansal performans ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelenmesi. *Kent Akademisi*, 12(1), 200-213.
- Joshi, M., Cahill, D., Sidhu, J., & Kansal, M. (2013). Intellectual capital and financial performance: an evaluation of the Australian financial sector. *Journal of Intellectual Capital*, 14(2), 264-285.
- Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP), (2025). <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler> Erişim Tarihi: 24.02.2025
- Karaman, R. (2009). İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi Ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 1(16), 410-427.
- Kaynar, M. (2022). *Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarının davranışsal finans açısından değerlendirilmesi: Kocaeli örneği = Evaluation of investment decisions of individual investors in terms of behavioral finance: The case of Kocaeli* (Master’s thesis, Sakarya Üniversitesi).
- Kılıçarslan, A. (2023). Yenilenebilir enerji sektörü şirketlerinin finansal performans analizi: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Kastamonu üniversitesi iktisadi ve idari bilimler fakültesi dergisi*, 25(1), 232-253.

- Kulkarni, G. S. (2025). Renewable Energy and Financial Performance: A Panel Data Analysis of Indian Maharatna Firms.
- Mastho'ah, M. N., Sufyani, M. A., Gunardi, A., Alghifari, E. S., & Juanim, J. (2025). Do Sustainable Energy Companies Have Better Financial Performance? Evidence from the Indonesian Energy Sector.
- Metin, S., Yaman, S., & Korkmaz, T. (2017). Finansal performansın TOPSIS ve MOORA yöntemleri ile belirlenmesi: BIST enerji firmaları üzerine karşılaştırmalı bir uygulama. *Kabramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 371-394.
- Nadeem, M., Gan, C., & Nguyen, C. (2016, April). Intellectual Capital and Firm Performance: Static or Dynamic Estimation: Evidence From the UK. In ECIC2016-Proceedings of the 8th European Conference on Intellectual Capital: ECIC2016 (p. 178). Academic Conferences and publishing limited.
- Nagakura, D. (2024). Cochrane-Orcutt Type Estimator for Multivariate Linear Regression Model with Serially Correlated Errors. Available at SSRN 4951695.
- Özekenci, S. Y. (2024). BIST enerji endeksi şirketlerinin LOPCOW-CRITIC tabanlı CoCoSo yöntemleri ile finansal performans analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 27(1), 48-64.
- Pätäri, S., Arminen, H., Tuppara, A., & Jantunen, A. (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 37, 142-154.
- Sağbaşı, A., & Başbuğ, B. (2018). Sürdürülebilir Kalkınma Ekseninde Enerji Verimliliği Uygulamaları: Türkiye Değerlendirmesi. *European Journal of Engineering and Applied Sciences*, 1(2), 43-50.
- Şahin, O., & Alabay, M. N. (2011). Kobi'lerde Entelektüel Sermayenin Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Journal of Süleyman Demirel University Institute of Social Sciences Year*, 2(14).
- Sosyoekonomi, (2025). Sürdürülebilir Kalkınma için Enerji Göstergeleri: Türkiye'nin Görünümü, <https://sosyalekonomi.org/surdurulebilir-kalkinma-icin-enerji-gostergeleri-turkiyenin-gorunumu/> Erişim Tarihi: 02.03.2025.
- Terzioğlu, M. K., Kurt, E. S., Yaşar, A., & Köken, M. (2022). BIST100-Enerji Sektörü Finansal Performansı: SWARA-VIKOR ve SWARA-WASPAS. *Alanya Akademik Bakış*, 6(2), 2439-2455.
- Uygurtürk, H., & Korkmaz, T. (2012). Finansal performansın TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi ile belirlenmesi: Ana metal sanayi işletmeleri üzerine bir uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7(2).

Finansal Performans Üzerine Güncel Araştırmalar

Editör:

Dr. Öğr. Üyesi Hilal Ok Ergün