T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE DENETİM BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

NAKİT AKIŞLARI İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BİST 30 ÖRNEĞİ

AGHAJAN MAMMADLİ
1168232193

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. BATUHAN GÜVEMLİ

EDİRNE 2021

Tezin Başlığı: Nakit Akışları ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: BİST 30 Örneği

Hazırlayan: Aghajan MAMMADLİ

ÖZET

Sermaye oluşumunu ve büyümeyi destekleyen, ekonominin sürdürülebilir olmasına katkı gösteren araçlardan biri de hisse senetleri piyasasıdır. Hisse senetleri borsası yatırım riskini azaltarak yatırımcılara güvenli bir ortam sağlamaktadır. Dolayısıyla ülke ekonomileri üzerinde hisse senetleri piyasaları kaynakların en etkin yatırım fırsatlarına akışını sağlaması açısından önemli bir konuma sahiptir.

Hisse senedi piyasaları hakkında değerlendirmelerin temelinde finansal bilgiler yer almaktadır. Yatırımcılar, hisse senedine yatırım yaparken hisse senedini arz eden işletmelerin finansal tablolarında yer alan bilgilerden önemli ölçüde yararlanmaktadır. Dolayısıyla nakit akışları konusu çoğu yatırım kararının verilmesinde etkili olmaktadır. Bu nedenle nakit akışları ile hisse senedi getirileri arasındaki bağlantı üzerinde çalışmanın önem taşıdığı düşünülmüştür. Eğer hisse senetlerinin değer değişiklikleri, nakit akış bilgileri tarafından gösteriliyorsa, bu taktirde hisse senedi getirisinde herhangi bir değişikliğin nakit akışları ve getiri arasındaki ilişkiyi açıklayabileceğini düşünebiliriz.

Bu çalışmada BİST 30 endeksindeki şirketlerin 2008-2017 yılları arasında nakit akış tablosu bileşenleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analizlerin sonucunda işletme faaliyetlerinden nakit ve yatırım faaliyetlerinden nakdin aktif içindeki payı arttığında işletme yatırımcılarının elde edeceği hisse getirisinin de artacağı kanaatine varılmıştır. Bu etki, sayısal olarak İşletme Faaliyetlerinden Nakit / Aktif Toplamda bir birimlik artışın Hisse Senedi Getirisini 2.21 birim, Yatırım Faaliyetlerinden Nakit / Aktif Toplamda bir birimlik artışın ise Hisse Senedi Getirisini 1.81 birim arttırmaktadır şeklinde ifade edilebilir.

Anahtar Kelimeler: BİST 30, Nakit Akış Tablosu, Hisse Senedi Getirisi.

Thesis Title: Examining the Relationship Between Cash Flows and Stock Returns: The Case of BIST 30

Prepared by: Aghajan MAMMADLİ

ABSTRACT

Equity market is one of the instruments that support capital formation and growth and contribute to the sustainability of the economy. The stock exchange reduces the investment risk and provides a safe environment for investors. Therefore, stock markets have an important position on the economies of the country in terms of providing the flow of resources to the most effective investment opportunities.

Financial information is the basis of the evaluations about stock markets. Investors make significant use of the information contained in the financial statements of the companies offering the stock when investing in the stock. Therefore, the issue of cash flows is effective in making most investment decisions. If the value changes of stocks are indicated by cash flow information, then we may think that any changes in stock returns may explain the relationship between cash flows and return. In this study, the relationship between cash flow statement components and stock return changes is examined.

In this study, the data obtained from the financial statements of BIST 30 companies are analyzed by panel data method and the relationship between cash flows and stock returns is revealed. As a result of the analysis, it is concluded that the share returns to be obtained by the business investors will increase when the share of cash from the operating activities and the cash from the investment activities increases. This effect can be expressed numerically as one unit increase in Cash / Assets from Business Activities increases 2.21 units of Share Return and one unit increase in Cash / Assets from Investment Activities increases 1.81 units.

Keywords: BİST 30, Financial Statement, Cash Flows, Stock Return

ÖNSÖZ

BİST 30 şirketlerinin finansal tablolarından yola çıkarak hisse senedi getirileri ile nakit akışları arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılması amacıyla bir çalışma gerçekleştirilmiştir.

Tezin oluşması ve hazırlanması süresince her zaman konulara iyimser yaklaşıp heveslendiren, bilgi ve tecrübesiyle bana destek olan ve her zaman yardımlarda bulunan danışman hocam Prof. Dr. Batuhan GÜVEMLİ' ye ve analizlerdeki yardımı nedeniyle Öğretim Üyesi Dr. Kemal TAYSI' ya teşekkür ederim.

Son olarak, yaşamımın her anında olduğu gibi bu süreçte de bana her türlü desteği sunan, bugünlere gelmemde en büyük emek sahibi olan aileme sonsuz minnet ve şükranlarımı sunarım.

Aghajan MAMMADLİ

Bakü, Mart 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **i**

ABSTRACT ..... **ii**

ÖNSÖZ ..... **iii**

KISALTMALAR ..... **ix**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM **5**

1. NAKİT AKIŞLARI KAZANÇ VE FİNANSAL PERFORMANS 5

1.1. Nakit Akışları 6

1.1.1. İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışlar 9

1.1.2. Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları 11

1.1.3. Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları 13

1.2. Finansal Performans 15

1.3. Kar ve Kazanç Kavramları 19

1.4. Nakit Akışları, Kazanç Ve Finansal Performans Arasındaki İlişki 22

İKİNCİ BÖLÜM **26**

2. FİNANSAL ANALİZ VE 2008-2017 DÖNEMLERİ ARASI TÜRKİYE EKONOMİSİ 26

2.1. Finansal Analiz 26

2.1.1. Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi (Yatay Analiz) 28

2.1.2. Dikey Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz) 28

2.1.3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi) 29

2.1.4. Oran Analizi 29

2.1.4.1. Likidite Oranları 30

2.1.4.1.1. Cari Oran 31

2.1.4.1.2. Likidite Oranı (Asit-test Oranı) 32

2.1.4.1.3. Nakit (Disponibilite) Oranı 33

2.1.4.2. Faaliyet (Devir Hızı/Verimlilik) Oranları 33
2.1.4.2.1. Ticari Alacakların Devir Hızı 34
2.1.4.2.2. Stok Devir Hızı 34
2.1.4.2.3. Aktif Devir Hızı 35
2.1.4.2.5. Çalışma Sermayesi Devir Hızı 36
2.1.4.2.5. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı 36
2.1.4.2.6. Özkaynak Devir Hızı 36
2.1.4.3. Finansal Yapı Oranları 37
2.1.4.3.1. Borçların Toplam Varlıklara Oranı (Kaldıraç Oranı) 37
2.1.4.3.2. Maddi Olmayan Duran Varlık / Özkaynak Oranı 38
2.1.4.3.3. Maddi Olmayan Duran Varlık / Aktif Oranı 38
2.1.4.4. Karlılık Oranları 38
2.1.4.4.1. Satışlar Üzerinden Karlılık Oranları 38
2.1.4.4.1.1. Brüt Satış Karlılığı (Brüt Kar Marjı) Oranı 39
2.1.4.4.1.2. Net Satış Karlılığı (Net Kar Marjı) Oranı 39
2.1.4.4.2. Yatırımlar Üzerinden Karlılık Oranları 39
2.1.4.4.2.1. Özkaynak Karlılık Oranları 39
2.1.4.4.2.2. Toplam Varlıkların (Aktif) Karlılık Oranı 40
2.2. 2008-2017 Dönemleri Arası Türkiye Ekonomisi 40
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM 48
3. LİTERATÜR İNCELENMESİ 48
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM 55
4. BİST 30 ŞİRKETLERİNDE NAKİT AKIŞLARI İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA 55
4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi 55
4.2. Araştırmanın Veri Seti, Kapsamı ve Sınırları 55
4.3. Araştırmanın Yöntemi 56

4.4. Verilerin Analizi 57
4.5. Bulguların Değerlendirilmesi 60
4.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi 60
4.5.2. Birim Kök Analizi Bulgularının Değerlendirilmesi 61
4.5.3. Panel Veri Analizi Bulgularının Değerlendirilmesi 62
SONUÇ 66
KAYNAKÇA 68
EKLER 80

TABLOLAR

Tablo 1: Dolaylı ve Doğrudan Yöntemde İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışlarına Ulaşılması 10
Tablo 2: Düzeltmenin Etkileri 11
Tablo 3: Yatırım Faaliyetleri Kaynaklı Nakit Akışları (SPK) 12
Tablo 4: Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları (SPK Formatı) 14
Tablo 5: Finansal Performans Göstergeleri 19
Tablo 6: Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Tablosu 60
Tablo 7: Birim Kök Testleri 62
Tablo 8: F Testi Sonuçları 63
Tablo 9: LM Testi Sonuçları 63
Tablo 10: Model Varsayımlarının Testleri 64
Tablo 11 Nakit Akışların Hisse Getirisine Etkisi: HEKKY Analiz Sonuçları 64

GRAFİKLER

Grafik 1: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla 42
Grafik 2: Dış Ticaret 43
Grafik 3: Üretici Fiyatları Endeksi 44
Grafik 4: Tüketici Fiyatları Endeksi 46
Grafik 5: Turizm Geliri 47

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AK: Aktif Karlılık

BİST: Borsa İstanbul

FFN: Finansal Faaliyetlerinden Nakitler

GSHM: Gayri Safi Milli Hasıla

HD: Hisse Değeri

HSG: Hisse Senedi Getirisi

İFN: İşletme Faaliyetlerinden Nakit

IMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KGF: Kredi Garanti Fondu

KGK: Kamu Gözetim Kurumu

LM: Langrange Multiplier

NA: Nakit Akışları

OSS: Ortalama Stok Süresi

ÖK: Öz Kaynak

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

ÜFE: Üretici Fiyat Endeksi

YFN: Yatırım Faaliyetlerinden Nakitler

GİRİŞ

Hisse senetleri piyasalarının gelişimi sermaye oluşumunu ve büyümeyi destekler, sürdürülebilir ekonomik başarının sağlanmasına katkı sağlar. Borsanın yatırımcıların yatırım riskini azaltmak, fon arz eden ve fon talep edenlere güvenli bir ortam sağlamak gibi temel işlevleri vardır. Dolayısıyla ülke ekonomileri üzerinde hisse senetleri piyasaları kaynakların en etkin yatırım fırsatlarına akışını sağlaması açısından önemli bir role sahiptir(Değer ve Kara, 2017: 714).

Firmaların değer maksimizasyonu ve yatırımcıların borsa işlemlerinde hisse senetlerinden maksimum kar elde etme arzuları hisse senedi fiyatlarını ve getirilerini önemli bir konuma getirmiştir. Dolayısıyla gerek firma yönetimleri gerek yatırım yapmayı düşünen şahıslar hisse senedi getirilerine etkide bulunan etkenler hakkında bilgili olmak isterler. Bu bağlamda, hisse senedi piyasasında daha sağlıklı kararlar alınması için hisse senedi getirilerine etkisi olan faktörler hakkında edinilecek ve üretilecek her bilimsel temele dayalı bilgi büyük önem arz etmektedir.

Yatırımcıların hisse senetleri piyasalarındaki kararlarının belirlenmesindeki en vazgeçilmez göstergelerinden biri hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Yatırımcılar risk taşıyan yatırım aracı olan hisse senetlerinin risklerinden korunmaya çalışırlar. Ayrıca daha fazla getiri elde edebilmek için hisse senedi fiyatlarına etkide bulunan değişkenler ve bu değişkenlerin hisse senedi fiyatını ne ölçüde etkileyebileceği hakkında bilgi sahibi olmayı isterler. Yatırımcıların karşılaştığı kazanç ve kayıplarda yaşanan büyük değişkenlikler gelişen hisse senetleri piyasalarında hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler hakkındaki bilgiyi önemli kılmaktadır. Hisse senedi fiyatlarını etkileyen etkenler bilindiği takdirde, hisse senedi hareket yönünün başarılı bir şekilde tahmin edilmesi söz konusudur. Yani bu etkenler sayesinde hisse senedi fiyatlarının değişimi mümkündür. Yatırım yapacak olan şahıslar hisse senedi fiyatını etkileyen faktörleri göz önünde bulundurması gerekir. Yatırımcılar bu faktörleri dikkate almadığı takdirde vereceği kararlarda yüksek oranda hata düzeyi söz konusudur. Dolayısıyla faktörler dikkate alınmadıkça başarılı ve doğru bir yatırım stratejisinin sözü bile edilemez(Ayaydın ve Dağlı, 2012: 46).

Konu ile ilgili yapılan çalışmalarda, hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler genel olarak, iki ana başlık altında incelenmiştir: makroekonomik ve mikroekonomik faktörler. Konu ile ilgili çalışmalarda, hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörler aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- GSHM (Gayrı Safi Milli Hasıla),
- Enflasyon oranı,
- Faiz oranı,
- Döviz kuru,
- Para arzı,
- Altın fiyatları,
- Dış ticaret dengesi,
- Petrol fiyatları,
- Uluslararası portföy yatırımları

Mikroekonomik faktörler olarak ise çalışmalarda daha çok firmaların mali tablolarından elde edilen mali oranların kullanıldığı görülmektedir.

Dolayısıyla yerli ve yabancı literatürde hisse senedi fiyatını, hisse senedi getirisini etkileyen değişkenleri inceleyen yüksek düzeyde çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalarda makroekonomik faktörler olaraktan faiz oranı, para arzı, döviz kuru, sanayi fiyat endeksi, tüketici fiyat endeksi, enflasyon gibi değişkenler kullanılmıştır. Hisse senedi fiyatlarına dolayısıyla hisse senedi getirilerine etkide bulunan faktörlerin incelenmesine yönelik olarak yerli ve yabancı yazarlar tarafından yapılan bazı çalışmaların sonuçları bu bölümde takdim edilmiştir(Kaya vd., 2013:168).

Ndlovu ve diğerleri (2018) Güney Afrika Borsası'nda 1981-2016 yıllarını kendinde içeren dönemde enflasyon, para arzı, uzun vadeli faiz oranı ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan çalışmada değişkenlerin ilişkisini anlamak için ortak entegrasyon testleri, vektör hata düzeltme modeli, varyans analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda hisse senedi fiyatı ile uzun vadeli faiz oranları, para arzı ve enflasyon arasında pozitif yönlü, döviz kuruyla negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Hindistan'da döviz kurları, enflasyon oranı, döviz rezervleri ve altın fiyatları ile hisse senedi fiyatları arasında nasıl bir ilişkinin olup olmadığı Sharma ve Mahendru (2010) tarafından araştırılmıştır. Araştırma sonucunda enflasyon oranı ve döviz rezervlerinin hisse senedi fiyatlarını etkilemediği tespit edilmiştir. Buna karşılık olarak altın fiyatları ve döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucu ortaya koyulmuştur.

Cengiz ve Püskül (2016) Borsa İstanbul'a kote olan şirketlerin 2011-2015 yıllarını kapsayan verilerini kullanarak işletme karlılığı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler. Araştırmacılar otokorelasyon, heteroskedasite ve birimler arası korelasyonun varlığı testlerini ederek öz kaynak karlılığı ve brüt satış karlılığındaki artışın hisse senedi getirilerini artırdığını ve faaliyet karı oranındaki artışını ise hisse senedi getirilerini azalttığını tespit etmişler.

Büyükşalvarcı (2010) İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeleri ele almıştır. Likidite, aktiflerin etkin kullanımı, mali yapı, karlılık ve borsa performans durumlarını temsil eden 20 adet mali oranla hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada logaritmik, ters, karesel, kübik, bileşik, güç, S-eğrisi, büyüme ve üstel modelleri kullanılmış ve analizler sonucunda hisse senedi getirileriyle finansal oranlar arasında yüksek düzeyde anlamlı olmayan ilişkilerin varlığı tespit edilmiştir.

Yıldırım ve diğerleri (2014) küresel emtia fiyatlarında yaşanan volatilite ile firmaların hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler. Çalışmada 1999 Ocak ve 2012 Haziran zaman aralığında uluslararası demir çelik fiyat değişimleri ile Borsa İstanbul'da işlem gören ana metal sanayi şirketlerinin hisse senedi fiyatlarının hata düzeltme modelleri, nedensellik ve eşbütünleşim testleri ile analizi gerçekleştirilmiştir ve analizler sonucunda demir çelik fiyatları ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönem eşbütünleşim ilişkisinin olduğu fakat aralarında bir nedensellik ilişkisi olmadığı kanaatine varılmıştır.

Kalaycı ve Karataş (2005) hisse senedi getirileri ile finansal oranlar arasındaki her hangi bir ilişkinin olup olmadığını araştırmışlardır. Yazarlar araştırmalarında temel analiz yaklaşımını ele alarak faktör ve regresyon analizi kullanmışlardır. Çalışmanın kapsamı, imalat sanayinin alt sektörleri olmuştur. Dönem olarak 1996-1997 yıllarını ele alan yazarlar, bu dönemde şirketlerin altı aylık karlılık, faaliyet, finansal kaldıraç, likidite ve borsa performansı oranlarını kullanmışlar. Oranlar vasıtasıyla bu şirketlerin ilgili dönemdeki hisse senedi getirilerini açıklamaya çalışmışlar. Araştırma sonucunda, ele alınan sektörlerde hisse senedi getirilerini açıklayan oranlar karlılık, borsa performansı ve verimlilik oranları olmuştur.

Güncel ve literatürdeki çalışmalardan farklı olacak şekilde, bu çalışmada nakit akışları ile hisse senedi arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın amacı, hisse senedi getirisi ile nakit akışları ve kar arasındaki ilişkiyi tespit etmek ve hisse senedi getirisinin belirlenmesinde hangisinin daha etkin olduğunu ortaya koymaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde finansal performans, nakit akışları ve kar-kazanç kavramları genel olarak açıklanmıştır. Çalışmada bu kavramların önem ve amaçları belirtilmiş, ayrıca kavramlar arasındaki olası ilişkiler incelenmiştir. İlave olarak, yerli ve yabancı yabancı yazarların bu konuya ilişkin makale ve görüşleri incelenerek bu bölümde takdim olunmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde konu olarak finansal oranlar ve Türkiye'nin 2008-2017 aralığındaki ekonomik durumu genel hatlarıyla incelenmiştir.

Üçüncü bölümde literatür incelenmesi söz konusudur. Bu bölümde yerli ve yabancı literatürde yapılan çalışmalar ele alınmış, çalışmaların amacı, kapsamı ve yöntemi incelenmiş, yazarların elde ettiği sonuçlar belirtilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde araştırma kısmı takdim olunmuştur. Araştırma örneklemi olarak BİST 30 seçilmiştir. Örneklemde yer alan 6 firmanın borsaya kote olması araştırmanın başladığı 2008 yılından sonra gerçekleştiğinden araştırma örnekleminden çıkarılmıştır. Araştırma örneklemi olarak şirketlerin 2008-2017 yıllarına ilişkin 10 yıllık finansal verisi yıllık olarak ele alınmıştır. Veriler Borsa İstanbul Mali Tablolar Arşiv ve Kamu Aydınlatma Platformundan elde edilmiştir. Çalışmada analiz yöntemi olarak panel data yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada nakit akışları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olup olmadığının ortaya konulması amacı güdülmüştür.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. NAKİT AKIŞLARI KAZANÇ VE FİNANSAL PERFORMANS

İşletmelerde üst yönetimde bulunan kişiler ve yatırımcılar, geçmişten günümüze işletmenin performansını değerlendirme konusunda göstergeler tespit etme eğilimindedirler. Dünyanın tamamına yakınında performans ölçümü için kullanılan yöntemleri olarak özkaynak getiri, hisse başına kar ve nakit akımını kullanmışlardır(Eljelly ve Alghurair, 2001:57).

Yatırımcılar açısından bakıldığında firmaların yaratacağı nakit gücünün öngörülebilmesi için işletmenin faaliyetlerinden kazançları ve faaliyetlerinden nakit akımlarının önemli olduğu görülmektedir. Nakit akımları muhasebe, ekonomi ve finansta değerlendirme için kurulacak modellerde temel taş görevi görmektedir(Şamiloğlu, 2005:67).

Geleneksel performans ölçümlerine baktığımızda temelde üç farklı kavram bulunmaktadır. Ekonomistlerin üzerinde durdukları konu değerdir. Sebep olarak da üretim ve dağıtımın önemli olduğunu söylemişlerdir. Muhasebecilerin üzerinde durdukları kavram kazançtır. Nedeni ise gerçekleştirme ve karşılaştırma için kazancı önemli bulmuşlardır. Son olarak da finansal ekonomistler nakit akımlarını üzerine odaklanmışlardır(Yoon ve Miller, 2003:42).

Ekonomik parametrelere bakıldığında muhasebe kazançları ve hisse fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğu ekonometrik açıdan ispatlanmış bir durumdur. Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları muhasebedeki büyümelerden etkilenmemektedir. Bu da muhasebede yapılacak manipülatif hareketlerin nakit akışında kısa vadede etkileri olmayacağını göstermektedir(Gore ve Stott, 1998). Faaliyetlerden nakit akımları azı önemli artışları yansıtmamaktadır. Örnek verecek olursak kredili satışları ve satın almaları içerisine alan cari büyümeler kısa vadede nakit akımlarını gösterir. İçinde bulunulan döneme ait nakit akışını etkilemez. Bu sebeple büyüme odaklı kazançlar ve faaliyetlerden elde edilen nakit akımları birbirlerini bütünler durumdadır. Muhasebe kazançları işletmenin genel performansını değerlendirmek için daha iyi bir göstergedir(Şamiloğlu, 2005:68).

Lev ve Zarowin 1999 yılında yaptıkları bir çalışmada 20 yıllık bir dönem içerisinde finansal tabloların değeri yansıtma oranının gittikçe düştüğünü kanıtlamışlardır. Yine aynı araştırmada maddi olmayan varlıkların finansal tablolara aktarılması konusunda eksikler olduğuna dikkat çekmişlerdir. Lev ve Zarowin yaptıkları çalışmada nakit akımları, kazançlar

ve defter değerlerini hisse fiyatları ve hisse getirileri ile kıyaslamışlardır. Bu kıyas neticesinde de nakit akımlar ve kazançlar ile defter değerlerinin arasındaki ilişkinin azalma trendinde olduğunu belirtmişlerdir.

Firmaların kasalarında bulundurmaları gerekli olan nakit miktarının belirlenmesinde pek çok etken vardır. Bu etkenlerin başında; firmanın kredibilitesi, stok ve tedarik koşulları ve satış politikasıdır. Diğer etkenlerde; borçlar ve vadeleri, tahmini olarak nakit girişleri ve çıkışları ve bu nakit giriş çıkışlarının arasındaki zaman uyumu, kapasite, kredi bulabilme potansiyeli, satış seçenekleri, faaliyet süresi, etkinlik süresi, yönetici kararları, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar gibi etkenlerdir(Sayılgan, 2008:208-209).

Nakit akış tablolarının analizi yapılırken kullanılan oranların hatırı sayılır bir bölümü işletme faaliyetlerinin ölçülmesi konusuna odaklanmaktadır. Büyüyen ve başarılı işletme tanımlanırken firma faaliyetlerinden nakit oluşturulmasına daha sonra da yatırım ile finansman faaliyetlerinden nakit akışlarının karşılaştırılması şeklindedir.

1.1. Nakit Akışları

İşletmenin elinde bulunan verilerin kalitesi ve doğruluğu günümüzde finansal tabloların analiz edilirken karşılaşılan en temel konulardandır. Nakit akış tabloları özellikle işletme ortaklarının ya da finansal okuryazarlar için son derece önemlidir." Bir firmanın nakit akımlarında yer alan verilerin en önemli kaynağı nakit akış tablosudur. Nakit akış tablosu, firmanın dönem içerisinde meydana gelen nakit akımının meblağını ve bu nakit akımının meydana gelme sebeplerinin ortaya koymaktadır"(Gücenme ve Arsoy, 2006:66).

Muhasebe sisteminde firmanın maliyet temelinden elde ettiği gelir ve harcamaları kronolojik olarak eşleştirmesine şeklinde hareket etmektedir. Firmanın performansını gelir tablosunun en alt satırında bulunan net kara bakarak anlaşılmaktadır. Fakat ne kar, firmanın güncel nakit durumunu yansıtmaması sebebiyle yanıltıcı olabilmektedir(Moyer vd., 2006:15).

Kazançları azalma trendine girdiğinde değer ilişkilerinde de düşüş gözlemlenmiş, bunula birlikte operasyonel faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının değer ilişkilerinde artışlar oluştuğu görülmektedir(Cheng vd., 1996). Nakit akışların büyüklüğü, firmanın büyüme fırsatlarına veya nakit akımlarının eksik olması halinde büyüme ihtimalinde azalma olduğu görülmekte ve bu durumla alakalı olarak değer ilişkili muhasebe verisi sağlanmaktadır(Karunarathne ve Rajapakse, 2010:2).

TMS 7'de yer alan Nakit Akış Tabloları Standardı; işletme faaliyetlerinden, yatırım faaliyetlerinden ve finansman faaliyetlerinden belirli dönem boyunca elde edilmiş olan nakit akışlarını kategorize eden, nakit akış tablosunca bir firmanın nakit ve benzerlerindeki farklılıklara alakalı veriyi sağlaması konusunda yardımcı olmaktadır.

TMS 7'nin amacı, firmanın nakit akışlarıyla alakalı veriler, finansal tablo kullanıcılarına firmanın nakit ve benzerlerini elde etme yeteneğini ve firmanın elde edilen bu kaynağı kullanma şeklinin değerlendirilmesi açısından faydalıdır. Firma sahiplerinin ya da yöneticilerin aldıkları finansal kararlar, firmanın nakit ve benzerlerini elde etme kabiliyetini ve söz konusu nakit ve benzerinin elde edilmesinin zamanlamasının değerlendirilmesi gerekmektedir(Bodur, 2015:11).

TMS / standardının kapsamı, nakit akış tablosunun oluşturulması, finansal tabloların oluşturulduğu her dönem için vazgeçilemez bir öneme sahip olduğu vurgulanmaktadır. Yine standarda göre finansal tablo kullananlar firmanın nakit ve benzerlerinin nasıl oluşturulduğu ve ne şekilde kullanıldığı ile alakadar olmaktadır(TMS 7, Mad 1).

Firmalar kar amacı güderek farklı türde faaliyetler içerisinde bulunmalarına karşın, özünde faaliyetlerinin devamı, sorumluluklarının gereğini yapmak ve yatırımcılarına kar payı sağlamak gibi sebeplerle nakde ihtiyaç duyarlar. Bu sebeple, her firmanın nakit akış tablosu oluşturması elzemdir(TMS 7, Mad 3).

Nakit akışı, firmaların belirli dönemler arasında nakit giriş ve çıkışları olarak tanımlayabiliriz. Firmanın belirli dönemler içerisinde nakit durumunda meydana gelen değişimlerdir. Firmaların belirli dönem başları ve sonlarında ellerinde bulunan nakit miktarını tespit edebilmesi amacıyla hazırladığı raporlar olarak görülebilir.

Firmaların hizmet, ürün vb. şeyler karşılığında nakit sağladığında veya müşterilerine önden borçlanmaları neticesinde nakit ödeme yaptıklarında pozitif nakit akışı oluşmuş olur. Belirtilen durumun tersi oluştuğunda ise kasalarından nakit çıktığında ise de negatif yönde nakit akışı meydana gelmiş olur. Firmalar harcadığından daha az nakit girişi elde ediyor ise negatif nakit akışına katkı sağlar, tersi durumda ise pozitif nakit akışına katkı sağlamış olur(Çam, 2006, 37-38).

İşletmeye borç verenler ile firma ortakları, işletmenin nakit durumunu en yakından takip edenlerdir. İlk olarak likidite açısından güçlü işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme gücünün, likidite açısından güçlü olmayan firmalara göre, daha güçlü olduğu

söylenebilir. Bu durumda işletme için en negatif gelişme olan iflas riskinden uzaklaşma anlamı taşımaktadır. İşletme için iflas riski bulunması için; Pazar riski, faiz riski, tabi afet riski, kur riski ve likidite riski gibi riskler önemli kriterler olarak göze çarpmaktadır (Uyar, 2001:241).

Küreselleşen dünya ile birlikte sınırların ortadan kalmasıyla aynı sektörde yer alan firmalar farklı ülkelerde olsalar bile artık birbirlerine rakip konumundalardır. Rakiplerin aralarındaki rekabet ve krizler firmaları daha kırılgan hale getirmektedir. Durum bu iken nakit akış tablosundan elde edilen verilerin analizi, finansal tabloları değerlendirenler için ekonomik anlamda kararların doğru verilmesi önemlidir. Bu tablodan yararlanarak çeşitli sonuçlara varılabilir, varılan sonuçlar neticesinde doğru kararlar verilmesine sebep olabilir(Akta vd., 2012:102).

Firma ortakları için üzerinde en çok durulan durum temettü gelirleridir. Firmanın temettü ödeme aşamasına gelebilmesi için öncelikle kar açıklaması gerekmektedir. Sonrasında ise gerekli miktarda nakit ayırılması gerekmektedir. Yatırım analizi yapan kişiler bu sebepten ötürü, kar göstergelerinin yanında nakit dengesinin bileşiminde göz önünde bulundurmak zorundalardır. Firmalar nakit akımlarının takibini daha kolay yapmak, daha kolay analiz edebilmek için nakit akışlarını üç başlık altında toplamışlardır. Bunlar;

- İşletme faaliyetlerinden nakit akışları,
- Yatırım faaliyetlerinden nakit akışları,
- Finansman faaliyetlerinden nakit akışlarıdır.

Nakit akışı meydana getiren durumlar; duran varlık satışlarından meydana gelen nakit girişleri, satışlardan dolayı oluşan gelirler, firmanın kısa yada uzun vadeli kredi almasından kaynaklı nakit girişleri, maliyet bazlı nakit çıkışları, finansman giderleri sebebi ile firmadan nakit çıkışları, firma faaliyetlerden kaynaklı nakit çıkışları, firmanın satın aldığı mal ve hizmetler için ödeme yapmasından kaynaklı nakit çıkışları, firmanın finansal kiralama yapması neticesinde gerçekleşen nakit çıkışları, borç ödenmesinden kaynaklı nakit çıkışları, firmanın sermayesinde azaltıma gitmesi kaynaklı nakit çıkışları(Bektöre vd., 2001:222-236).

Nakit akışı meydana getirmeyen durumlar; Firmalarda ayrılan tükenme payları ve amortismanlar, hisse senedi verilmesi durumunda meydana gelen temettü, geçmiş dönem gelir ve giderleri, reeskont işlemleri, zayi olan ya da değer düşüklüğüne uğrayan varlıkların yeniden değerlenmesi sebepli farklar, duran varlık yeniden değerleme sebepli değişimler, karın sermayeye eklenmesi ve karşılıklardır (Bektöre vd., 2001:222-236).

Nakit akış tablosu, belirli dönemler arasında firmanın kazandıklarını harcadıkları bedeli belirten bir tablodur. Nakit akış tablosunda yer alan fon kavramı, nakit ve benzerlerinin içine almaktadır. Finansal tablolar içerisinde yer alan bu tablo, nakdi esas alarak oluşturulan tablodur. Bu açıdan finansal tablolar üzerinden alınan kararlara ciddi etkileri bulunmaktadır(Sayılgan, 2008:153).

Firmalar, nakit akış tablolarının düzenlenmesi aşamasında bazı artılar elde etmeyi hedeflerler. Firmanın gelecek dönemki nakit akışlarını tahmin edebilmesi amacıyla, gerçekleştirilmiş tahsilat ve ödemeleri görebilmesine yardımcı olur. Dönem içerisinde hayata geçirilen politikanın istenen şekilde uygulanıp uygulanmadığını denetleyerek ileride alınacak kararlara temel oluştur. Kredi veren kuruluşlar bakımından firmanın değerlendirilmesine olanak sağlar. Paydaşların hangi zaman diliminde hangi payı alabileceğinin tespitini yapar. Firmanın borçlarını ödeyebilmesi hususunda anapara ile faizleri ödeyip ödeyemeyeceği konusunda fikir sahibi olmasını sağlar. Firmanın ileriki yılki bütçesinin belirlenmesine yardımcı olur(Eğe, 2015:14-18).

Nakit akış tablosu, öteki finansal tablolar ile birlikte ele alındığında, firmanın doğru likidite ve borç ödeme gücünü yansıtır. Finansal performans ile nakit akışlarındaki meblağ ile zamanlanmasının, farklı koşullara adapte olma kabiliyetinin tespit edilmesi için gerekli verilerin tespitini sağlar(Gücenme ve Arsoy, 2006:74).

Nakit akış tablosu ilgili firmanın nakitlerinin hareketlerinin gözlemlenmesiyle, bu hareketlerinin hangi miktarda kısmının meblağ bazlı olarak, firmanın esas faaliyet konusu faaliyetlerden, olağan dış uygulamalarından, yatırım faaliyetlerinden ve finansal faaliyetlerinden kaynaklandığını belirtir(Sayılgan,2008:153).

1.1.1. İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları

İşletmenin temel getiri sağlayan faaliyetleriyle ilgili olan net kar veya zararın tespitinde kullanılan işlem ve olaylardan meydana gelen işletme faaliyetlerinden meydana gelen nakit akışları kısmı, nakit akış tablosunun en mühim bölümüdür(Bodur, 2015:27).

İşletme faaliyetlerinden kaynaklı olarak oluşan nakit akışları, Dolaylı (net), Dolaysız (brüt) şekilde raporlanabilmekte, bu şekilde raporlanması için yapılması gereken bazı düzenleme işleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. KGK ve SPK formatlarında dolaylı ve doğrudan olarak isimlendirilmektedir.

Tablo 1: Dolaylı ve Doğrudan Yöntemde İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışlarına Ulaşılması

	DOĞRUDAN YÖNTEM	DOLAYLI YÖNTEM
Düzeltilen Kalem	Satışlar, satışların maliyeti ve kapsamlı gelir tablosundaki diğer kalemler (Mad.19,b)	Dönem kâr veya zararı
Düzeltme Kalemleri	Dönem içerisinde stoklar, faaliyetle ilgili ticari alacak ve borçlardaki değişiklikler (Mad.19,b,i)	Dönem içerisinde stoklarda ve faaliyetle ilgili alacak ve borçlarda meydana gelen değişiklikler (Mad.20,a)
	Diğer nakit giriş ve çıkışı gerektirmeyen kalemler (Mad.19,b,ii)	Amortisman, karşılıklar, ertelenmiş vergi, gerçekleşmemiş kambiyo kâr veya zararları ve iştiraklerin dağıtılmamış kârları gibi nakit dışı kalemler (Mad.20,b)
	Nakit etkisi, yatırım veya finansman nakit akışlarıyla ilgili olan kalemler (Mad.19,b,iii)	Yatırım veya finansman faaliyetlerine ilişkin nakit akışlarından kaynaklanan diğer tüm kalemler (Mad.20,c)
Raporlanan Kalemler	Önemli brüt nakit giriş ve çıkışları	Net Kâr/Zarar Düzeltme Kalemleri *-Dönem içerisinde stoklarda ve faaliyetle ilgili alacak ve borçlarda meydana gelen değişiklikler* *- Nakit dışı kalemler* *-Yatırım veya finansman faaliyetlerine ilişkin nakit akışlarından kaynaklanan kalemler*
Ulaşılan Tutar	İşletme faaliyetlerinden nakit akışları	İşletme faaliyetlerinden nakit akışları

Kaynak: Bodur, G. (2015). Nakit Akış Tablolarının Analizi, Doktora Tezi, 21.

Mevcut iki durumda, nakit akışları elde edebilmek için yapılan değişiklikler aynıdır. Değiştirilen kalemler; borçlardaki dönem içi değişiklikler, stoklar, nakit akışı sağlamayan işlemler, faaliyetle alakalı ticari alacak ve borçtaki dönem içindeki değişiklikler ve finansman faaliyetlerinde raporlanması gerekli olan kalemleri kapsamaktadır.

Dolaylı yöntem, kar ile firma faaliyetlerinden nakit akışlarının arasında bulunan farkı tespit ederek, benzerlik ve farklılıkların tespit edilmesi konusuna dikkat çekmektedir. Nakit akış tablosu, eldeki muhasebe sisteminin sağladığı verilerle kolaylıkla ve düşük maliyetle oluşturulabilmektedir.

Doğrudan yöntemde ise faaliyetlerden kaynaklı olarak brüt nakit giriş ve çıkışlarının belirlenmesi ve sunulacak hale getirilmesi daha net ve açık şekilde açıklanmasını sağlar. Nakit akış tablosunun bir bütün halinde işletme faaliyetlerinden nakit akışlarının, çeşitli faaliyetlerde olduğu şekli ile brüt haliyle raporlanmasını sağlamaktadır.

Tablo 2: Düzeltmenin Etkileri

POZİTİF	NEGATİF
Stoklar, Faaliyetle İlgili Ticari Alacak ve Borçlardaki Değişiklikler	**Stoklar, Faaliyetle İlgili Ticari Alacak ve Borçlardaki Değişiklikler**
-Stoklardaki Azalış	-Stoklardaki Artış
-Faaliyetle İlgili Ticari Alacaklardaki Azalış	-Faaliyetle İlgili Ticari Alacaklardaki Artış
-Faaliyetle İlgili Ticari Borçlardaki Artış	-Faaliyetle İlgili Ticari Borçlardaki Azalış
Nakit Akışı Yaratmayan Kalemler*	**Nakit Akışı Yaratmayan Kalemler**
-Amortisman ve İtfa Gideri ile İlgili Düzeltmeler	
-Değer Düşüklüğü ile İlgili Düzeltmeler	-Değer Düşüklüğü İptali ile İlgili Düzeltmeler
-Karşılıklar ile İlgili Düzeltmeler	-Karşılık İptalleri ile İlgili Düzeltmeler
-Gerçekleşmemiş Yabancı Para Çevirim Zararları ile İlgili Düzeltmeler	-Gerçekleşmemiş Yabancı Para Çevirim Kârları ile İlgili Düzeltmeler
-Gerçeğe Uygun Değer Kayıpları ile İlgili Düzeltmeler	-Gerçeğe Uygun Değer Kazançları ile İlgili Düzeltmeler
-Dönem Ayırıcı İşlemler -Gider Tahakkukları -Peşin Ödenen Giderler (Dönem Gider Payı) -Gelecek Dönemlere Ait Gelirler (Dönem Girişi)	-Dönem Ayırıcı İşlemler -Gelir Tahakkukları -Peşin Ödenen Giderler (Dönem Ödemesi) -Gelecek Dönemlere Ait Gelirler(DönemGelir Payı)
-Faiz Giderleri ile İlgili Düzeltmeler	-Faiz Gelirleri ile İlgili Düzeltmeler
-Vergi Gideri ile İlgili Düzeltmeler	-Vergi Geliri ile İlgili Düzeltmeler
	-İştiraklerin Dağıtılmamış Kârları ile İlgili Düzeltmeler
Yatırım Veya Finansman Faaliyetlerine İlişkin Nakit Akışları	**Yatırım Veya Finansman Faaliyetlerine İlişkin Nakit Akışları**
-Duran Varlıkların Elden Çıkarılmasından Kaynaklanan Kayıplar ile İlgili Düzeltmeler	-Duran Varlıkların Elden Çıkarılmasından Kaynaklanan Kazançlar ile İlgili Düzeltmeler
-Yatırım ya da Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışlarına Neden Olan Diğer Kalemlere İlişkin Düzeltmeler	-Yatırım ya da Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışlarına Neden Olan Diğer Kalemlere İlişkin Düzeltmeler

Kaynak: Bodur, G. (2015). Nakit Akış Tablolarının Analizi, Doktora Tezi, 30.

İşletme duran varlıkları ve kredileri alım satım yapmak ya da aracılık etmek için elinde bulundura bilir. Bahsi geçen varlıklar belirtilen durumda stoklarla benzerlik gösterebilmektedirler. Ayrıca alım satım ya da aracılık faaliyetleri için elde bulundurulan duran varlıkların satışlarından gelen nakit akışları, işletme faaliyetlerinden nakit akışları alanında değerlendirilir. Aynı şekilde finansal kuruluşlara ödenen nakit avanslar ve krediler de firmanın getiri sağlayan temel faaliyetlerden olduğunda genellikle işletme faaliyeti olarak kabul edilmektedir(TMS 7, Madde 15).

1.1.2. Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları

İşletmelerin yatırım faaliyetlerinden doğan nakit akışları, nakit varlıkların içinde bulunmayan uzun vadeli varlıkların ve diğer firma yatırımlarının takip edildiği kısımdır. Uzun

vadeli varlıkların açıklanması durumunda sabit kıymet alımları, satışları ya da iştirakler, bağlı bulunduğu ortaklıklarla aralarında organizasyonlar bulunmaktadır.

Yatırım faaliyetlerinden doğan nakit akışları, firmanın varlıklarını kullanım alanları, ileride nakit akışları ile riski konularında daha az veri verir. Sebebi ise, yatırım faaliyetlerinden doğan nakit akışları daha fazla gelecekte oluşacak büyüme fırsatlarıyla ilişkilidir. Yatırım faaliyetlerinden doğan nakit akışlarının içerisinde yer alan varlıkların satılması ile alakalı nakit akışı, kullanılan varlığın nakit haline getirilmesi açısından veri üretir(Liwnat ve Zarowin, 1990).

Yatırım faaliyetlerdin meydana gelen nakit akışları, ileride oluşabilecek firmaya getiri ve nakit akışı sağlaması beklenen kaynaklara ne ölçüde yatırım yapıldığını belirtmesi ve ayrı olarak açıklaması mühimdir. Yalnızca finansal durum tablosunda gösterilen bir varlığın meydana gelmesine sebep olan harcamalar yatırım faaliyetleri şeklinde belirtilir(TMS 7, Mad 16). Yatırım faaliyetlerinden kaynaklı nakit akışları aşağıdaki tabloda belirtilmektedir.

Yatırım faaliyetlerinden doğan nakit akışlarında farklı olarak belirtilmesi önemlidir. Sebebi ise ilerde firmaya gelir ya da nakit akışı sağlaması düşünülen kaynaklarca yapılan harcamaların seviyesi tespit edilip belirtilmiş olur(Cavlak vd., 2017:238).

Tablo 3: Yatırım Faaliyetleri Kaynaklı Nakit Akışları (SPK)

B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI
Bağlı Ortaklıkların Kontrolünün Kaybı Sonucunu Doğuracak Satışlara İlişkin Nakit Girişleri
Bağlı Ortaklıkların Kontrolünün Elde Edilmesine Yönelik Alışlara İlişkin Nakit Çıkışları
Başka İşletmelerin veya Fonların Paylarının Veya Borçlanma Aracının Satılması Sonucu Elde Edilen Nakit Girişleri
Başka İşletmelerin veya Fonların Paylarının Veya Borçlanma Aracının Satılması Sonucu Elde Edilen Nakit Çıkışları
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları
Diğer Uzun Vadeli Varlıkların Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri
Diğer Uzun Vadeli Varlık Alımlarından Nakit Çıkışları
Verilen Nakit Avans ve Borçlar
Verilen Nakit Avans ve Borçlardan Geri Ödemeler
Türev Araçlardan Nakit Çıkışları
Türev Araçlardan Nakit Girişleri
Devlet Teşviklerinden Elde Edilen Nakit Girişleri
Alınan Temettüler
Ödenen Faiz
Alınan Faiz
Vergi Ödemeleri/İadeler
Diğer Nakit Girişleri /Çıkışları

Kaynak: Bodur, G. (2015). Nakit Akış Tablolarının Analizi, Doktora Tezi, 47.

Yatırım faaliyetlerinin getirilerinin nakit akış tablosunda ayrı gösterilmesinin nedeni, gelecekte firmaya dahil olacak gelir ve karın nakit akış sağlaması gereken kaynakların altın çizilmiş olur. Sadece bilançoda varlık muhasebeleştirilmesi neticesini meydana getiren harcamalar, yatırım faaliyeti şeklinde kategorize etmeye uygundur(Özdemir, 2016:60).

Finansal faaliyetlerden ve yatırım faaliyetlerinden elde edilecek nakit akışları belirsizliğin ve büyümek için fırsatların bulunduğu yüksek değer ilgisine sahiptir. Belirsizliğin önemli rol üstlendiği aşamalar başlangıç aşaması ve büyüme aşamasıdır. Genel anlamda bakıldığında, nakit akış tablosunda her bir aşamada kazançlara oranla daha fazla yüksek değer ilgisine sahiptir(Güleç, 2017:536).

1.1.3. Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları

Finansal faaliyetlerden kaynaklı nakit akışları, işletmenin sahip olduğu varlıkların kullanımı ile sahip olduğu yükümlülüklerin ödenmesi ve ek olarak fonlara sahip olunma durumu konusunda veri sağlar. Kreditörler genelde borsaya kote olmamış firmaların tahmini finansal tablolarına göz atarak varlıkların kullanıldığı alanlardan elde edilecek nakit hesaplarlar. Finansal faaliyetlerden doğan nakit akışlar, işletmenin temettü ödemeleri konusunda bilgi sağlamaktadır. Temettü ödemeleri, büyüme konusunda işletmenin önüne çıkacak fırsatların değerlendirilmesi açısından da önem teşkil etmektedir.

Finansman faaliyetleri, firmaların özkaynak ile yabancı kaynakların tutarı ve yapısı konusunda farklılıklar oluşmasını sağlayan faaliyetler olarak tanımlanabilir(TMS /, Mad 6). Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları; borç geri ödemeleri, firmanın hisse senedi ihracı, kâr payı gibi finansal işlemler neticesinde oluşur. Yukarıda belirtilen faaliyetlerden kaynaklı nakit akışları firmanın mevcut ve ilerideki sahiplerinin yatırdıkları yatırımın sonucudur. Finansman faaliyetlerinden kaynaklı nakit akışlarında firma ile firma sahipleri tarafından sağlanan ve üçüncü şahıslarca yatırılan yabancı kaynakların kullanılması durumundaki değişiklikler belirtilmektedir(Orhan ve Başar, 2015:110).

Finansman faaliyetlerinden dolayı meydana gelen nakit akışları, borçlanma, geri ödeme, itfa gibi konularda genellikle meydana gelmektedir. Net karın paydasından ötürü finansman faaliyetlerinden doğan nakit akışları kapsamında görülmektedir(Mulford ve Comiskey, 2005:64).

Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışlarında firmaya sermaye anlamında katkı sağlayanların gelecekteki nakit akışlarının ne kadarını etkilediğinin tespitinde fayda sağladığı için, bu nakit akışlarının ayrı olarak belirtilmesi önemlidir (TMS 7, Mad 17). Aşasıdaki tabloda SPK ve KGK'nin tespit ettiği nakit akış formatında finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları kısmı aşağıdaki gibidir.

Tablo 4: Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları (SPK Formatı)

C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI
Pay ve Diğer Özkaynağa Dayalı Araçların İhracından Kaynaklanan Nakit Girişleri
İşletmenin Kendi Paylarını ve Diğer Özkaynağa Dayalı Araçlarını Almasıyla İlgili Nakit Çıkışları
Borçlanmadan Kaynaklanan Nakit Girişleri
Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları
Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Kaynaklanan Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları
Devlet Teşviklerinden Elde Edilen Nakit Girişleri
Ödenen Temettüler
Alınan Faiz
Ödenen Faiz
Vergi Ödemeler/İadeler
Diğer Nakit Girişleri /Çıkışları

Kaynak: Bodur, G. (2015). Nakit Akış Tablolarının Analizi, Doktora Tezi, 49.

Finansman faaliyetlerinden nakit akışları kısmında, borçlardan ve öz kaynaktan doğan nakit akışlarının yanında bunlar ile ilişkili anapara, faiz ve temettü ödemelerinden doğan nakit çıkışları da düzenlenmektedir. Temettü ödemeleri ve faizden doğan giderler, finansman kaynaklarının satın alma rakamlarının karşılanması durumunda finansman faaliyetlerinden doğan nakit akışları şeklinde meydana yansıtılmaktadır(TMS 7, Mad 33).

Finansman faaliyetlerinden kaynaklı nakit akışlarında "Dönem İçi Borçlanmalar" ile "Dönem İçi Ödemelerin" birbirlerinden ayrı şekilde kayıt altına alınması gereklidir. Nakit hareketi gerçekleştirmeyen "Gerçekleşmemiş Yabancı Para Çevirim Farkları" ise işletme faaliyetlerinden nakit akışlarda düzeltme kalemi olarak değerlendirilir(Bodur, 2015:50).

Firmalarda yatırım faaliyetlerinden kaynaklı nakit akışları genel olarak negatif olması beklenmektedir. Sebebi, bu şekilde bir durumda yeni büyüme fırsatlarına yatırım yapıldığı veya içinde bulunulan durumdaki duran varlıkların yenilendiği belirtilebilir(Orhan ve Başar, 2015:111).

1.2. Finansal Performans

Finansal performans, firmanın finansal durumu hakkında karar organlarına bilgi sağlama amacı gütmektedir. Firmanın finansal performansı, firmanın yöneticilerinin gelecekle alakalı kararları, devlet kurumlarında verilecek kararları, kredi sağlayan kurumların kararlarını, yatırım yapacakların yatırım kararlarını etkilemektedir(Yükçü ve Atağan, 2010:28).

Finansal performansın ölçülmesi firmaların finansal tablolarında bulunan kalemler göz önünde bulundurularak firmayla alakalı finansal ölçüler oluşturmakta ve finansal performansının nasıl olduğu sergilenmektedir. Bahsi geçen finansal tablolar içinde bulunan nakit akış tablosu ise finansal tablo kullanıcılarına firmanın nakit ve benzeri varlıkları kullanma ve yaratma durumunu değerlendirmelerine katkı sağlayacak verileri sağlamaktadır(Kaplanoğlu, 2018:154).

Finansal performans, esas olarak iş sektörünün sonuçlarını ve belirli bir zaman diliminde sektörün genel finansal sağlığını, durumunu gösteren sonuçları yansıtır. Finansal performans, şirketin politikalarının, faaliyetlerinin ve operasyonel sonuçlarının finansal açıdan ölçülmesi anlamına gelir. Hissedarların servetini ve karlılığını en üst düzeye çıkarmak için bir işletmenin kaynaklarını ne kadar iyi ne kadar etkin kullandığını gösteren bir araçtır. Diğer bir deyişle, mevcut ve cari olmayan varlıkları, finansmanı, öz kaynağı, gelirleri ve giderlerini yöneterek hissedarlarına daha yüksek satışlar, karlılık ve bir işletme değeri yaratabilmek için kullanılan en önemli finansal bir işlemdir. Finansal performansın asıl amacı, pay sahiplerine ve paydaşlarına karar vermelerini teşvik etmek için tam bilgi sağlamaktır. Aynı sektördeki benzer şirketleri değerlendirmek, ya da birleşme içindeki sanayileri karşılaştırmak için kullanılabilir. Ayrıca bir şirketin başarısını, uyumluluğunu ve finansal durumunu kontrol etmek için kullanılır (Naz, İjaz ve Naqvi, 2016: 82).

Finansal performansın değerlendirmesinde en temel eğilim finansal tablo analizidir. Bir firmanın sahipleri, yöneticileri, kredi sağlayanları, müşterileri ve çalışanları gibi tüm çıkar gurupları firmanın finansal tablolarını güvenilir kabul ederek pozisyon alırlar. Tüm çıkar guruplarının finansal tablolara ilgi göstermesinin altında farklı özel nedenler yatmaktadır. Firmaya borç verenler, firmanın borçlanmasının sebebini ve bu borcu geri ödeyebilme gücünü anlamak için finansal tablolara bakmakta ve kredi sağlanıp sağlanmamsın kararını yine bu tablolar üzerinden vermektedirler(Coşkun, 2005:11).

Yatırımcılar, firmanın mevcut finansal yapısını, gelir ve giderlerini ya da nakit akımında artma olup olmadığını, sermayenin yapısını ve sektör rekabetlerindeki yerine baktıktan sonra

yatırım yapılmaya uygun olup olmadığının kararını vermektedir. Finansal tabloların en çok kullananlar yöneticilerdir. Yöneticiler, firmanın finansal performansının ne durumda olduğunu ve bu durumda olmasının sebeplerini kavrayabilmek, firmanın güçlü ve zayıf yönlerini kavrayabilmek ve ileride firmanın performansını yükseltebilmek için gerekli adımları atabilmek için finansal tablolardan yararlanmaktadırlar(Fraser ve Ormiston,2007:154-155).

Finansal performans, yatırımcılara ya da firma ortaklarına sağlıklı ve güvenilir biçimde bilgi sağlama amacı gütmektedir. Finansal raporlar firmaların ilişkide olduğu, bu raporlara ilgi duyan kişilere istenen verileri iletilmesi konusu mühimdir. Finansal tablo kullananlar gerekli buldukları verileri kullanarak firmaya yatırımda bulunma, kredi verme, diğer hedeflerine ulaşmasına katkı sağlayabilir.

Hisse senedi fiyatlarında ya da sağladığı kazançların çeşitli muhasebe göstergeleriyle arasındaki durumun düzgün şekilde belirlenmesi, hem firmanın etkileşimlerinin hem de yatırım yapma ihtimali olan kişilerin analiz etmesine katkı sağlayacaktır. Değer ilişkisi kavramı literatürde farklı açlardan gözlemlenmiş ve muhasebe standartlarına geçişte sağlayacağı olumlu ya da olumsuz yanları üzerinde durulmuştur(Kousedinis vd., 2010).

Finansal performans, mevcut finansal durumu ve performansı değerlendirmek için önemli olan aşağıdaki kilit tedbirler kullanılarak değerlendirilebilir. Bunlar, finansal durum ve performansın tanımlayıcı ve analitik önlemleridir. Finansal tablolar, şirketin performansını değerlendirmek için geleneksel bir araç olarak kabul edilir. Finansal tablolar üç önemli ekonomik fonksiyona hizmet eder(Sultan, 2014: 50):

a) Nadiren yeterince bilgi vermesine rağmen şirketin sahiplerine ve alacaklılarına şirketin mevcut mali durumu ve mali yönünden geçmişteki performansı hakkında bilgi sağlamasında vazgeçilmez araçtır;
b) Mali tablolar, mal sahipleri ile alacaklıların performans hedefleri belirlemesi ve firma yöneticilerine kısıtlamalar getirmesi için uygun bir yol sağlar;
c) Finansal planlama için uygun şablonlar sağlarlar, yöneticiler proje bazında yapılan ayrı planların genel tutarlılığını kontrol edebilir ve firmaların toplam finansman gereksinimlerini tahmin edebilir.

Performans değerleme, teknik ve finansal anlamda iki temel biçimde yapılmaktadır. Teknik performans ölçme daha fazla, verimlilik ve personel gibi ekonomik olmayan bilgiler üzerine odaklanırken; finansal performans ölçümü, mali tablolara ve finansal bilgileri esas almaktadır(Ercan vd., 2013:56).

Finansal performansın ölçülmesi konusunda hammadde olarak kullanılan şeyin ürün ya da çıktı halini alması için geçen sürecin etkinlik seviyesinin ölçülmesi için sayısal ölçütler kullanılır. Finansal performans ölçütleri, firmanın sahibi olduğu varlıkları ve kaynakları verimli bir şekilde kullanıp kullanmadığının tespitini yapmaya çalışır(Çam, 2008:67).

Finansal performansı ölçütleri, bir işletmenin gelecekte atacağı adımları ve bu adımlara yönelik yürütme ve uygulamaların işletmeye katkı sağlayıp sağlamadığı ortaya çıkmaktadır. Finansal hedefler genellikle firmanın geliri, sermayenin karlılık seviyesi, ekonomik anlamda yarattığı katma değer, gibi ölçülmesi mümkün karlılıkla alakalı amaçlardır. Ek finansal amaçlar, işletmenin satışlarında hızlı bir yükselme sağlama ve nakit akışı yaratmak olabilmektedir (Kaplan ve Norton, 2007:78). Belirtilen amaçlar strateji geliştirmelerin neticesini alma seviyesi, işletme ortaklarına nasıl göründüğünü yansıtmaktadır(Koçel, 2003:456).

Performans değerlendirme ile alakalı yöntemler firmaların yapılarına, ölçeklerine, faaliyet alanları gibi unsura göre farklılık gösterebilmektedir. Belirtilen bu yöntemler ana hatlarıyla geleneksel ve çağdaş yöntemler olarak iki başlık altında incelenebilir(Kıngır ve Taşkıran, 2006:200).

Firmalarda finansal performansın tespit edilebilmesi için ilk olarak geçmiş dönem verilerinin incelenmesi ve gelecek dönemler konusunda tahminlerde bulunulması gereklidir. Çeşitli faaliyetlerin neticesini değerleyebilmek ve kıyaslayabilmek için çeşitli değerleme ölçütlerine ihtiyaç vardır. Amerika'da 1980'li yıllarda hissedarları odak noktasına koyan yaklaşım giderek önemli hale gelmeye başlamıştı. Firmalar bu yüzden elde ettikleri başarıları daha net bir şekilde gözler önüne serecek ölçüm yöntemlerinin arayışına başladılar. Böylelikle hissedarlardan daha girdi elde etmeyi amaçlamışlardır. O dönemde kullanılmakta olan geleneksel performans ölçüm yöntemleri (borç ödeme gücü, öz sermaye karlılığı, aktif karlılığı, hisse başı kazanç gibi) kaynak maliyet ve getiri karşılaştırması gibi konularda yetersiz kalmaktadır (Gücenme ve Arsoy, 2006:67).

Geleneksel performans ölçüm yöntemlerinin yarattığı tatminsizlik, dengeli ve çok boyutlu performans ölçme yöntemlerinin geliştirilmesine sebebiyet vermiştir. Yeni oluşturulan bu yapılar daha fazla dış kaynaklı ve gelecek odaklı olması konuları üzerinde durulmuştur(Bourne vd., 2000:757-758).

Geleneksel performans ölçütleri ile ölçülen performans da karar almanın temel özellik niteliğindedir. Karar alma sorumlulukların merkezinde yer almaktadır. Geleneksel performans

ölçütlerinde firmanın tahmini bütçe rakamlarını yakalayıp yakalamadığı ve çalışanların yukarından verilen talimatları uygulayıp uygulamadığı gibi geçerliliğinin zayıfladığı meseleler üzerine eğilmektedir(Ertuğrul, 2009:22).

Geleneksel performans değerleme yöntemini ele aldığımızda şu konular dikkat çekmektedir;

- Maliyet/Verimlilik Tabanlı
- Performans/Kar İlişki Merkezli
- Kısa Dönem-Geçmiş-Bugün Esaslı
- Fonksiyonel Ölçüler Yaygın
- Standartlarla Karşılaştırmalar
- Değerlendirme Odaklıdır.

Modern performans ölçüm yöntemlerinde, firmanın potansiyelini geliştirmek, kişisel katkıyı arttırarak ve firmayı hedef belirleme sürecine çalışanlarında eklenmesini verimliliği arttırmayı amaçlamaktadır(Werher ve Davis, 1989:357). Modern performans değerleme yönteminin temelinde "Hedefler doğrultusunda değerleme yöntemi" diğer yöntemlerde yer alan hataları minimize etmek, değerlemeyi daha somut olarak gözler önüne sermek, firmanın ve çalışanlarının gelişmesini sağlamak, çalışanların katkısını maksimize etmeyi amaçlamaktadır.

Modern performans ölçüm yöntemlerinde değer odaklı bir yaklaşım sergilenmektedir. Kısa ve uzun vadede belirlenen hedeflerin belirlenmesi, sermaye maliyetini göz önünde bulundurma, risk unsurunu göz önünde bulundurma gibi konularda hassas davranarak, işletmenin üretmiş olduğu değeri en sahici şekilde belirtmeyi amaçla(Ertuğrul, 2009:22).

Modern performans ölçüm yöntemini ele aldığımızda şu konular dikkat çekmektedir;

- Değer Esaslı
- Performans ve Müşteri Odaklı
- Strateji-Uzun Dönem-Gelecek Odaklı
- Takım Başarısı ve Takım Çalışması Odaklı
- Çapraz Ölçüler Yaygın
- Gelişmeleri Devamlı Takip Eden ve Değerlendiren Bir Yöntem
- Değerlendirme ve Müşteriyi Üretim Faaliyetlerine Ortak Etmedir.

Finansal performansın göstergeleri firma stratejileri, uygulamaları ve idaresinin kar durumuna katkısı olup olmadığını yansıtmaktadır. Genel manada finansal performans göstergeleri dendiğinde aşağıdaki tabloda yer alan göstergeler ile karşı karşıya kalmaktayız.

Tablo 5: Finansal Performans Göstergeleri

Net Kar Marjı	Satışların tamamından ne oranda kar sağlandığını gösterir. (Net Kar/ Net Satışlar)
Varlıkların Karlılığı	Varlıkların verimli kullanılması ve varlık başına kar gösterilir.
Varlık Devir Hızı	Varlıkların verimli kullanılıp kullanılmadığını gösterir.
Özsermaye Karlılığı	Her birim özsermaye karşılığında elde edilen karı gösterir.
Yatırımın kârlılığı	Yatırımların verimliliğini ve yatırım başına karı gösterir.
Borç / Özsermaye Oranı	Finansmanda kullanılan kaynak dağılımını gösterir.
Borç Varlık Oranı	Varlıkların finansmanında ne oranda yabancı kaynak kullanıldığını gösterir.

Kaynak: Özgülbaş, Nermin-Aysun, Bayram (2002), "Hastanelerin Finansal Başarısızlığında Çalışma Sermayesi Yönetiminin Rolünün Tespiti: Sağlık Bakanlığı Hastanelerinde Bir Uygulama" 5. Ulusal Sağlık ve Hastane Yönetimi Sempozyumu, Eskişehir, 16-19.

Performans değerleme Türkiye'de ilk olarak kamu kurumlarında hayata geçirilmeye başlamıştır. Özel sektörün ilgisini çekmesi ise, işletme biliminin Türkiye'de yaygınlaşması ile birlikte olmuştur, bu da 2000'li yıllarla birlikte olmuştur(Kaynak vd., 1998:206).

1.3. Kar ve Kazanç Kavramları

Kar kavramını tanımlamak ve açıklamak için çok sayıda girişim ve yöntem olmuştur. Böylece kar, "bir işletme tarafından üretilen malların satışından sonra kazanılan gelir ile üretim sırasında ortaya çıkan maliyetler arasındaki ekonomik farkın bir ölçüsü olarak anlaşılan pozitif fark" olarak tanımlanabilir(Popa, 2006:803). Genel olarak konuşursak, kar bir ekonomik

faaliyet gerçekleştirdikten sonra kazanılan parasal fayda veya avantajdır. Farklı bir deyişle, kar aynı zamanda ekonomik bir faaliyet gerçekleştirdikten sonra kazanılan faydayı yansıtır ve girişimcilerin ve sermaye sahiplerinin objektif motivasyonudur. Kar, girişimi, risk kabulünü teşvik eder ve rasyonelliğini veya ekonomik faaliyetlerin verimliliğini arttırma çabalarını teşvik eder.

Firmaların kuruluş amaçlarının başında kar elde etmek gelmektedir. Firmalar yaşamlarını sürdürebilmeleri için kar elde etmek zorundalardır. Firmalar, kar elde etmekle birlikte, elde ettiği karı nasıl kullanacağı da yönetsel açıdan düşünülmesi gereken bir konudur. Çeşitli faaliyetler neticesinde elde edilen karın firma sahiplerine dağıtılması ya da yatırıma çevrilmesi veya firmada bırakılması kar dağıtım politikasıdır. Firmada kazanılan dağıtılması ya da dağıtılmaması, dağıtılacak olursa ne kadarının dağıtılacağı, firmanın karar vermesi gereken en ciddi konuların başında gelmektedir. Borsa da işlem gören firmaların özellikle kar dağıtım politikası firma için son derece yüksek öneme sahiptir(Anbar, 2006:217).

İşletme, maliyetlerini geri kazanmaz ve fazla gelir elde etmezse varlığını sürdüremez ve daha fazla gelişmesini sürdüremez. Bir faaliyetin gelirleri ve harcamaları arasında bir boşluk olarak görülen ekonomik faaliyetin sonucu olarak, bir ekonomik sistemde gerçekleştirilen tüm kazançlı faaliyetlerin ana amaç olarak kar edindiğine inanılmaktadır. Kar bir işletmeye ait olup, amacı işletmenin daha sonraki finansal performansını ölçmektir. Muhasebe karı, dönemsel olarak şirketin iş döngüsünün bir fazlası olarak hesaplanır. Muhasebe karının hesaplanması, şirketin geçmiş ekonomik performansını belirli bir zaman aralığında ölçtüğünü ortaya koymaktadır(Tulvinschi, 2013). Muhasebe karı bir şirketin ekonomik faaliyetinde başka amaçları da doldurabilir(Jianu, 2007: 57):

- İşletmenin temettü ve kazanç politikası için rehberlik;
- Yatırım ve yatırım indirimi karar verme süreçlerinde gelecekteki gelir için tahmin yöntemi;
- Yönetimin işletmeyi yönetme yeteneğini değerlendirmek için kullanılan yöntem;
- Belirli bir iş birimiyle ilgili diğer taraflarca verilen kararların değerini değerlendirmek için kullanılan yöntem;
- İşletme içindeki veya dışındaki çeşitli kilit alanlarda yönetim aracı (fiyat politikası, maaş müzakeresi, borç alanlara güvenilirlik, düzenlemeler).

Kar "ekonomik performansın rasyonalitesinin bir ifadesidir"(Mateş, 2010, 255). Bir işletmenin sonuçlarını kapsar ve daha fazla devamlılık ve gelişimini belirler.

Muhasebe karı, işletmenin finansal performansını ölçmek için ana göstergedir, ancak muhasebe karı, performans kavramı ile karıştırılmamalıdır. Performans, piyasadaki kalıcı varlığını pekiştiren belirli bir işletme kuruluşunun rekabetçi ruhu olarak tanımlanmaktadır. Dider Noye (2002) performansın, şirketin öngörülen pozisyonuna uygun olarak belirlenmiş hedeflere ulaşılmasından ibaret olduğuna inanmaktadır. Performans, "yönetim, işletme ve ticaret alanında ulaşılan, organizasyona ve metodolojik ve yapısal unsurlarına rekabet gücü, verimlilik ve etkinlik ileten olağanüstü bir sonuçtur"(Verboncu, 2005, 64).

Kar, bir işletmenin faaliyet performansının değerlendirilmesi, kredibilitesinin saptanması, verimliliğinin (kaynakların etkin kullanımı) ölçülmesi, vergilendirme, hisse senedi fiyatının belirlenmesi ve kar dağıtım politikasının kararlaştırılmasında çok önemli bir kavramdır. Hendriksen (1970), işletmelerin mali dönem sonunda açıkladıkları karın, ilgili dönemdeki performanslarını gösterdiğini, gelecekteki nakit akışlarının tahmininde kullanılarak değerlerinin tespit edildiğini ve işletme yönetimlerinin karar verme sürecinde dikkate aldığı en önemli verilerden biri olduğunu savunmuştur.

Firmaların kazançlarını yeni yapacakları yatırımı finanse etmek için kullanmaları veya ortakların kar paylarını dağıtması kararlarının verilmesi için çok faktöre olmakla birlikte en önemli olanı firmanın elde ettiği dönem karı ya da kazancıdır. Kar dağıtımı genelde beyan edilen meblağ üzerinden yapılır. Bu sebeple kazanç sağlanmasıyla kar dağıtımı yapılmaz(Nnadi ve Akpomi, 2008:4).

Evans (2003), hesaplanan karı muhasebenin ayırt edici bir özelliği olarak kabul etmiş ve bu yüzden 1930'lardan beri muhasebenin hem teorik hem de uygulama boyutundaki en temel konulardan biri olduğunu savunmuştur. Bu nedenle, muhasebe sürecinin sonuçlarından birisi olan kar, finansal tablolarla ilgilenen her kişi için temel finansal göstergelerden biri olarak kabul edilir. Kar, işletmelerin belirli bir aralık içinde gerçekleşen kazançlarının hangi tutarda bölüştürülebilir olduğunu açıklayan bir kavramdır. Gelir, gider, kazanç ve kayıp, karın belirlenmesinde dikkate alınan ögelerdir. Kar ve öğeleri, belirli bir dönemde ortaya çıkan dönemsel kavramlardır. Ortaklar için kâr payı, yatırımcılar için hisse senedinin piyasadaki performansı ve diğer bütün finansal tablo kullanıcıları için kendi amaçları doğrultusunda önemli bir gösterge olarak büyük anlam ifade ettiğinden kar ve öğelerine ilişkin bilgilerin doğru

bir biçimde saptanıp, finansal tablolarda tam, ihtiyaca uygun, güvenilir ve karşılaştırılabilir olarak raporlanması gerekir.

1.4. Nakit Akışları, Kazanç Ve Finansal Performans Arasındaki İlişki

Günümüzde yoğun rekabet koşulları altında hızla gelişen ve değişim içinde olan iş dünyasında bir yönetici, yatırım yapan şahıslar ya da düzenleyiciler açısından en önemli araç, bilgidir. Son dönemlerde nakit akış tablosu firmaların finansal performansının değerlendirilmesinde vazgeçilmez konuma sahiptir. Bu bakımdan nakit akış bilgileri olmaksızın işletmenin finansal stratejisi oluşturulamaz(Laura, Dumitru ve Razvan, 2011: 591).

Kazançlar ve nakit akımları arasında hangisinin açıklama gücünün diğerinden daha yüksek olduğu konusunda araştırılan çalışmalarda Dechow (1994), kazançların yüksek oranda faaliyet nakit akışlarına etki ettiğini söylemiştir. Ne kadar kısa bir aralıkta performans değerleme yapılıyorsa, işletmenin çalışma sermayesine ihtiyaç duyma ve yatırım ve finans faaliyetlerinde ne kadar dalgalanma olursa ve işletmenin faaliyet döngüsü ne oranda uzun olursa bu hallerde kazançların daha yüksek değer ilgisi sağladığı tespit edilmiştir(Güleç, 2017:533).

Nakit akışı, belli bir süre boyunca bir firma tarafından alınan veya ödediği paranın bir endeksidir(Albrecht, 2003). Bu endekse amortisman gibi gayri nakdi muhasebe masrafları dahil değildir. Uremadu (2004), "bir kuruluşun nakit akışlarını, şirketin sabit varlıklarına, stoklarına, hesap alacaklarına ve menkul kıymetlere taahhüt ettiği fonlar olarak görür" dedi. Bir işletme nakit akışlarının iyi yapılandırılması ve etkin bir şekilde kullanılması için, kullanılacak nakit akışlarının en iyi bileşenlerini seçmek için çeşitli yollar tasarlayabilmelidir. Bu süreç, şirket için dikkatli bir finansal planlama ve gerekli kontroller yaptıktan sonra finans departman yöneticisi tarafından iyi bir şekilde oluşturulan kriterlere dayanmalıdır.

Efobi'ye (2008) göre, bir şirketin nakit akışı, operasyonlarını artıran önemli bir faktördür, şirket hisse değerlerini en üst seviyeye çıkarmak için uygun bir nakit akışı karması geliştirmeli ve bunları sistematik olarak uygulamalıdır. Ayrıca şirketin faaliyetlerini yürütmek için yeterli fon kaynağını etkin biçimde seçebilmesi, güçlü nakit akışı yönetişimi ve kötü yönetilen nakit akışları arasındaki farklılıkları ortaya koyacaktır.

Turcas'a (2011) göre nakit, firmanın vasküler sistemini temsil eder, eğer azalırsa, finansal sürekliliği, devamlılığı olamaz ve işletme ayakta kalamaz. Bir firmanın karlı olması, aynı zamanda ödeme gücünün olduğu anlamına gelmez. Kar nakit değil. Firmanın ödeme gücü, finansal performansı ve esnekliği, işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden pozitif nakit akışları üretme kabiliyetine dayanmaktadır. Adelegan'a (2003) göre, nakit akışları tüm girdi ve çıktıları gösterir, doğrudan bir likidite ölçümüdür ve kurumsal performansta katkıda bulunan önemli faktörlerdendir.

Nakit akışının önemi, esas olarak, muhasebe bilgilerinin kullanıcıları tarafından özellikle finansal tablolarında(Narkabtee 2000) yayınlanan şirketin nakit parası ile ilgilendikleri için vurgulanamaz. Bodie ve arkadaşlarına (2004) göre, yöneticilerin firmanın mevcut mali durumunu (performans ve problem) bilmesi için, problemler ve kontrol fonksiyonlarına dikkat etmesi ve elde ettikleri sonuçları incelemesi gerekir.

Fabozzi ve Markomits'e (2006) göre, tedarikçiler firmanın likiditesine ilgi duymaktadırlar, çünkü hakları genellikle kısa vadelidir ve bu durumda şirketin ödeme gücü kabiliyeti en iyi likidite göstergeleri ile yansıtılmaktadır. Bragg'e (2002) göre, şirketi normalde ücretlendirme için orta veya uzun vadede ödünç alan yatırımcılar, şirketin borç hizmetinin orta ve uzun vadeli kapsama alanı için nakit akışı yaratma kabiliyeti ile ilgilenmektedirler.

Nakit akış tablosu mali tablo kullanıcılarına, şirketin nakit ve nakit benzerinden olan giriş ve çıkışları, geçmiş dönemlerdeki nakit akışları hakkında bilgi vererek, işletmenin gelecek dönemlerde nakit akışları hakkında değerlenmelerde bulunmasına yardımcı olur. Dolayısıyla yöneticiler, nakit akışları hakkında bilgili olduğu zaman gerekli önlemle alabilir ve gelecekte iflasa yol açabilecek sorunları zamanında kontrole altına tutabilirler. Ayrıca nakit durumunu iyileştirmek için faaliyetlere devam etme kararı alabilirler(Leibold ve Hofstrand, 2016: 1). Bu açıdan baktığımız zaman şirketlerde diğer finansal bilgilerle yanı sıra nakit akış bilgileri de kararların alınmasında önemli bir araçtır. Yani nakit sıkıntısı ile karşılaşan ve borçları ödeme gücü kabiliyeti zayıf olan işletmelerin iflası kaçınılmazdır. Bu bakımdan işletmelerin nakit akışlarının yönetimine ve analizine yüksek oranda önem verdiği zaman karlılığını ve sürdürülebilirliğini güvence altına alması mümkündür(Mackevicius ve Senkus, 2006: 171).

Nakit akış tablosu, belirli bir dönemde işletme ile işletme dışı kişi ve kurumlar ile nakit girdi ve çıktılarını gösterir. İşletmenin varlık alımı, kar dağıtımı ve giderlerini ödeyebilmek için yeterli nakdi olup olmadığını belirlemek için önemlidir. İşletmeler nakit akışlarını göz önünde bulundurursa, sağlıklı bir mali yapıdan söz edilebilir ve hedeflerine çatmalarında kolaylık söz

konusu olur. Nakit akışlarını içeren nakit akış tablosunun işletmeyi başarısızlığa götüren sorunların çözümlenmesinde kayda değer önemi vardır. İşletmeler finansal borçlarını ödeme kabiliyetinden uzak düşerse, iflas etmesi kaçınılmazdır. Bu nedeni göz önünde bulundurursak, nakit akış tablosunun bariz önemini görebiliriz(Chambers, 2009:167).

İşletmeler için finansal esneklik önemli hususa sahiptir. Bu hususun değerlendirilmesinde en önemli araçlardan biri de nakit akış tablosudur. Şirketin işleri iyi gitmediğinde, sürdürülebilirliği, sürekliliği, yükümlülüklerin karşılanması ve rekabet ortamına uyum sağlanması için diğer yükümlülüklerin karşılanması finansal esnekliğin göstergelerindendir(Fridson ve Alvarez, 2002:99). Dolayısıyla işletmenin nakit ihtiyacı yetersiz olduğu anlaşılırsa, şirketin likiditesini koruyacak acil önlemler almak gerekir.

Kriz durumunda, zorunlu olmayan satın almaları durdurmak, nakit girişleri hızlandırmak, borçlanmayı hemen ertelemek, satıcılara yapılacak büyük ödemeleri geciktirmek, diğer nakit akışı artışını ve/veya arzını kısa zamanda artıracak faaliyetlere yönelmek gerekir. Daha az acil durumlarda, nakit yetersizliğini atlatacak yeterli nakit rezervi varsa, belirlenen sorunların tekrar etmesini engelleyecek düzenlemeler yapmak veya olaylardan daha çok ders çıkarmak ve gelecek dönem için daha iyi planlama yapmak gerekli olabilir(Reider ve Heyler, 2003:300)/

Şirketin mali durumunun analizinde nakit akış tablosunun kayda değer öneminden başka destekleyici bir araç gibi de kullanılmaktadır. Nakit akış tablosu yüksek düzeyde finansman ile ilgili bilgi içerdiği için şirketler mali planlama yaptığı zaman bu bilgilerden etkili şekilde faydalanırlar(Durmuş ve Arat, 2000:252). Ayrıca, nakit akış tablosu diğer mali tabloların yardımıyla işletme sahiplerini, hissedarları, yatırımcıları işletmenin varlık değişimi, nakit ve borç ödeme becerisi dahil mali yapısı hakkında bilgilendirir. Bundan başka işletmelerin karşılaşılacağı fırsatlara ve koşullara nakit durumunun ne kadar hazır olduğu hakkında da bilgileri içerir(KGK, 2017b:pr.4).

Yukarıda belitilen hususları göz önünde bulundurursak, nakit akış tablosu kullanılma amaçları hakkında şunları söylemek mümkündür:

- Şirketin belirli bir aralık içinde gerçekleşen nakit girişleri ve nakit çıkışlarının kaynak ve kullanım konumları itibari ile gösterilmesi gelecekte oluşacak nakit akışlarının tahmini ile ilgili bilgiler vererek yönetime yardımda bulunur(Kunz, 2007:94)

- Herhangi bir aralık içinde mali politikanın değerlendirilmesinde ve bu bilgilere dayanarak geleceğe dönük kararlar alınmasında yönetime katkıda bulunur (Kısakürek ve Ayarlıoğlu, 2007:195)
- İşletmenin ortaklarına kar payı dağıtabilme gücünün belirlenmesinde ve kredi veren kuruluşların işletmenin anapara ve faiz ödeme gücü yeteneğini belirlemesinde yardımcı olur (Kısakürek ve Ayarlıoğlu, 2007:195)
- İşletmenin bir aralık içerisinde kasa, banka ve çek hesaplarındaki değişimlerin belirlenmesi ile nakit bütçesinin doğru ve iyi bir şekilde hazırlanmasına katkıda bulunur(Kunz, 2007: 94)
- Nakit akış tablosunda nakit akışları ile kar arasındaki bağlantı ortaya konulur, bu ilişkinin gösterilmesiyle işletmenin nakit ve nakde benzer mevcutlarının hangi tutarda net kar ve diğer nakit kalemlerinden kaynaklandığını göre biliriz (Çiftçi ve Sarıoğlu, 2007: 185)
- Nakit akış tablosunun amaçlarından biri de uygulanacak finansal politikalar açısından yönetime yardımcı olmak ve güvenilir bir analiz için gösterge olmaktır (Ovidiu, 2013: 47).

İşletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışları pozitif bir eğilim göstermesi performansı da pozitif yönde etkiler. Nakit akışları her yıl artış eğilimi gösterdiği zaman gelecekte yaranacak nakit ihtiyacını ve yükümlülüklerini sürekli karşılaya bileceğine işarettir. Buna karşılık olarak işletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışları azalış eğilimi gösterdiği zaman sağlıklı bir finansal performanstan söz edilemez ve performans kötü bir şekilde etkilenir(Ibarra, 2009: 91).

Nakit akış tablosunun diğer bir kalemi olan yatırımlarından sağlanan nakit akışları duran varlıkların alışı veya satışı zamanı oluşan nakit giriş ve çıkışların göstergesidir. Bu kalemde yer alan rakam şirket ile şirket sahipleri ve yabancı kaynaklar arasındaki nakit akışları sayesinde oluşur(Subatnieks, 2005: 165). Nakit akış tablosundaki toplan nakdin çoğunlukla finansman faaliyetlerinden sağlandığı görülürse, işletme gelecek dönemlerde yükümlülüklerini karşılamada sıkıntılar yaşayacağına bir işarettir. Dolayısıyla borçlar yatırım amaçlı alınmışsa, bu yatırımlardan beklenen getiri veya paranın geri dönüşü yönetim tarafından beklenecektir (Ibarra, 2009: 92).

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİNANSAL ANALİZ VE 2007-2017 DÖNEMLERİ ARASI TÜRKİYE EKONOMİSİ

2.1. Finansal Analiz

Finansal analiz, bir işletmenin mali durumunu, faaliyet sonuçlarını, finansal performansını ve finansal yönden gelişmesinin yeterli olup olmadığını değerlendirebilmek, gelişme yönünü ve büyüklüğünü belirleyebilmek, geleceğe yönelik tahminlerde bulunabilmek için mali tablolara konu olan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içerisinde göstermiş olduğu eğilimlerin incelenmesini, gerektiği takdirde standartla ve sektör ortalaması ile karşılaştırılarak yorumlanmasını öngörür. Finansal tablo analizleri hem firmaların geçmişteki yürüttüğü faaliyetlerinin sonucu olarak işletmenin başarısını değerlendirmek, hem de gelecekteki başarısının ne olacağını tahminde bulunabilmek için önemli araçtır(Çabuk ve diğerleri, 2013: 15).

Firmaların varlıklarını sürdürebilmeleri, yoğun rekabet ortamında ayakta durabilmeleri ve büyüyebilmeleri için mali tabloların öneme sahip olduğu kabul edilir bir gerçektir. Ayrıca mali tablolar etkin ve düzenli bir şekilde analiz edilmelidir. Bu analizler sonucunda mali tabloların önceden belirlenen amaçlarına ulaşmasını mümkün kılacaktır(Tekin, 2017: 26).

Doğru ve etkin finansal planlamanın yapılmasında kullanılan en önemli araçlardan biri de mali analizlerdir. Firmaların mali durumları düzenli ve doğru bir şekilde analiz edilirse, o zaman sağlıklı bir finansal planlama söz konusu olabilir. Diğer bir deyişle, firmanın finansal durumu belirgin değilse, iyi finansal planlama ve etkin denetim söz konusu bile olamaz(Temizer, 2015: 3).

Finansal analizlerin sayesinde firmaların zayıf tarafları öne çıkar ve bu zayıf yönlerin geliştirilmesinde finansal analizlerin sonucunda elde edilen veriler firma yöneticilerine etkin bir yol haritası olur. İşletme yöneticileri ede edilen verileri genel kabul görmüş standartlarla mukayese eder, ortaya çıkan zayıf yönleri geliştirmek için işletmeye uygun ve etkin bir politikalar belirler ve bu politikalarla işletmeyi güçlendirmeye, varlıklarını sürdürülebilir hale getirmeye çalışırlar(Okka, 2015: 120).

Okka(2015) finansal analizin önemi şu şekilde sıralamıştır;

- İşletmenin yıllar itibariyle gösterdiği faaliyetlerinin etkinlik skalasının ve başarı derecesinin ölçülmesi,
- İşletme hedeflerinin ne şekilde gerçekleştirildiğinin belirlenmesi,
- İşletmenin mali yapısına ait eğilimin saptanması,
- İşletme geleceğine dair mali planlama ve programların hazırlanması,
- İşletme faaliyetlerinin denetimi ve değerlendirilebilmesi,
- İşletmenin yükümlü olduğu borçlarını hangi düzeyde karşılayabilmesinin belirlenmesi,
- İşletmenin birleşme, satın alma, tasfiye gibi stratejik öneme sahip kararların alınmasında verilerin sağlanması.

Finansal tabloların analiz edilmesindeki amaçlar (Aktan ve Bodur, 2006: 52):

- Faaliyetler hakkında sermayedarlara bilgi vermek,
- Kredi kurumlarının firmanın borç ödeme becerisi hakkında kanaat oluşturması,
- Firmanın büyüme ve karlılık hedeflerinin hangi ölçüde gerçekleştirilebildiğini saptamak,
- Yatırım kararlarına etkin bir esas oluşturmak,
- Halka açık olan şirketler için yatırımcıların kararlarına yardımcı olması.

Finansal analiz çalışmaları sonucunda aşağıdaki önemli bilgiler elde edilir(Elmas, 2017: 112);

- Sermaye ve varlıklar arasındaki ilişkiler,
- Kaynaklar ve varlıkların bileşimi ve yeterliliği,
- Firmaların faaliyet sonuçlarını değerlendirme,
- Finansal performansı ölçme ve değerlendirme,
- Nakit akışını ölçme ve değerlendirme.

Mali tablolardan (bilanço ve gelir tablosu) elde edilen bilgiler finansal analiz için bir esastır. Finansal analize konu olan bu tablolar işletmelerin faaliyette olduğu dönemlerde gösterdği performans sonucunda ortaya çıkan mali durumunu veya mali durumunda baş veren değişiklikleri gösteren en önemli araç konumundadır(Ceylan ve Korkmaz, 2009: 36).

Mali tabloların analizi zamanı ilk önce tablolar mutlak değerlerle incelenir. Daha sonra mali tablolara konu olan hesapların tutarları arasındaki ilişkiler mali teknikler vasıtasıyla (matematiksel işlemler) hesaplanır. Tutarlar arsındaki ilişkiler; oranlar, dönüş hızları, dönüş

süreleri, yüzdeler şeklinde ortaya konulur, analiz sonuçları yorumlanır ve bu yorumların yardımıyla işletmenin mali ve ekonomik durumu ile faaliyet sonuçları arasındaki bileşim belirlenerek değerlendirilir(Okka, 2015: 96).

Finansal tablolarda analiz yöntemleri(Çabuk ve Lazol, 2010: 175);

- Karşılaştırmalı tablolar analizi (yatay analizi),
- Dikey yüzde analiz yöntemi,
- Eğim yüzde analizleri
- Oran analizi

2.1.1. Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Karşılaştırmalı mali tablolar analizinin yardımıyla bir firmanın iki ya da daha fazla döneme ilişkin mali tablolarının birbirini izleyen dönemlerde mukayeseli olarak analiz edilmesi mümkündür. Bunun için bir firmanın birden fazla dönemine ilişkin olan finansal tablolar mukayeseli olarak hazırlanır. Karşılaştırmalı mali tablolar analizi için en az iki dönem şarttır. Ancak ikiden fazla dönemde ele alınarak analiz yapılması mümkündür. Bu bakımdan analize konu olan mali tabloların yardımıyla çirkeflerin geçmişteki mali durumunu ve cari durumunu görmek mümkündür. Ayrıca yatay analizin yardımıyla işletmenin geleceği hakkında tahminler yürütülebilir. Yani, karşılaştırmalı tablolar analizinin temel amacı mali tablolara konu olan her bir hesabın cari ve geçmişteki durumunu belirlemek ve geleceğe dönük kararlar alınmasında yardımcı araç olmaktır(Özolgun, 2017: 57).

Karşılaştırmalı analiz yönteminin aracılığıyla incelenen firmanın gelişme yönü hakkında yorum yapacak verileri sağlaması, bu tekniğin en belirgin üstünlüğüdür. Mali tablolara konu olan kalemlerdeki değişimlerin incelenmesi, firmanın mali özelliklerinin değişme düzeyi ve eğilimi hakkında görüş vermesi bu analizi önemli kılmaktadır. Yani, bu teknik sayesinde firmanın geçmişteki eğilimleri incelenerek gelecekteki gelişmenin düzeyi belirlenmeye çalışılır(Çömlekçi vd., 2004: 153).

2.1.2. Dikey Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)

Dikey yüzde yönteminde finansal tablodaki kalemler ele alınarak aynı tablodaki belirli bir kaleme veya toplam kısmına oranlanır ve ortaya çıkan yüzdelere göre hesaplanır. Farklı bir deyişle, Mali tablolardaki kalemin ait olduğu grup toplam içindeki payı oranla ifade edilmektedir. Örneğin, bilançoda bu matematiksel işlemleri ele alırsak, bilanço toplamı 100

kabul edilir, her bir kalem bu toplama oranlanarak yüzde olarak hesaplanır. Ayrıca bilançoda olan her kalem ait olduğu grup toplamına göre de hesaplanabilir. Gelir tablosunu yüzde yöntemi ile analiz ettiğimiz zaman net satışlar 100 kabul edilir ve tablodaki diğer veriler net satışlara olan oranı hesaplanır(Akdoğan ve Tenker, 2007:589).

Bu analiz yönteminin diğer analiz yöntemlerine göre iki önemli üstünlüğü vardır;

a) Diğer analiz yöntemlerine karşın yüzde yönteminin yardımıyla her bir kalemin toplam içerisindeki payını veya önemliliklerini yüzde olarak görülmesi,
b) Finansal tablolarda konu alan kalemlerde baş veren değişiklikler salt rakamsal olarak ifade edildiğinde, aynı sektördeki benzer işletmeler arasında anlamlı mukayeseler yapılmaktadır(Özer, 2012: 185).

2.1.3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)

Bu yöntemde tekrar eden dönemlere ilişkin finansal tablolarda bulunan hesapların esas kabul edilen finansal tablo hesaplarına göre göstermiş olduğu eğilimler yüzde olarak hesaplanır. Baz alınan sene olarak genellikle finansal tablo serisinin birinci yılı alınır. Ancak analizin anlamlı çıkması için esas alınan yıl olarak belirlenen dönemin her manada işletme faaliyetlerini gösterecek olağan bir sene olmalıdır. Hesaplanan eğilim yüzdeleri tahlil edilirken fiyatlar genel seviyesindeki farklılaşmalar dikkate alınması şarttır (Çabuk, 2013: 54).

Trend analizi, bir firmanın içerisinde uzun vadeli bir araştırma yapılacağında kullanılan bir tekniktir. Trend analizi, birbirini peş peşe gelen birden fazla senedeki bilanço ve gelir tablosunda bulunan hesapların zaman içerisinde tespit edilen eğilimlerin daha detaylı ve dinamik şekilde tespitine yardımcı olur. Trend analizi, bütün bilanço ve gelir tablosu hesaplarının eğilim oranlarını hesaplanarak meydana getirebileceği gibi, yalnızca birbiriyle alakalı birkaç bilanço hesabının veya gelir tablosu hesabının eğilimlerinin kendi içinde veya bir bilanço hesabının eğiliminin kendisiyle ilişkili bir gelir tablosu hesabının eğilimiyle karşılaştırılması biçiminde yapılabilir. Belirtilenlerden en fazla ikincisi kullanılmaktadır. (Bektöre, Çömlekçi ve Sözbilir, 2000: 113).

2.1.4. Oran Analizi

Bir işletmenin bilançosu ve gelir tablosunda zengin finansal veriler yer alsa da, yalnızca bu verileri inceleyerek finansal performans hakkında anlamlı kararlar vermek zordur. Bilanço

ve gelir tablosu verilerinin birbirleriyle ilişkilendirilerek incelenmesi daha güvenilir sonuçlar vermektedir. Buna olanak sağlayan oran analizi işletmelerin finansal performansının değerlendirilmesinde en çok kullanılan ve en bilinen yöntemdir (Bülüç, Özkan ve Ağırbaş, 2017: 66). Oran analizi, aralarında ilişkili olan hesapların oranlanarak anlamlı ilişkiler meydana getirmesi mantığına dayanan bir analiz türüdür(Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2013: 90).

Oran analizi, işletmenin faaliyetlerini kendi içinde ve sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin sonuçları ile karşılaştırarak finansal durumu hakkında bir sonuç çıkarma amacıyla yapılmaktadır. Oran analizi, işletmenin verimliliğini, almış oldukları borçları ödeme gücünü, yabancı kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığını ve işletmenin kar durumunu ortaya koymaktadır(Akıncı ve Erdoğan, 1995: 225).

Oran analizi yönteminin en belirgin özelliği, görülmek istenen her bir konuda uygulanabilir olmasıdır. Bu sebeple oranlar finansal tabloların içerisinde gizli olarak mevcut olarak bulunan hesaplar arası her türden bağın meydana çıkmasına yardımcı olmakta ve bu nedenle de tabloların daha basit, anlaşılabilir olmasını sağlamaktadır(Özdemir, 2016: 24).

Oranlar farklı yollarla ayrılabilirler. Ayrıca her ayrımda çok farklı oranlar bulunabilir. Ancak fazla kullanılan ayrım ve oranları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Likidite Oranları
- Varlık Kullanım Oranları
- Mali Yapı Oranları
- Karlılık Oranları

2.1.4.1. Likidite Oranları

Likidite oranları firmaların kısa vadeli borçlarını ödeyebilmeleri ya da kısa vadeli borçlarını gününde ödeyebilme gücünü belirlemede kullanılmaktadır. Likidite analiz yöntemleri özellikle kredi veren kuruluşlarca gereklidir. Ancak statik bir yapıda olduğu için ilerleyen senelerde beklenen nakit akışlarının da dikkate alınması gerekir(Shim ve Siegel, 1998:

22). Likidite seviyesinin son derece düşük olması, yükümlülükleri sağlayamama ve iflas ihtimalinin artmasına sebep olurken, çok yüksek seviyede olması karlılığı daha yüksek olan uzun vadeli yatırım araçlarının elden kaçırılmasına sebep olmaktadır(Finkler ve Ward, 2006:110).

Firmanın kısa vadeli borçlarını ödenmesi gücünün yeterli olabilmesi için net çalışma sermayesinin (Net İşletme (Çalışma) Sermayesi = Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Borçlar) artıda olmalıdır. Fakat net çalışma sermayesinin artıda olması işletmenin kısa vadeli borçlarını ödemede problemi yaşamayacağı manasına gelmez. Bu sebeple likidite analizlerinde farklı oranlar kullanılır(Gülten ve Özçalık, 2015: 66).

Likidite oranları başlıca üç grupta incelenebilir;

- Cari Oran
- Asit Test (Likidite) Oranı
- Nakit (Disponibilite) Oranı

2.1.4.1.1. Cari Oran

Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar = Cari Oran

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme seviyesini tespit etmek ve net çalışma sermayesinin yeterliliğinin tespit edilmesi için kullanılır. Dönen varlıkların ve kısa vadeli yabancı kaynakların oranlarından farklı olarak grup toplamlarını kullandığı için tümel neticeye varılamamaktadır, fakat genel olarak uygulanmaktadır. Cari oranın neticesinin genel şekilde "2" bulunması yeterli kabul edilmektedir. Başka bir deyişle her bir TL kısa vadeli yabancı kaynağa karşılık iki TL'lik dönen varlığın mevcut olması lüzumlu kabul edilmektedir. Oranın birin üzerinde bulunması firmanın hem kısa vadeli borçlarını kapatabilecek dönen varlığa hem de Net Çalışma Sermayesinin bulunduğuna işarettir. Cari oran birdendin aşağıda ise işletmede Net Çalışma Sermayesinin noksanı var anlamına gelmektedir. Bu şekilde hem kısa vadeli borç ödeme gücü bakımından hem de günlük faaliyetlerin sürdürülebilirliği bakımından risklidir. Fakat bazen oranın ikiden büyük olması gibi bir sonuç olumsuzken, bazen de 2'den küçük oran olumlu görülebilmektedir(Çabuk ve diğerleri, 2013: 64-65).

Cari oranın normalin, üstünde bulunması, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme yetisinin yüksek olduğuna delalettir. Bu durum, firmaya kredi verecek olanların lehine olmasına

rağmen, firma bakımından olumsuz bir durum anlatır. Çünkü cari oranın yüksek olması, firmada aktif olmayan fonların bulunduğuna delalettir ve yönetimin işini iyi yapmadığının bir delilidir. Firma yönetiminin başarılı atfedilmeyeceğinin bir göstergesidir. Firmalarda lüzumundan fazla nakde sahip olmak, firmanın karlılığını eksi yöne sevk etmektedir(Ceylan ve Korkmaz, 2009: 45).

Cari oranın durumunu belirleyen farklı türde faktörler mevcuttur. Bunlar(Çömlekçi vd, 2008: 227-228):

- Dönen varlıkların yapısı ve dağılımı
- İşletmenin tedarik (satın alma) ve satış şartları
- Dönen varlıkların gerçek değeri
- Dönen varlıklarda olası değer kayıpları
- Mevsimlik hareketlerin etkisi
- Faaliyette bulunulan iş kolu
- Kısa vadeli borçların vadeleri itibari ile dağılımı
- Borçların ertelenme ve refinansman olanakları gibi.

2.1.4.1.2. Likidite Oranı (Asit-test Oranı)

(Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar = Likidite Oranı

Formülün payında çabucak nakde dönüştürülebilecek varlık unsurları yer alır. Stokların paraya dönüştürülmesindeki zamanlama ve miktarlarla alakalı mevcut belirsizlik ve stok değerlemelerinle alakalı belirsizlik sebebiyle bazı analistler likidite oranını cari orandan daha ehemmiyetli bulurlar. Firma birden satışlarını durdursa kısa vadeli borçlarını ödeyebilir mi? Likidite oranın yüksek olması cari borçların ödenmesinde stoklara bağımlılığın düşük durumda olduğuna delalettir(Çömlekçi vd., 2008: 228).

Oranın bir olması firmanın kısa vadeli borçlarının toplamının nakit ve çabuk nakde çevrilebilir değerlerle ödenebileceğini gösterir. Likidite oranı birden fazla olmasına rağmen firma alacaklarını tahsilde zorluk çekiyor ise, bu durumun göz önünde bulundurulması ve hemen olumlu neticeye ulaşılamaması gereklidir. Aynı şekilde asit-test oranı birin altında olan bir işletmenin, eğer stokların devir hızı yüksek ise, oranın birden küçük oluşunu olumsuz olarak nitelendirmek yerinde olur(Akdoğan ve Tenker, 2004: 614).

2.1.4.1.3. Nakit (Disponibilite) Oranı

(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar = Nakit Oranı

Para ve benzerlerine geniş anlamda kasanın tamamı, bankalardaki vadesiz mevduat, para ve sermaye piyasasının ileri seviyede bulunduğu devletlerde her an satılabilir finansal varlıklar dahil durumdadır(Akgüç, 2002: 388).

Nakit oranının 0,20'nin altında olması beklenir. Fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran 0,20'nin altına olabilmektedir. Oranın üst seviyeye çıkması istenmez. Oranın yüksek seviyeye çıkması firmanın haddinden çok nakit ve nakit benzeri varlıklara ve finansal yatırımlara sahip olduğunu anlamına gelmektedir. Bu durum firmanın karlılığını negatif yönde yansır(Elmas, 2017: 204).

2.1.4.2. Faaliyet (Devir Hızı/Verimlilik) Oranları

Firma faaliyetlerine devam edilebilir kılmak için hem kısa vadeli hem de uzun vadeli varlıklara yatırım gerçekleştirmelidir. Firma emri altındaki varlıkların kullanılmalarındaki etkinlik derecelerini belirlemek amacıyla bu oranları kullanır. Faaliyet oranları firmanın faaliyet miktarı ile faaliyetlerin sürdürülmesi için lazım olan varlıklar arasındaki durumu betimler. Yüksek bir oran firmanın faaliyetlerindeki etkinliğin daha üst düzey durumda olduğu anlamına gelir. Görülen faaliyet seviyesinin devamı için görece daha az varlık kullanıldığını belirtir. Bu oranlar işletmenin kapital ihtiyacını tespit etmek için kullanılır. Satışlardaki yükselme varlıklara ek yatırımı lüzumlu kılacaktır. Mevcut oranlar karlılığı veya likiditeyi direkt ölçmezler; ama bunlara etki eden önemli faktörlerden biridir(Çömlekçi vd., 2008: 234).

Aktivite oranları; işletmenin aktif varlıklarını ne ölçüde verimli kullandığı, satışlara oranla aktif varlıklara hangi oranda yatırım yapılıp yapılmadığı sorularına yanıt arar. Aktiflere fazla yatırım fonlarının lüzumsuz kullanıldığını yatırım maliyetlerinin fazlalığını ve işletmenin etkin nakit akışını düşürdüğünü ortaya çıkartırken; yetersizliği de işletmenin rahat ve verimli çalışmadığını, satışlarını düşüreceğini, riskli durumlar içerisinde olduğunu ve hisselerini market değerini düşüreceğini belirtir. Finansal yönetici yönettiği kaynakları aktif varlıklar içinde nasıl maksimum verimli dağıtacağını tespit ettikten sonra bunları etkin biçimde nasıl yöneteceği

konusuna odaklanır. Aktiflerin etkin şekilde kullanılması işletme kararlılığını ve dolayısıyla hisse başına düşecek karı arttıracaktır(Okka, 2010b: 113).

2.1.4.2.1. Ticari Alacakların Devir Hızı

Net Satışlar / Ortalama Ticari Alacaklar = Ticari Alacakların Devir Hızı

(Dönem Başı Ticari Alacaklar + Dönem Sonu Ticari Alacaklar) / 2 = Ortalama Ticari Alacaklar

Firmalara ait para girişinin nakit satışlar dışındaki en önemli kaynağı alacak kalemidir. Bu oran firmaların alacakları tahsil yeteneğini ve likiditesini gözler önüne seren bir yöntemdir. Bu oranın yüksek netice sağlaması sonrasında şüpheli alacaklardan doğacak zarara ilişkin riskin azlığı görülür. Firmayı vadeli satış yapmaya yöneltir. Düşük çıkan alacak devir hızı oranı ise şüpheli alacaklardan doğan zararın, kredi ve tahsil giderlerinin büyük olacağını gösterir. Bu sebeple daha yüksek bir cari orana ihtiyaç duyulur(Bakır, 2009: 143).

365 / Ticari Alacakların Devir Hızı = Alacakların Tahsil Süresi

Bir yıldaki 365 günün alacak devir hızına bölündüğünde alacakların ne kadar günde bir tahsil edildiğini, alacakların tahsil süresi bulunur. Alacak tahsil süresi, işletmenin vadeli satış yaptıktan sonra alacağını nakit olarak tahsil etmek için geçmesi süreyi belirtir (Okka, 2010b: 113).

2.1.4.2.2. Stok Devir Hızı

Stok devir hızı, stokların yılda kaç kez devrettiğini belirtir. Satışların maliyetinin ortalama stok tutarına bölünmesi ile hesaplanır. Bu analizin amacı, stoklanan ürünün firmaca ne kadar hızla üretim içinde tüketildiğini, satışa hazır duruma getirildiğini ve satıldığını görebilmektir. Bu şekilde stokların belli bir dilim içerisinde kaç kez yenilendiği ortaya çıkar(Akgün, 2002: 188).

Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar = Stok Devir Hızı

(Dönem Başı Stoklar + Dönem Sonu Stoklar) / 2 = Ortalama Stoklar

Diğer şartların aynı kalması koşuluyla stok devir hızındaki yükseliş işletmenin daha çok kar elde etmesine imkân sağladığı, belirli bir iş hacmine kavuşmak için finansman gerekliliğini da azaltır. Stok devir hızı yüksek çıkan işletmeler genel olarak daha etkin rekabet imkanına sahip durumdalardır. Bu tarz firma kâr payını azaltarak satış hacmini yükseltebilir(Sakarya, 2008: 236).

Yüksek bir stok devir hızına sahip bir işletme nispeten düşük bir cari orana sahip olsa bile sağlıklı bir mali bünyesi bulunabilir. Ortalama tahsilat süresinin benzeri olarak ortalama stok süresi bulunabilmektedir. Ortalama stok süresinin (OSS) de kısa sürede gerçekleşmesi tercih edilir(Bolak, 1998: 39).

365 / Stok Devir Hızı = Ortalama Stok Süresi

2.1.4.2.3. Aktif Devir Hızı

Net Satışlar / Aktifler (Toplam Varlıklar) = Aktif Devir Hızı

Varlık (Aktif) devir hızı bir firmada sermaye yoğunluğu belirtisi veya varlık kullanımında etkinliğin bir ölçüsü anlamına gelebilir. Aktif devir hızı büyük manada bir firmanın aktif yapısı içinde duran varlıkların görece durumunu belirtir. Bir endüstride ve firmada varlık toplamı içerisinde duran varlık büyük yer kaplıyorsa belirtilen endüstride veya firma aktif devir hızı düşüktür. Buna karşılık varlık toplamı içinde duran varlıkların görece önemliliğinin düşük olduğu endüstri kollarında aktif devir hızının aktif durumda olduğu görülmektedir(Akgüç, 2002: 423).

Bir firmada, maddi duran varlıklar aktif toplamı içinde önemli bir oranda ise, bu firmada aktif devir hızının düşük olması muhtemeldir. Aktif toplamı içerisinde maddi varlıkların değerinin görece düşük önemde bulunduğu sanayi dallarında ise aktif devir hızının yüksek olması gereklidir(Ceylan ve Korkmaz, 2009: 65).

2.1.4.2.5. Çalışma Sermayesi Devir Hızı

Net Satışlar / Dönen Varlıklar = Çalışma Sermayesi Devir Hızı

Bu oran, dönen varlıkların yüzde miktarı kadar net satış geliri sağlandığını belirtir. Yüksek devir hızı dönen varlıkların karlı şekilde kullanıldığını gösterir. Yüksek bir devir hızı dönen varlıkların birleşimini ve toplamını lehte arttırır. Bundan faydalanmak için dönemin karla bitirilmiş olmalıdır. Düşük bir devir hızı dönen varlıkların ya lüzumundan daha çok olduğunu veya onlardan lüzumunca faydalanmadığını belirtir(Çömlekçi vd., 2008: 240).

Genel olarak dönen varlık devir hızını için tek biçim şekilde ölçü söylenemez. Tüm firmaların özelliğine göre farklılık gösterebilir(Akdoğan ve Tenker, 2004: 632).

2.1.4.2.5. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı

Net Satışlar / (Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar) = Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı

Bu oran, farklı bir açıdan net işletme sermayesinin firmadan ne ölçüde etkin kullanıldığını belirtir. Oranın fazla olması olumlu olarak düşünülse de önceki seneler ve sektör ile rakip firmaların net işletme devir hızlarıyla mukayesesi anlamlı neticeler sağlar. Bu şekilde firmanın net işletme sermayesi yeterli değilse de işletme sermayesi devir hızı fazla çıkabilir. Net çalışma sermayesi devir hızı düşükse sebepleri firmanın fazla işletme sermayesi bulunduğu olduğunu kısa vadeli borçlarının düşük durumda bulunduğu stok ve alacak devir hızlarının yavaşladığını veya firmanın nakde yüksek pay ayırdığını gösterebilir(Okka, 2010a: 49).

2.1.4.2.6. Özkaynak Devir Hızı

Net Satışlar / Özkaynak = Özkaynak Devir Hızı

Bu oran, işletmenin öz sermayesinin ne oranda etkili kullanıldığını meydana çıkaran orandır. Öz sermaye işletmenin dönem sonu öz sermaye tutarı olabilir, hesap dönemine alakalı

ortalamada olabilir. Bu manada öz sermayesi düzenli ve mantıklı yükselim sağlayan bir firmada dönem sonu öz sermaye miktarındansa, ortalama değerin seçilmesi daha uygun sayılabilir(Özdemir, 2016: 35).

Bir işletmenin öz sermaye devir hızının yeterli bulunup bulunmadığı konusunda benzer sektörlerde yer alan diğer firmalarla veya aynı firmaların eski sonuçları ile karşılaştırmalar yapılarak neticeye varılabilir(Akgüç, 2002: 423).

2.1.4.3. Finansal Yapı Oranları

Finansal yapı veya kaldıraç oranları, firmanın hangi oranda borçla finanse edildiğini ve borçla finansmanının firma için ne derece faydalı olduğunu göstermektedir. Ekonominin durgunluk dönemlerinde borçlanma oranlarının düşüklüğü, işletmenin riskini azaltır. Ancak az oranda borçlanma, ekonominin canlılık döneminde az oranda karlılık anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle yöneticiler, ekonominin durgun olduğu dönemlerde öz sermayeye, canlı olduğu dönemlerde borçlanmaya ağırlık vermelidir(Ceylan, 2004: 47-48).

İşlerin iyi gitmesi durumunda, daha fazla borç kullanan firmaların beklenen kazançları artar. Fakat işlerin iyi gitmemesi durumunda borçlanma firmayı daha fazla riske sokar. Bu nedenle sermaye yapılarında borç oranı düşük olan firmalarda finansal riskin daha az olduğu kabul edilir. Ancak böyle firmalar aynı zamanda borç kullanma yoluyla öz sermaye karlılıklarını arttırma olanağını kaybederler(Dağlı, 2007: 76).

2.1.4.3.1. Borçların Toplam Varlıklara Oranı (Kaldıraç Oranı)

Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar = Kaldıraç Oranı

Borçlanma ya da finansal kaldıraç olarak da belirtilmekte olan bu oran toplam yabancı kaynakların pasif toplamına bölünmesi ile bulunur. Bu oran kurumların ellerinde bulundurdukları varlıkların ne oranda yabancı kaynaklarla elde edildiğini belirtir. Bu oranın fazla olması, firmanın faiz ve borçlarını ödeyemeyebileceğini, firmanın spekülatif bir yöntemle finanse edildiğini, kredi sağlayıcılar bakımından emniyet payının az seviyede olduğunu gösterir. Borç oranı fazla çıktığında firma ortakları, düşük oranda sermaye ile büyük oranda bir kaynağa sahip olabildikleri gibi, faaliyetlerinden kazandıkları getiri yüzdesinin yabancı kaynak

maliyetinden yüksek seviyede bulunması durumunda, finansman kaldıracı etkisinden yararlanmak veya özsermaye karlılık oranını yükseltmek ihtimali ortaya çıkar. Fakat firmanın sınırı olmayan şekilde kaldıraçtan faydalanması yararlanması ihtimal dışıdır(Avcı, 2014: 4).

2.1.4.3.2. Maddi Olmayan Duran Varlık / Özkaynak Oranı

Maddi Olmayan Duran Varlık / Özkaynak Oranı = MODV / Özkaynak Oranı

Bu oran maddi olmayan duran varlıkların öz kaynaklar içindeki payını gösterir.

2.1.4.3.3. Maddi Olmayan Duran Varlık / Aktif Oranı

Maddi Olmayan Duran Varlık / Aktif = MODV / Aktif

Bu oran maddi olmayan duran varlıkların aktif içindeki payını gösterir.

2.1.4.4. Karlılık Oranları

İşletmeler faaliyette bulunduğu sektörde rekabet etmek ve firma değerini arttırmak için kar elde etmek zorundadır. Karlılık, işletmedeki finans yöneticileri tarafından analiz edilmekte ve elde edilen bilgiler farklı amaçlarla kullanılmaktadır. Karlılık, işletmeye kredi verenler ve ortaklar açısından büyük önem taşımaktadır. Bunun en önemli nedeni, işletmenin elde ettiği karı, alınan borcun geri ödemesinde ve kar dağıtımında kullanılmasıdır(Çubuk vd., 1996: 103).

Karlılık oranları bir kurumun ne kadar etkin yönetildiği konusunda bilgiler sağlayan oranlardır. Karlılık oranları çoğu araştırmada finansal performans ölçüsü olarak kullanılabilmekte ve finansal performansın ölçülmesinde literatürde en çok kullanılan oranların arasında yer almaktadır(Akça ve İkinci, 2014: 112).

2.1.4.4.1. Satışlar Üzerinden Karlılık Oranları

Bu oranın oranlarının hesaplanırken merkezde olarak gelir tablosu yer almaktadır. Gelir tablosunda bulunan karlılık miktarı; brüt satış karı, faaliyet karı, olağan kar, dönem karı ve

dönem net karıdır. Bütün karlılık rakamları üzerinden oran hesaplamakla birlikte satışlarla alakalı karlılık yüzdeleri genellikle bürüt satış karlılığı oranı ve net satış karlılığı oranı olarak hesaplanmaktadır.

2.1.4.4.1.1. Brüt Satış Karlılığı (Brüt Kar Marjı) Oranı

Brüt Satış Karı / Net Satışlar = Brüt Satış Karlılığı Oranı

Firmanın belli bir senedeki brüt satış karı oranı, bu firmanın geçmiş senelerdeki brüt satış karı oranları ile ve o sektördeki diğer işletmelerle aynı özelliğe sahip oranları ile kıyaslama yöntemiyle mukayese edilebilir. Gözlemlenen işletmelerde brüt kâr marjı oranının zaman geçtikçe artış trendine girmesi işletmeye katkı sağladığı şeklinde yorumlanabilir(Akgüç, 2002: 434).

2.1.4.4.1.2. Net Satış Karlılığı (Net Kar Marjı) Oranı

Dönem Net Karı / Net Satışlar = Net atış Karlılığı Oranı

1 TL'lik satıştan elde edilen karın miktarını gösterir. Fakat kar büyüklüğü geçici veya olağan dışı sebeplerden meydana gelen gelir ve zararları da içine aldığı için firmaların eski senelerdeki oranları ile ya da diğer firmaların oranları ile kıyaslanırken temkinli olunmalıdır. Tatminkâr net kar oranının tatminkâr prodüktivite ile birlikte olması gerekir(Çömlekçi vd., 2008: 243).

2.1.4.4.2. Yatırımlar Üzerinden Karlılık Oranları

Bu oranda, işletmenin net karı ile karı elde etmede kullanılan kaynakların oranlanmasıdır(Ceylan ve Korkmaz, 2009: 68).

2.1.4.4.2.1. Özkaynak Karlılık Oranları

Dönem Net Karı / Öz kaynaklar = Özkaynak Karlılık Oranı

Borçlanmanın karlılık üstündeki etkisini göstermek için hesaplanır. Bir işletmenin gerçekten öz sermaye üzerinden karlılığı yeterli olabilir. Ancak işletmenin o sektördeki gerçek yerinin saptanması için toplam varlıkların karlılığı önemli bir yer tutar. Bir kurumun öz sermaye karlılığının artması, diğer koşullar aynı kalmak şartıyla, kâr marjının artmasına, öz sermaye devir hızının yükselmesine veya hem kâr marjının hem de öz sermaye devir hızının yükselmesine bağlıdır(Ceylan, 2004: 63).

Öz kaynak karlılığı (Mali rantabilite) oranı yalnızca öz kaynak karlılığını belirtmektedir. Firmalar öz kaynak dışında yabancı kaynakta da kullanabilirler(Karapınar ve Ayıkoğlu, 2009: 178).

2.1.4.4.2.2. Toplam Varlıkların (Aktif) Karlılık Oranı

Dönem Net Karı / Aktif Toplamı = Topla Varlıkların Karlılık Oranı

Firmalar gözlemlenen dönemde dönen ve duran varlıklara kattığı her bir birimlik artışa karşı ne kadar birim kar sağladığını belirtmektedir. Belirtilen dönem net karının net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır. Oranın yüksekliği etkinliğin fazlalığına işarettir. Firmaların hedefi de aktif karlılık oranının olabildiğince yüksek yapmak olmalıdır(Okka, 2006: 52).

2.2. 2008-2017 Dönemleri Arası Türkiye Ekonomisi

ABD'de 2007 yılının ortalarında konut fiyatları düşmeye başladı. Dolayısıyla, mortgage yükümlülüklerine bağlı olarak hisse senedi değerleri düştü ve ekonomik krizin temel taşları atıldı. Gittikçe büyüyen ekonomik kriz eylül ayında Amerika Birleşik Devletleri'nde yer alan birkaç büyük banka ve sigorta şirketlerinin iflasıyla sonuçlandı. Zaman geçtikçe kriz hızlı bir şekilde etkisini dünya üzerinde de göstermeye başladı. Tüm dünyayı saran bu kriz kendi etkisini Türkiye ekonomisinde de gösterdi. Yatırım, iç ve dış tüketim harcamaları Türkiye'de yavaşlama başladı. Bu yavaşlamalar üretim, ihracat ve istihdam kendi etkisini bıraktı ve düşüşler yaşandı.

2007 yılında ve 2008 yılının başlarında Türkiye' de yabancı yatırımlar artmaya başlamış ve kurlarda artış görülmediği için ekonomi oldukça güzel bir başarım göstermiştir. 2008 senesinin yarısından başlayarak Türkiye ekonomisi yavaşlayan bir performans gösteren dünya ekonomisinin etkisine maruz kalmıştır. Gittikçe büyüyen küresel kriz ekonominin tüm

kollarından etkilenmiştir. 2008 yılının ilk aylarında ekonomide canlanma olduğu için ekonomik büyüme oranı %7,3 olmuştur. İkinci dönemden başlayarak kriz bütün sanayi ve coğrafi bölgeleri etkisi altına aldığı için ekonominin büyüme oranı düşüşe geçmiştir. Yılın son aylarında yaşanan ekonomik daralma sonucunda hem ihracat hem tüketim hem de yatırım harcamalarında düşüş yaşanmış ve ekonomi %6,2 oranında küçülmüştür. Ülkede yaşayan talep kıtlığı ekonominin tüm sektörlerinde yaşandığı için inşaat, imalat sanayi ve ticaret sektörlerini es geçmemiştir. Saydığım ekonomik kollar krizin etkisi altında kalmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel daralma direk Türkiye ekonomisine kötü etkisini göstermiş ve ekonomini yüksek düzeyde yavaşlatmıştır. 2008 yılında ekonomik büyüme oranı %1,1 olmuştur. Küresel ekonomik kriz reel sektöre yansımasıyla sanayi üretiminde düşüşler gerçekleşti, iç ve dış talep daraldı.

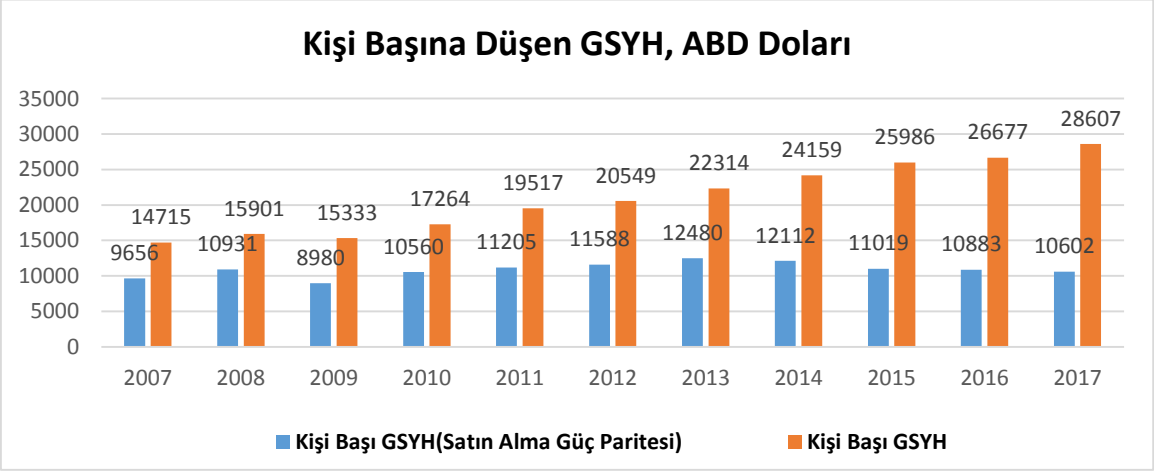
Harcamalar kısmına bakıldığında ise büyüme hızının düşmesinde, krizin etkisiyle kamu kesimi sabit sermaye yatırımları ve stok değişimi Gayri Safi Yurt içi Hasılanın yükselmesinde pozitif etken olurken, özel kesim sabit sermaye yatırımlarında düşüş gerçekleşmiştir. 2007 yılında kapasite kullanım oranı %81,8 olan imalat sanayi, 2008 senesinde 3,7 azalış ile %78,1'e inmiştir. Kamu kesiminde kapasite kullanım oranı 1,7 azalarak %86,7, özel kesimde ise 3,7 azalarak %77 olmuştur. Sanayi üretimi yapan firmalar için piyasanın gelişimini göstermek amacıyla belirlenen kısa dönemli değer endeksi olarak bilinen sanayi ciro endeksi 2008 yılında %14,6 yükselmiştir. Sanayi ciro endeksi, madencilik ve ta ocakçılığı sektöründe %36,8 ve imalat sanayi sektöründe %14,1 artmıştır. 2008 yılında enflasyon %10,06 olarak gerçekleşmiş(www.tobb.org.tr).

Türkiye, 2008 senesinde meydana gelen dünyayı etkisi altına alan ekonomik krizden etkilenen sektörü ticaret sektörüdür. Ticaret sektöründe küçük çapta etkilenmiştir. 2009 senesinde ise Türkiye' de ekonomik büyümede oranı 4,8 oranında bir azalma yaşanmıştır. Türkiye'nin dış ticaretinde AB ülkelerinin payı diğer coğrafi bölgelere kıyasta daha çok göstericiye sahiptir. Ancak Türkiye yaşanan mali krizin getirdiği daralmalar ve kötü etkileri sonucunda alternatif pazarlara yönelmeye başladı. Alternatif pazarlar sayesinde ihracat oranında olan artışlar ve ayrıca iç talepteki kısmi artışlara göre 2009 yılının son aylarından başlayarak ekonomide pozitif yönlü büyüme süreci başladı(Karagöl, 2013:28).

2010 yılının ilk aylarından başlayarak üretim ve yurt içi talepte artış gerçekleşmiştir. Buna paralel olarak ithalatın da artışa geçmesiyle cari açık artış eğilimi göstermeye başladı. Bu gelişmelerin sonucunda dış talepteki gelişmeler sınırlı kalması gözlenmiştir. Ayrıca dünyada mal ve enerji fiyatlarının artma eğilimi göstermesi ve Türk Lirasının 'in gerçek anlamda değer artışı olması da gelişmede kendi etkisini göstermiştir. Fakat belirtilen yılda küresel ekonomik

kriz cari açığın finansmanına ciddi engel olamamıştır ve bununla alakalı sorunlar giderilmiştir. Bu dönemde yaşanan ekonomik canlanma, yabancı kaynaklı belirsizliklerin azalması ve piyasada güvenilir ortamın sağlanması gözlenmiştir. 2009 yılın mayıs ayından başlayarak sermaye girişimi artış eğilimine geçti. Bu eğilim 2010 yılında da mevduat ve portföy yatırımlarında en etkin şekilde artış düzeyinde oldu. 2010 yılında yıllık enflasyon dalgalı bir seyir izlemiştir. Gıda ve enerji fiyatlarındaki farklılaşmaların akabinde formlaşan enflasyon oranı yılsonunda %6,4 olmuştur. 2010 senesinde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla yükseliş hızı; senenin ilk altı ayında %11,5, senenin ikinci altı ayında ise %7,3 seviyesinde oluşarak, senenin tamamında %9,2 seviyesindedir. 2010 senesinde ilk aylarında olduğu gibi 2011 yılında da yüksek düzeyde büyüme görülmüştür. 2011 senesinde ilk altı ayında da ekonomide hareketlenme olmuş, bunun sonucunda Gayri Safi Yurt İçi Hasıla yükseliş seviyesi %10,9 olarak ölçülmüştür. Bu dönem içinde en yüksek katma değer artışları inşaat, sanayi, ulaştırma ve ticaret sektörlerinde en etkili şekilde göstermiştir. Ayrıca bununla beraber özel tüketim ve yatırım harcamaları da ekonomik büyümeye katkı göstermiştir. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren dünyada giderek belirsizlikler artma eğilimi göstermeye başladı. Bu nedenle GSYH artış hızında yavaşlama sezildi ve dönemde GSYH artış hızı %7 olmuştur. Ancak yaşanan bu yavaşlamalar ve daralmalar bakmayarak Türkiye ekonomisinde %8,8 oranında büyüme olmuştur. 2010 yılında olduğu gibi ithalattaki hızlı artış ve dünyada baş veren enerji fiyatlarının yükselmesi cari işlemler açığını yükseltme eğilimine geçirmiştir. Aynı zamanda bu gelişmeler enflasyonu yükseltmiştir. Yüksek düzeyde olan dünya çapında yaşanan belirsizliklere karşı ekonomiyi düzeltmeyi amaçlayan makro ihtiyati tedbirler alınmaya başlamıştır(www.esmmmo.org).

Grafik 1: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

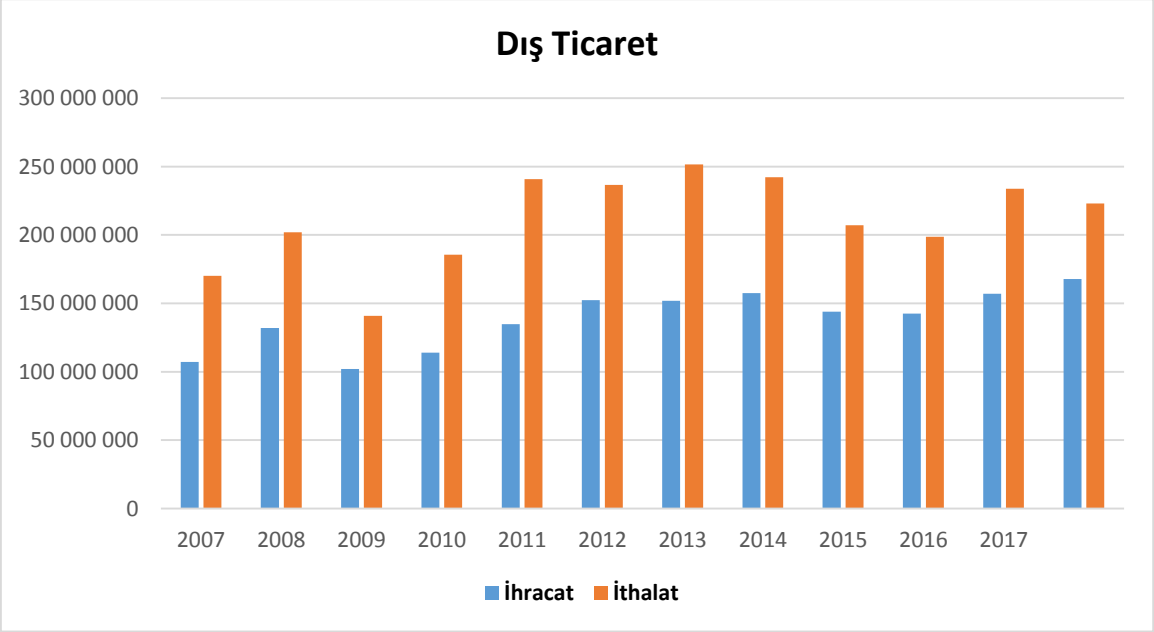


Kaynak: Ticaret Bakanlığı

İlk olarak Avrupa Birliğinde yer alan devletler süre gelen borç krizi, küresel ekonomide yaşanan daralma ve 2011 senesinde meydana gelen cari açık sebebiyle, Türkiye'nin 2012 ekonomik anlamda büyüme hedefi 2011 senesinde oranla düşük kalmıştır. 2012 senesinde hayata geçirilen önleyici para politikaları neticesinde başta dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından meydana gelen hassasiyete ilişkin ekonominin gücünü fazlalaştırmak istenmiştir. Yani bir taraftan ekonominin dengeli bir büyümeye devam etmesi hedeflenirken, diğer taraftan dış finansmanın daha yüksek seviyeli ve aktif bir şekle sokulması amaçlanmıştır. Belirtilen amaçlar ışığında hem kısa vadeli faiz oranı aracıyla enflasyon oranı uyumlu seviyede sabitlemeye uğraşılmış hem de üzerinde çalışılan faiz koridoru ile günlük ve haftalık frekanslarda parasal duruşa "ince ayar" verilmeye çalışılmıştır(Kara, 2012).

2012 yılının son çeyreği hariç diğer dönemlerinde cari açığın kontrol altında tutulması mümkün olmuş ve kontrol sayesinde yükselen cari açıkta iniş süreci elde edilmiştir. Ancak bu dönemde ulaşılan ekonomik büyüme önceki döneme oranda daha düşük olmuştur. Bu düşüş Türkiye' ye kıyasta AB ülkelerinde daha çok olmuştur. Bu dönemde cari açığı düşürmek için ithalatta azalışlar edilmiştir. Dolayısıyla hem ekonomik artış bir önceki seneye oranla hızı azalmış hem de cari açık kademeli şekilde düşürülmüştür. Ayrıca 2012 senesinde içerde ve dışarda talep arasında denge oluşturulmak için alternatif piyasalara girişimler olmuştur. Alternatif pazarlar sayesinde ihracat çok yüksek oranda artışa geçmiştir(Karagöl, 2013: 29).

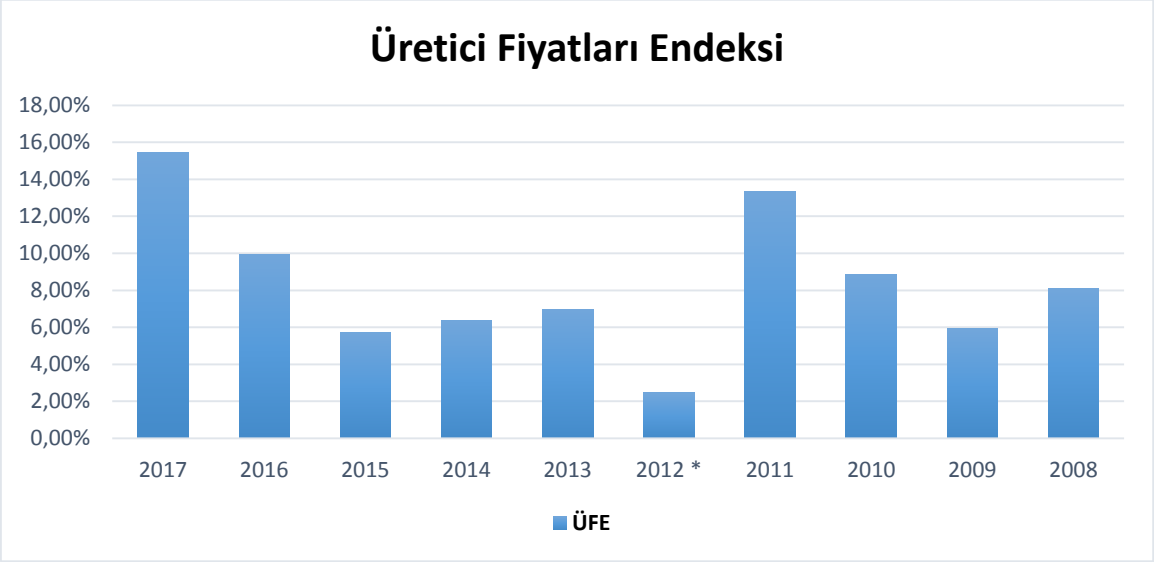
Grafik 2: Dış Ticaret



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Türkiye ekonomisinin gelişim seviyesi, 2013 yılının ilk üç ayında oranı 2,9; ikinci ve üçüncü üç ayında ise yüzde 4,4 seviyesinde tespit edildi. İktidarın Orta Vadeli Programı kapsamında 2013 senesi ile alakalı düşünülen yüzde 4 seviyesindeki Gayri Safi Yurt İçi Hasılada artış hedefine erişilmesi beklenirken, küresel çaptaki ekonomik ve mali krizi geride bırakan Türkiye'nin kredi notu, bu sene içinde birden fazla uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunca arttırıldı. Bu, Türkiye'nin dış hassasiyetinin düştüğünün önemli bir belirtisi olarak görüldü. Tüm bu olumlu gelişmeler ile birlikte, Türkiye'de yüksek seviyede seyreden cari açık ve yükselen enflasyon, 2013 senesinde kaygılara sebep oldu. Türkiye İstatistik Kurumunun son bilgileri ışığında, 2013 yılının 10. ayında, bir önceki senenin 10. ayıyla kıyaslandığında, Tüketici Fiyat Endeksinde yüzde 7,7; Üretici Fiyat Endeksinde de ise yüzde 6,8 seviyesinde bir yükselme görüldü. Ekim ayıda Türkiye'nin cari açığı ise 60,9 milyar dolar seviyesine geldi. Türkiye'nin dış ticaretine göz attığımızda, 2013 senesinin Ocak-Eylül aylarında, 2012 senesine göre; Türkiye'nin ihracatında 0,4 oranında düşüş görülürken, ithalatı ise yüzde 6 seviyesinde yükselme yaşandı. Aynı dönemde, Türkiye'nin diş ticaret açığı yüzde 17,3 seviyesinde yükselerek, 75,1 milyar doları gördü. Avrupa Birliğinde yer alan ülkeler Türkiye'nin en çok ticaret yaptığı ülkeler olmaya devam etmesine rağmen, bazı Avrupa Birliğine Üye Devletleri'nde de meydana gelen borç krizi sebebiyle taleplerin azalması neticesinde, Türkiye bu sene içinde Afrika, Orta Doğu, Asya ve bazı Bağımsız Devletler Topluluğu devletleriyle ekonomik ilişkilerinin arttırmak konusuna ağırlık verdi(Özkurt ve Akses, 2013: 2-3).

Grafik 3: Üretici Fiyatları Endeksi



Kaynak: TUİK

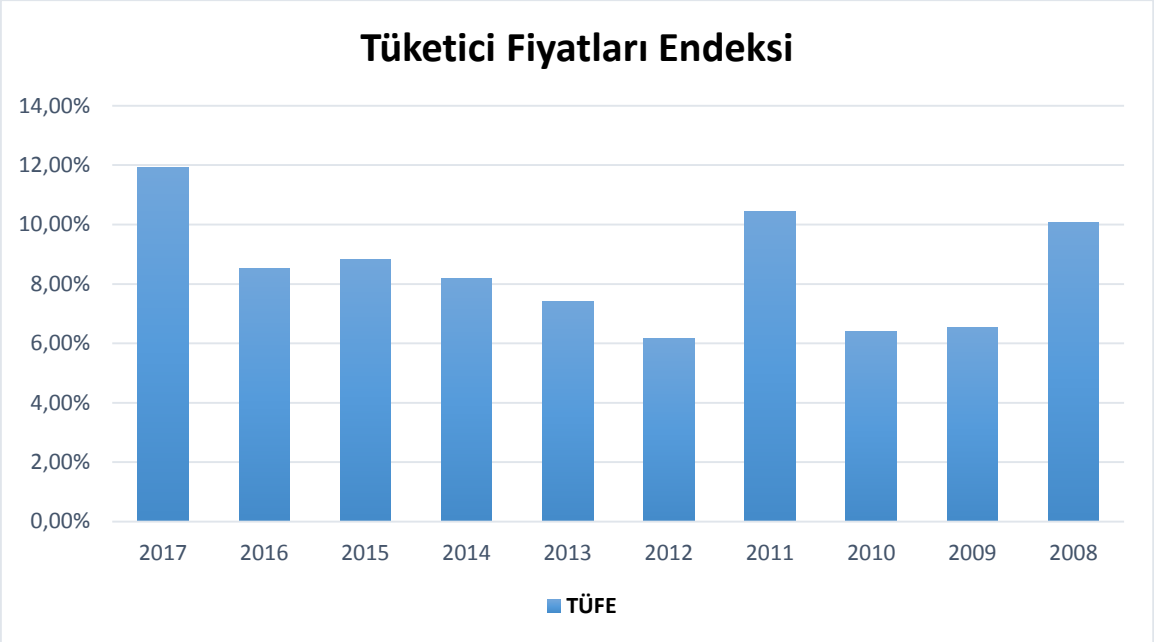
2014 yılının ilk 9 ayındaki ekonomik büyümenin önceden planlanan büyüme hedeflerinden uzak düştüğü açıklanan büyüme verilerinde görülmektedir. Gerçekleşmesi

beklenen büyüme oranı 2014 yılında %3,3 olmuştur. Ancak 2014 yılının ilk aylarından başlayarak ekonomik büyümede keskin düşüşler yaşanmış ve yılın ilk 3 çeyreğinde büyüme oranı %2,8 olarak gerçekleşmiştir. Yılı son 3 ayında önemli gelişmeler söz konusu olmadığı için ekonominin yıllık büyüme oranı %2,9 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılı ilk 3 çeyreğinde Sanayi sektörü %3,8 oranında büyümesine karşılık tarım sektörü yüzde üç oranında düşüş yaşamıştır. Bu düşüş nedeninden tarım sektörü iktisadi gelişime olumlu etkide bulunamamıştır. 2013 senesinde inşaat sektörü yüksek düzeyde iyi bir performans sergilemesine rağmen 2014 senesinde bu performansı devam ettirememiştir. İnşaat sektöründe durgunluk yaşanmıştır. İnşaat sektöründen başka sigorta ve finans sektörü de 2014 senesinin ikinci çeyreğinde durgunluğa maruz kalmıştır. 2014 senesinin ilk 9 ayında toplam yatırımlarda da düşüşler söz konusu olmuştur. Özel kesim tarafından yapılan yatırımlar toplam yatırımlar içinde büyük paya sahip olmasına rağmen ilk 6 ayında düşüş yaşamış, 3. çeyrekte ise yatırımlar temelli dayanmıştır(www.iav.org.tr).

2015 senesinin ilk 3 ayında GSYH, pazar gözlemlerinin üstünde bir artış yaşamıştır. Artış %2,5 oranında gerçekleşmiştir. 2015 senesinin ilk 3 ayında yaşanan gelişimin temelinde özel ve kamu tarafından yapılan tüketim dayanmaktadır. Bu gelişime ilave olarak stok değişiminin de katkısı olmuştur. İlk 3 ayda ABD Merkez Bankası tarafından verilen kararlar ve ülke dahilinde yaşanan politik olaylara bakmayarak iç talepte bir artış mümkün olmuştur. İç talepteki gelişime rağmen sabit sermaye yatırımlarında herhangi bir değişim sezilmemiştir. İhracata da düşüş yaşanmıştır. İlk 3 ayda kamu yatırımları sabit sermaye yatırımlarının gelişim hızında belirleyici olmuştur. Senenin ilk çeyreğinde özel kesim tarafından yapılan yatırımlar sınırlı artış düzeyinde olmasına karşın kamu tarafından yapılan yatırımlarda istenen performans sergilenememiştir. GSYH'de piyasa gözlemlerinin üzerinde bir büyüme sağlanmıştır. 2015 senesinin 2. çeyreğinde yaşanan %3,8 oranında büyüme 3. çeyreğinde de sağlanarak %4 olmuştur. 2015 yılının ilk 3 ayında Tüketici Fiyatları Endeksinde yavaşlama gerçekleşmiştir. TÜFE senelik gelişimi %7,6 oranında olmuştur. 2015 yılının 2. çeyreğinde TÜFE gelişimi %7,2'ye düşmüştür. Bu düşüşe sebep, gıda fiyatlarındaki değişim olmuştur. 3. Çeyrekte TL'nin değer kaybı yaşaması ve gıda fiyatlarının olumlu seyir göstermemesi TÜFE oranını yükselmiştir. Oran, %7,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu kötü gidişat son çeyreği olumsuz etkilemiştir. TÜFE senelik artış hızı %8,8 olmuştur. TÜFE senelik artış hızını en çok gıda fiyatlarında yaşanan olumsuz değişimler etkilemiştir. 2015 senesinin ilk 6 ayında yaşanan kötü performans ve gıda fiyatlarındaki değişim enflasyonu da olumsuz etkilemiştir. 2015 senesinin

2. yarısında uluslararası piyasalarda gözlemlenen belirsizlikler ve ülke dahilinde gerçekleşen politik olaylar TL'nin değerinde kayba yol açmıştır(www.iav.org.tr).

Grafik 4: Tüketici Fiyatları Endeksi

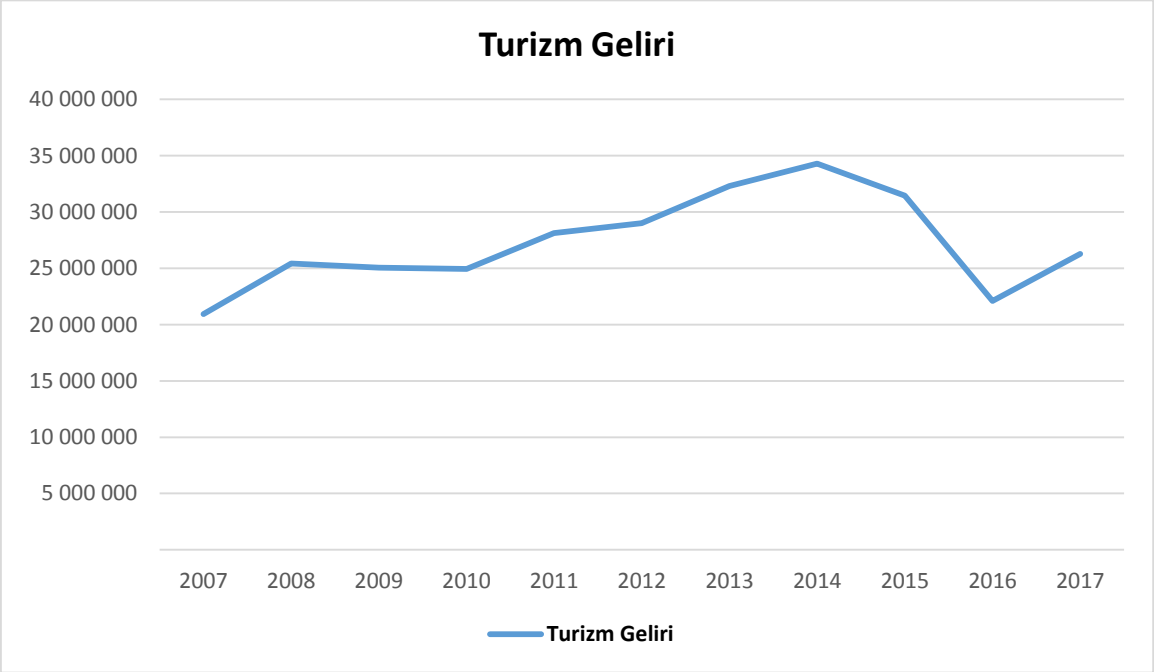


Kaynak: TUİK

2016 senesinde karşılaşılan ekonomik sıkıntılara yönelik tedbirler görülmeye başlandı. Bu tedbirler sayesinde Türkiye ekonomisi, bu sıkıntılı süreçten hızlı bir şekilde uzaklaşmıştır. 2016 senesinin ilk 6 ayında ekonomi % 4,9 oranında büyümüştür. 3. çeyrekte ise ekonomi % 0.8 oranında küçülmeye maruz kalmıştır. Ülkede yaşanan siyasi olaylar (darbe girişimi) ve turizm sektöründe gerçekleşen daralmalar küçülmeye neden olmuştur. Bu çeyrekteki gerilemelerden sonra ülkede önleyici kararlar kabul edilmiştir. Mali politikalar uygulandıktan sonra ekonomik büyüme % 4,2 olarak gerçekleşmiştir. 2017 senesinde Türkiye ekonomisinde çok sayıda teşvikler gerçekleşmiştir. Teşvikler (sigorta primlerindeki ıskonto, ek istihdamın prim ve vergiden muafı, KGF'nin desteği ve bazı sektörlerde uygulanan vergi indirimleri) sayesinde ülke ekonomisinde canlanma yaşandı. 2017 senesinde iç talepteki artış ekonomik büyümeyi tetikleyen etkenlerden oldu. İç talepteki artış eğilimi ekonominin performansı iyi bir şekilde etkiledi. Böylelikle iç talep ekonomik büyümeni yılın ilk 6 ayında 3,2 oran artırdı. Kredi Garanti Fonunun vasıtasıyla verilen kredilerin sayesinde finansman açısından şirketler rahata kavuştu. Bu gelişmeler iç talebi büyütmeye yardım oldu. Piyasada büyük paya sahip olan hizmet sektöründe 2017 yılının ilk 6 ayında önemli bir gelişme olmuştur. Gelişim hızı 4,7 olmuştur ve GSYH'ye 3,2 oranında katkıda bulunmuştur. İkinci en büyük katkıyı Sanayi

sektörü yapmıştır. Katkı puanı 1.3 olmuştur. 2016 yılında tarım sektöründe yaşanan olumsuz hava durumu ve ihracatta (özellikle Rusya) gerçekleşen azalmalar 2017 yılının ilk yarısında pozitif duruma geçmiştir. İlk 3 ayda büyüme hızı % 1,7 oran olan tarım sektörü, 2. çeyrekte % 4.7 oran olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin ülke dışı aktifleri % 2,6 oranında artış göstermiş, 221 milyar ABD doları olmuştur. Ülkenin yükümlülükleri ise %16,1 oranında artış göstermiş ve 670,9 milyar ABD doları olmuştur. Teşvikler, önleyici kararlar ve uygulanan mali politikalar sayesinde 2017 senesinin ilk 6 ayında ekonomide gelişme hızı % 5,1 oranda gerçekleşmiştir. Ekonominin böyle olumlu bir şekilde performans göstermesi, G20 listesinde Türkiye'ni Hindistan ve Çin'den sonra en hızlı gelişim sağlayan 3. ülke kılmıştır. 2017 senesinde iç ve dış talep genişliği, ihracattaki artışlar gibi gelişmeler ekonomik büyümeni desteklemiş, büyüme hızını yüksek düzeye çekmiştir. 2017 yılının tüm aylarında Türkiye ekonomisi olumlu bir performans sergilemiştir(www.hmb.gov.tr).

Grafik 5: Turizm Geliri



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Kar-kazanç, nakit akışları ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen yerli ve yabancı literatürde çalışmalar bulunmaktadır ve konuyla ilgili çalışmaların sonuçları bu kısımda takdim edilmiştir.

Black, 1998 yılında yapmış olduğu çalışmasında muhasebe önlemleri: kazanç ve nakit akışlarının hangisinin daha çok değer yarattığını araştırmıştır. Yazar şirketlerin yaşam döngüsünün büyüyen aşamasında nakit akışlarının, olgun aşamasında kazancın daha çok öneme sahip olduğunu ve değer yarattığını iddia etmiştir. Ayrıca başlangıç aşamasında yatırımlardan elde edilen nakit akışlarının da önemini araştırmasında vurgulamıştır.

Batchelor ve Orakçıoğlu, 2003 yılında yayınladıkları; Olaya İlişkin GARCH: Türkiye'deki Hisse Senedi Temettülerinin Etkisi isimli çalışmayı yayımlamışlardır. Bu çalışmada, hisse senedi fiyatlarının volatilitesinde meydana gelen değişiklikleri tespit edebilmek için olay ile alakalı kesişme terimleri içeren yeni GARCH süreci kullanarak hisse senedi temettülerinin şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı önerisi test edilmiştir. Çalışma neticesinde, fiyat/kazanç oranı ile gecikmeli kapanış fiyatları arasında istatistiksel manada anlamlı pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Gecikmeli getiri ile fiyat/kazanç arasındaki ilişkiyi de istatistik bakımından anlamlı fakat negatif bulmuştur.

Adelegan, 2003 yılında yapmış olduğu çalışmada amaç, kazançların verildiği temettü değişikliklerini açıklamada nakit akışlarının artışını ve sebebini değerlendirmektir. Nijerya'da 1984-1997 yılları arasında yapılan çalışmada nakit akışlarının temettü değişiklikleriyle ilişkisi toplanan kesit/zaman serisi verileri üzerinden Lintner-Brittain modeli ile test edilmiştir. Önceki çalışmalardan farklı olarak temettü değişiklikleri ile nakit akışı arasında anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Ampirik anlamda sonuçlarda ise, nakit akışları ve temettü farklılıkları arasında ilişkinin büyük ölçüde büyüme düzeyine, sermaye yapısı tercihine, her bir işletmenin büyüklüğüne ve ekonomik politika değişikliklerine bağlı olduğunu belirtmektedir.

Lewellen, 2004 yılında yapmış olduğu çalışmasında, hisse senedi fiyatlarının, firmanın finansal oranları ile bir tahminde bulunma konusunu içeren araştrmalar incelendiğinde son yıllarda artış gösterdiği göze çarpmaktadır. Hisse senedi kazançlarının tahmin edilebilmesi için finansal oranların doğru sonuç verip vermeyeceği araştırılan bu çalışmada, 1994-2000 yılları

arasında temettü kazanç oranı, 1963-2000 yılları arasında ise fiyat/kazanç oranının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olduğu görülmüştür.

Şamiloğlu, 2005 yılında yapmış olduğu çalışma olan; Hisse Getiri ve Fiyatlarıyla, Kazanç ve Nakit Akımları Arasındaki İlişki: Deri ve Gıda Şirketlerinde Ampirik Bir İnceleme isimli çalışmada İMKB' de (Borsa İstanbul'un o dönemki adı) yer alan, deri ve gıda sektörlerinde hizmet veren firmalar üzerine çalışma yapmıştır. Gıda ve deri sektörlerinde hizmet veren firmaların 1999 ile 2002 yılları arasındaki finansal tablolarından yararlanılarak yapılan çalışmada, ikili ve kısmi korelasyon ve t testi uygulanmıştır. Yaptığı çalıma neticesinde; firmaların genel hisse getirileri ile faaliyet kazançları, faaliyetlerden nakit akımı, faaliyetlerdeki nakit akımdaki değişim, faaliyet kazançlarındaki farklılık, yıllık büyüme ve büyümedeki değişim arasında düşük oranda anlamlılık ilişkisine rastlanmıştır. Hisse senedi fiyatları ile hisse başına düşen kazanç ve hisse başına düşen defter değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğunu gözlemlemiştir.

Chen vd., 2005 yılında yayınlanan bu makalede amaçlanan, değer oluşturma ile işletmelerin piyasa değerlemesi ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi ampirik boyutta incelenmesidir. Tayvan Menkul Kıymetler Borsasında yer alan şirketlerden bazıları üzerinde yapılan, istihdam edilen sermayenin verimlilik ölçüsü olarak kullanılan çalışmada, kurumsal anlamda değer yaratabilmek için verimliliği ve firmalar arasındaki ilişkiyi inceleyen regresyon modeli kullanmaktadırlar. Araştırmanın neticesinde, işletmenin farklı teknoloji gelişmelerin entelektüel sermayenin değerlenmesi için farklı çıkarımlar geliştirebileceğine, gelişmekte olan işletmelerde kurumsal değer yaratmada ve sürdürülebilirlikte avantajlar oluşturmada entelektüel sermayenin rolünün farkına varılmasına yardımcı olur.

Seng, 2006 yılında yapmış olduğu çalışmasında nakit akış ve kazanç arasındaki ilişkinin derecesini ve hangisinin gelecekteki nakit akışlarının daha iyi tahmin edici olduğunu incelemiştir. Kazançlar ile nakit akış önlemleri arasındaki ilişki de ikinci hedef olarak belirlenmiştir bu çalışmada. Yeni Zelanda firma verilerini ele alarak testler eden yazar analiz sonucunda nakit akışlarının kazançlara göre daha iyi tahmin edici olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca nakit akışları kazançlarla oldukça ilişkili ve birbirine benzer olduğu bulguları elde edilmiştir.

Foerster vd., 2007 yılında yapmış oldukları çalışmada, dolaylı nakit akışı yöntemi tablolarını, faaliyetler dahil diğer kaynaklardan ayırmış ve daha doğrudan nakit akış tahminlerine çevirmiştir. Bu yöntemin adı doğrudan yöntemdir. Bu yöntem kullanılarak nakit

akış tedbirlerine dayalı portföyler oluşturmuşlardır. En yüksek nakit akışına sahip hisselere risk düzeltmesi yapılmıştır. Çalışmanın neticesinde ise, yatırım ihtimalleri olan firmalar, sektör farklılıklarını kontrol etmek de dahil olmak üzere risk faktörlerine karşı sağlamdır. Bununla birlikte nakit akış verilerinin yanında nakit vergileri ve sermaye harcamalarının artımlı tahmin gücü konusunda veri sağladığı da görülmüştür.

Ertuğrul, 2009 yılında yayınlamış olduğu çalışmasında, firmaların finansal performansı ne şekilde değerlendirmesi gerektiği, finansal performansı reel ve doğru biçimde hangi göstergelerin ışığında değerlendirilmesi gerektiği gibi konuların üzerinde durmaktadır. Çalışmanın neticesinde, hissedar değeri bakış açısı ve değer esaslı performans ölçütlerinin Türkiye açısından öneminin gittikçe artacağını belirtmiştir. Dünyadaki diğer gelişen piyasalar Türkiye'de pek üzerinde durulmasa da hissedar bakış açısı ve muhasebe performansından daha çok gerçek ekonomik performansı ölçen yöntemleri kullanmaya başlamışlardır. Türkiye'de ise bu ölçüleri kullanan firmaların ise genellikle büyük ve kurumsallaşmış firmalar olduğunu belirtmektedir.

Kwon vd., 2009 yılında yapmış oldukları çalışma neticesinde Kore Menkul Kıymetler Borsası'na üye olan şirketlerin 1994-2005 dönemini kapsayan verilerini ele alarak defter değeri, kazanç ve nakit akışlarının değer düzeyini incelemiştir. Araştırmanın ampirik sonuçları, defter değerinin en önemli değer olduğunu ve nakit akışların kazanca oranda daha fazla değere sahip olduğunu göstermektedir. Çalışmanın önemli katkısı, kazançların değer düşüklüğünün kötüleşmesi ve özkaynak değerlemesinde nakit akışlarının değerinin artan öneminin belgelenmesidir. Bu çalışma Kore Borsası'ndaki 1997-2005 dönemi ile sınırlı olabilir ya da bu kazançların güvenlik fiyatlarında önemli rol oynamadığı gerçek bir model olabilir.

Horasan, 2009 yılında yapmış olduğu çalışmada, fiyat/kazanç oranının bir sonraki dönemde hisse senedi fiyatlarına ve getirilerine etdiği katkılarını araştırmştır. Bu çalışmada 2000-2006 yılları ele alınmıştır. Fiyat/kazanç oranı ilerleyen dönemdeki dönem getirisi ve kapanış tutarları üstündeki etkisini incelemektedir. Çalışmada, fiyat/kazanç oranının gelecek dönemki kapanış tutarlarına etkisi anlamlı ve pozitif olarak tespit edilmiştir. Fiyat/kazanç oranının kazanç üzerindeki etkisi de anlamlı ancak negatif olarak görülmüştür.

Telmoudi vd., 2010 yılında yapmış oldukları çalışmada üç farklı modelin (Procedure of Ordinary Least Squares, The Random Effect model, The Fixed Effect Model) gelecekteki nakit akışını öngörme yeteneğini elli iki Tunus ticari şirketin üç yıllık verilerini kullanarak incelemişler. Zamanında borç tahsilatı, brüt ticari marj, zamanında stok akışı ve zamanında borç

ödemesi gibi işletme döngüsü ile ilgili unsurlara dayanan ilk modelin nakit akışlarının belirlenmesinde etkinlik gösterdiği bulguları elde edilmiştir. İkinci model ile kazançların bir, iki ve üç yıllık ufukta gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek açısından iyi olmadığı ve kazanç ile işletme nakit akışı oluşturma süreci arasında tutarsızlık olduğu istatistiksel testler sonucu onaylanmıştır. Sonuncu üçüncü modelde geçmiş nakit akışlarının gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek açısından iyi bir temel olduğu sonucuna varılmıştır.

Okafor vd., 2011 yılında yayınladıkları; Nijerya'da Temettü Politikası ve Paylaşım Fiyatı Hacmi isimli çalışmalarında, Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan bazı firmalar üzerinde bu araştırmayı yapmışlardır. Bu çalışmada, Nijerya'da hisse senedi temettü politikası ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişki üzerinde durulmaktadır. Hisse senedi fiyatı değişiklikleri ile temettü getiri ve temettü ödeme oranı arasındaki ilişkiyi araştırmak için çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Bu çalışma temettü politikasının Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan bazı firmaların hisse fiyatı değişkenlerinin tespit edilmesinde önemli olduğunu destekler niteliktedir. Yöneticiler ya da muhasebeciler için zorluktan, yatırımcılar için yanlış kararlara yol açabilecek hatalı veri üretmekten kaçınmak maksatıyla genellikle finansal tabloların kalitesini arttırılmalıdır.

Bhundia, 2012 yılında Hindistan'da yapmış olduğu çalışmada, serbest nakit akışlarını kazanç yönetimi ile karşılaştırarak incelemektedir. Çalışmada amaçlanan ise, Hint Menkul Kıymetler Borsası'nda serbest nakit akışları arasındaki eşitsizliğin, kazanç yönetimini göz önünde bulundurularak incelenmesidir. Çalışma neticesinde, kazanç yönetimiyle serbest nakit akışları arasında pozitif manada anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. İşletmenin serbest nakit akışlarının kazanç yönetimini teşvik edebileceği görülmüştür.

Moeinaddin vd., 2012 yılında yapmış oldukları çalışmada 2006-2010 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan 81 şirketin verilerini ele alarak firma büyüklüğü, işletme sermayesi, kazanç ve nakit akışları arasındaki ilişkiyi araştırmışlar. Araştırmada panel verilerine dayanarak regresyon analizi uygulanmıştır. Analizler sonucunda firma büyüklüğü, işletme sermayesi ile nakit akışı arasında ilişkinin olmadığı, ancak kazançla nakit akışı arasında tutarlı bir ilişkinin olduğu kanaatine gelmişler.

Noguera vd., 2012 yılında yapmış oldukları çalışmada Latin Amerika ülkeleri (Meksika, Şili ve Arjantin) firmalarının 1990 ve 2009 yıllarını kapsayan verilerini ele alarak kazançlar, tahakkuklar ve nakit akışları arasındaki ilişkileri incelemişler. Çalışmada yıllara ve ülkelere göre ayrıştırılmış sonuçları ABD şirketlerinin sonuçlarıyla karşılaştırmışlar. İnceleme

sonucunda tahakkuklar ve nakit akışları arasında negatif bir ilişki görülmüştür. Daha da önemlisi, en yüksek tahakkuk seviyesini rapor eden firmalar en kötü nakit akış seviyesine sahip olduğunu, ancak en kötü kazanç seviyesine sahip olmadığını tespit etmişler. Yazarlar yatırımcıların yüksek kazanç sağlayan firmalara çok yönelik olmaları ve kazançların her zaman güçlü nakit akışı seviyelerine eşlik etmediğini anlamada başarısız olmaları nedeniyle bu ilişkinin ekonomik öneme sahipliğini belirtmişler.

Banimahd ve Aliabadib, 2013 yılında yapmış oldukları çalışmada kazanç yönetiminin işletme nakit akışı yönetimi üzerindeki etkisini incelemişler. Yazarlar çalışmada 2004-2011 döneminde Tahran Borsası'nda listelenen 119 firmanın bilgilerini kullanmışlar. Araştırma sonucunda kazanç yönetimi ile işletme nakit akış yönetimi arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu görmüşlerdir.

Azarberahman, 2013 yılında yaptığı çalışmada nakit akışları, kazanç ve hisse senedi getirilerine dayanan çeşitli firma performans ölçütleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2003-2011 dönemleri arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsa'sına kote olan şirketlerin verileri ele alınarak basit ve çoklu regresyon analizleri yapılmıştır. Araştırma sonucunda, kazanca dayalı ölçütlerinin, nakit akışı ölçütlerinden hisse senedi getirisi ile daha fazla ilişkili olduğu ve şirketin performansını daha iyi gösterdiği kanaatine gelinmiştir.

Özkan vd., 2015 yılında yapmış oldukları çalışmada Borsa İstanbul'a kote olan 158 şirketi ele almıştır. Aralık olarak ise 2005-2010 dönemlerini kullanmıştır. Yazarlar çalışmada kazançların süreğenliğini incelemiş ve bu değişkenin, nakit akımı ve tahakkuk bileşenlerinden hangi düzeyde etkilendiğini araştırmıştır. Yazarlar çalışmada Panel veri analizi yöntemini kullanarak yaptıkları ampirik testler sonucunda kazançların süreğenliğinin nakit akımı bileşeninden etkilendiği bulgularına ulaşmışlar. Buna karşın toplam tahakkuk bileşeninin çok az düzeyde kazancı etkilediğine karar vermişler.

Mulenga, 2015 yılında yapmış olduğu çalışmada gelecekteki nakit akışlarının tahmininde kazançlar ve faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının etkisini araştırmıştır. Yazar Bombay Borsa'sına üye olan şirketlerin 2002-2014 tarihleri arasındaki yıllık verileri ile çalışmış ve En Küçük Kareler yöntemini kullanmıştır. Çalışmada faaliyetlerden elde edilen nakit akışının, gelecekteki nakit akışını kazanca göre daha iyi bir tahminetme gücüne sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Robinson ve Sensoy, 2016 yılında yapmış oldukları çalışmada, 1984-2010 yılları arasında büyük risk sermayesi ve satın alma fonu için üçer aylık nakit akış verilerini kullanarak,

bu eş çevrimselliğin sermaye, nakit akışları ve performansa etkilerinin üzerinde durmuşlardır. Belirtilen üçer aylık dönemlerde performans değerlendirmek için kullanılan betayı değiştirme, betayı sıfıra yakın çıkarma üzerinde büyük etkiye sahiptir. Sıcak piyasalarda biriken fonlar mutlak olarak düşük performans S&P 500 ile karşılaştırıldığında kesin bir yargıyla azalır. Net nakit akışları dönemseldir ve piyasa değeri yüksek olduğunda özel sermaye fonları likidite sağlayıcılarıdır. Girişim nakit akışları ve performansı, satın alma işleminden daha dönemseldir. Borç piyasası koşullarının özel sermaye nakit akışı varyasyonu da fonlar arasında kendine hastır ve en öngörülebilir varyasyon fonunun yaşı ile tanımlanır.

Blessing, 2016 yılında yapmış olduğu çalışmada firmaların gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmede kazanç ve nakit akışı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Nijerya Borsasına üye olan yirmi bir ticari bankayı ele alarak "En Küçük Kare tekniği" kullanmıştır. Analizin sonucunda yazar gelecekteki nakit akışlarıyla Nijerya'daki firmaların nakit akışları arasında pozitif ve anlamlı bir bağlantı olduğu kanaatine gelmiştir. Gelecekteki nakit akışları ile kazançlar, gelecekteki nakit akışları ve mevcut işletme sermayesi ile nakit akış oranları ve Nijerya'daki firmaların gelecekteki nakit akışı arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yazar çalışmanın bulgularından nakit akış oranlarının gelecekteki nakit akışlarının önemli bir tahmin edilebilir kabiliyetine sahip olduğu ve en iyi tahminleri sağlayan işletme nakit akışları olduğu sonucuna varmıştır.

Güleç, 2017 yılında yapmış olduğu; Nakit Akışları ve Kazançların Değer İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması isimli çalışmada, 2006 ile 2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da yer alan 153 Finansal olmayan firma üzerinde araştırma yapmıştır. Yaptığı çalışmada, hisse senedi rakamlarının değişik bir açıdan değerlendirebilmek için farklı firma yaşam eğrisi aşamalarında kazançların ve nakit akış temelli bilgilerin göreceli değer ilişkisi üzerinde durmuştur. Regresyon modelleri kurulmuş, kurulan bu modeller R^2 değerleri ve katsayıların işaretleri kıyaslanarak hipotezler değerlendirilmiştir. Yapılan çalışma neticesinde ise kazançlar bütün firma yaşam eğrisi aşamalarında daha yüksek değer ilişkisine sahiptir. Öte yandan nakit akış verileri içinde ise en tanımlayıcı bileşen olarak da faaliyetlerden nakit akışları olduğu görülmüştür.

Chen, 2018 yılında yapmış olduğu çalışma 2015 yılının yarısı itibari ile 152 açık uçlu hisse senedi fonunu ve kısmi hisse senedi fonunu örnek olarak almaktadır. Bu çalışmada dengesiz panel veri seti kullanılmaktadır. Fon performansı ile sermaye akışı arasındaki doğrusal olmayan ilişki parçalı doğrusal regresyon ile araştırılmaktadır. Araştırma neticesinde, fonun

üçer aylık dönemdeki performansının önümüzdeki çeyrekte fon akışı üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Yatırımcılar genellikle "ters seçim" yerine performansı takip ederler ve tarihsel performans ile sermaye akışı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını tespit ederler. Bunun yanında bu makale sonuçları analiz etmek için "ana ajan" teorisini kullanmaktadır ve Çin fon piyasasının performans teşvik mekanizmasını geliştirmek için önerilerde bulunmaktadır.

Senan, 2019 yılında yapmış olduğu çalışmada farklı sektörlere ait olan 45 Suudi Arabistan şirketinin 2006-2015 dönemlerini ele alarak tahakkuk esaslı cari kazanç ve nakit akışların kapasitesini incelemiştir. Bunun yanında kazançların tahakkuklara bölünmesi ilerideki nakit akışlarının tahmini konusunda daha çok fikir sahibi olmasını, başka tahakkuklara bölünmüş kazançları ise tahmin edilme olasılığını düşürdüğünü tespit etmişlerdir. Araştırma sonucunda yazar Finansal Muhasebe Standartları Kurulu'nun kazancın gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmede nakit akışlarına göre daha iyi bir kabiliyete sahip olduğu iddiasına karşı çıkmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. BİST 30 ŞİRKETLERİNDE NAKİT AKIŞLARI İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Çalışmada BİST 30 şirketlerinin nakit akışları ile hisse senedi getirileri arasındaki olası bağlantının incelenmesi amaçlanmıştır. Araştırma zamanı elde edilen bulgular vasıtasıyla önerilerde bulunmak maksadı güdülmüştür. Bu maksat doğrultusunda BİST 30 şirketlerinin finansal tablolarından alınan veriler kullanılarak finansal analizler uygulanmıştır. Çalışmada işletme faaliyetlerinden nakit (İFN), finansal faaliyetlerden nakit (FFN), yatırım faaliyetlerinden nakit (YFN) bileşenleri ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin var olup olmadığını model kurularak ortaya konulmasına çalışılacak ve araştırma sonunda olası bağlantı yorumlanacaktır.

Araştırmanın amacı doğrultusunda araştırmanın hipotezi;

H_0= Hisse senedi getirileri ile nakit akışlar arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır

Nakit akışların hisse senedi getirilerine etkisi konusu ister yerli isterse de yabancı literatürde çok incelenmediği için tez konusu bu başlık altında oluşturulması kanaatine gelinmiştir. Bununla beraber bu çerçeve doğrultusunda yabancı yazarlar tarafından yapılan çalışmalar regresyon analizi üzerinde kurulmuştur. Bu çalışmanın konuyla ilgili diğer çalışmalardan farklı kılan hususlardan biri de daha etkin ve güncel bir yöntemin (Panel Veri Analizi) uygulanmasının tercih edilmesidir. Bu yöntem analizinin vasıtasıyla daha kesin ve detaylı bulgular elde edilmiştir. Bu anlamda çalışmanın alan yazınına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

4.2. Araştırmanın Veri Seti, Kapsamı ve Sınırları

Çalışmada araştırma örneklemi olarak BIST 30 seçilmesinde maksat bu şirketlerin finansal verilerinin kolay bir şekilde elde edilmesidir. Örneklemde yer alan 6 firmanın borsaya kote olması araştırmanın başladığı 2008 yılından sonra gerçekleştiğinden araştırma örnekleminden çıkarılmıştır. Örneklemin esasını oluşturan şirket verilerinde zaman aralığı

2008-2017 yılları kabul edilmiştir. Veriler yıllık olarak Kamu Aydınlatma Platformundan elde edilmiştir. Araştırmada 24 şirketin 10 yıllık mali bilgilerinden oluşan toplam 240 gözlemlik veri seti kullanılmıştır.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

İlk aşamada araştırmanın veri seti oluşturulmuştur. Bir sonraki adımda araştırmaya konu olan bağımlı ve bağımsız değişkenler belirlenmiştir. Bundan sonra bu değişkenler üzerinde finansal oranlar hesaplanmıştır.

Bir sayının diğer bir sayıya nispetine oran denir. Mali tablolarda yer alan iki kalem arasındaki ilişkiyi hesaplayan matematiksel işlem finansal orandır. Finansal tablolarda çoklu sayda kalem olduğu için buna orantılı olarak birçok finansal oran hesaplamak söz konusudur (Elmas, 2017: 120). Bununla birlikte yapılan finansal oranlarda güdülecek maksatlardan biri de elde edilecek bilgilerin yorumlanabilir olmasıdır. Bu hususu dikkate alırsak, finansal tablolarda yer alan kalemlerin birbiriyle anlamlı ilişkide olduğu takdirde hesaplamalar mümkündür (Çabuk ve Lazol, 2012: 198). Finansal oranların hesaplanmasında dikkat edilecek diğer bir husus gereğinden fazla finansal oranların hesaplanmasıdır. Yani, finansal oran hesaplamaları belirlenmiş bir amaca uygun olmalıdır. Bu zaman daha yararlı bilgiler elde edilir(Ceylan ve Korkmaz, 2009: 42).

Bu çalışmada kullanılacak finansal oranlar belirlenirken aşağıda belirtilen hususlar dikkate alınmıştır. Bunlar;

- Nakit akışın hisse senedi getirisine etkisini inceleyen çalışmalar ve alan yazını,
- Mevcut mali tabloların (bilanço, gelir tablosu ve nakit akış tablosu) kalemleri üzerinde hesaplanabilecek rasyolar,
- Araştırmada kullanılan Panel Veri Analizinden elde edilen bulguların açıklama düzeyini artırmak amacıyla bağımsız değişkenlerin yeterli sayda olması

Yukarıda belirtilen önemli noktalar göz önünde bulundurularak çalışmanın analizi zamanı faydalanmak üzere değişkenler, kısaltmaları ve oranların formülleri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Bağımlı Değişken

Çalışmanın hipotezi doğrultusunda çalışmanın bağımlı değişkeni Hisse Senedi Getirisi olarak belirlenmiştir. Bağımlı değişken aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Hisse Senedi Getirisi[1] = (Cari Yıl-Önceki Yıl) / Önceki Yıl (HSG)

Bağımsız Değişken

Çalışmanın bağımsız değişkenleri işletmelerin Nakit Akış Tablolarında yer alan İFN, YFN ve FFN-nin Aktif Toplamı ile oranlanmasıyla elde edilmiş üç orandan oluşmaktadır. Bağımsız değişkenler aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

İşletme Faaliyetlerinden Nakit / Aktif Toplamı (İFN/AT)

Yatırım Faaliyetlerinden Nakit / Aktif Toplamı (YFN/AT)

Finansal Faaliyetlerden Nakit / Aktif Toplamı (FFN/AT)

Kontrol Değişkeni

Çalışmanın kontrol değişkeni belirlenirken modelde bağımsız değişken ile birlikte bağımlı değişkeni etkileyebilecek ve böylece modelin açıklama gücünü artırabilecek bir değişken tespit edilmeye çalışılmıştır. Buna göre çalışmanın kontrol değişkeni Aktif Karlılık (AK) olarak belirlenmiş ve aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Aktif Karlılık = Net Kar / Aktif Toplamı (AK)

4.4. Verilerin Analizi

Çalışmada Panel Veri Analizi yöntemi ile nakit akışlarının hisse senedi getirisine olası etkisini ölçülmeye çalışılmıştır. Araştırmaya konu olan veriler yatay ve dikey kesit değerler içermektedir. Bu açıdan çalışmada Panel Veri Analizi yönteminin seçilmesi uygun görülmüştür.

Genel olarak ekonometrik analiz yapıldığı zaman veri setleri üç başlık altında toplanır:

1. Zaman serisi veri seti
2. Yatay kesit veri seti
3. Panel veri seti

Değişkenler belirli bir zaman dilimlerinde (gün, ay, mevsim, yıl olarak) değişime uğrar. Bu tip veri setlerine zaman serisi veri seti denir. Yatay kesit veri setini oluşturan veriler ise zaman birimlerinin belirli bir noktasını işaret eder. Bu noktada farklı birimlerden elde edilen

[1] Hisse Senedi Getirileri hesaplanırken firmaların yıl sonu hisse senedi kapanış değerlerinden yararlanılmıştır.

veriler yatay kesit veri setini oluşturur. Birim dediğimiz zaman ekonometrik birimler kast edilir. Ekonometrik birimlere örnek olarak hane halkı, işletme sektör, birey, ülke vesaire birimlerini göstere biliriz. Yatay kesit verileri ile zaman kesit verilerini bir araya getirerek analiz yapılmasını mümkün kılan veri setine panel veri seti denilir. Bu veri setinde N sayıda birim söz konusudur. Bununla beraber her birime uygun T sayıda gözlem vardır(Tatoğlu, 2016: 1-2).

Önceden de belirtiğimiz gibi Panel Veri Analizi yöntemi yatay kesit veri setine ait olan birimlerle zaman serilerini bir araya getirir. Eğer yatay kesit birimine karşılık zaman serisi koyulmuşsa, bu zaman panel veri setine dengeli panel denir(Wooldridge, 2012: 469). Bazen çalışmada kullanılan veri setlerinde eksiklik veya noksanlar tespit edilir. Yatay kesit birimine karşılık zaman biriminde eksiklik veya yetersizlik olursa, bu tip panel veri setine dengesiz panel denilir(Wooldridge, 2012: 491). Mesela, yatay kesit birimi olarak yüz kişi, zaman serisi olarak ise üç yıl kabul edersek, panel veri setinde her birey için üç görüşme, toplam ise üç yüz görüşme olması gerekir. Örneklem atılımı[2] ve kişilerin cevap vermeme halleri zamanı veri setimiz dengesiz panel veri seti olarak kabul edilir. Sadece tüm görüşlerde iştirak eden kişilerin verilerini ele alırsak dengesiz panelden dengeli panele geçmiş oluruz. Bu ise örneklemin boyutun yüksek düzeyde azalta bilir. Literatürde genel olarak dengesiz panel veri seti kullanılır. Kullanılmakta amaç, analizin çok sayıda tahmin teknikleri ve komutları ile daha etkin çalışmaların sağlanmasıdır(Longhi ve Nandi, 2014: 6). Çalışmada kullanılan veri seti dengeli paneldir. Çünkü çalışmada eksik dönem bulunmamaktadır.

Çalışmalarda mikro ve makro panel olmakla iki tip panel söz konusu olabilir. Yatay kesit birimleri olan hane halkı, birey, şehir veya sektörler kısa bir zaman aralığında araştırılırsa, buna mikro panel denilmektedir. Buna karşın çok sayıda yatay kesit birimleri uzun zaman aralığında araştırılırsa, buna ise makro panel denilmektedir(Pillai, 2017: 3). Mikro panellere örnek olarak, nüfus sayımı, anket veya işletme bilançosu esasında oluşan verileri göstere biliriz. Bu veri setlerini hane halkı veya işletme düzeyinde ele alabiliriz. Bu mikro paneller kısa zaman kesiminde dikkat edilen daha büyük kesitleri içinde bulundurur(Arellano, 2004: 1). Zaman aralıkları sayı olarak kesit birimlerinden az olduğunda kısa panel söz konusudur. Buna karşın zaman aralıkları sayı olarak kesit birimlerinden çok olduğunda uzun panel söz konusudur (Pillai, 2017: 6). Çalışmamızda veri seti olarak makro panel kullanılmıştır. Çünkü ele alınan zaman serisi 40 iken, kesit sayı 5 öngörülmüştür.

[2] Örneklemdeki bireyin yok olması ya da taşınması gibi sebeplerle örneklem kapsamından çıkması.

Araştırmada zaman periyodu ve birim ayrılıkta ele alınabilir. Bu zaman hem zaman periyodu hem de birimler ayrı ayrı incelenmiş olacaktır. Bu hal analizde karmaşıklık yarata bilir. Araştırmada bu karmaşıklığı ortadan kaldırmak için zaman periyodu ve birimlerin birleştirilmesi gerekir. Bu gerekim için özel modellerin kurulması lazım(Güriş, 2015: 2).

Zaman periyodu ile yatay kesit verilerini birleştirdikten sonra yaranan veri setine Havuzlandırılmış Veri (Pooled Data)" ismi söylenir. Bu veri setinde yatay kesit birimleri sabit kalır ve bu açıdan zaman periyoduna göre kümeni oluşturan birimler değişim gösterir. Bu değişimi ortaya koyan havuzlandırılmış verilere "Panel Veri" denilir(Güriş, 2015: 2; Gujarati, 2003: 28).

Havuzlandırılmış yatay kesitle panel veri arasındaki farkın temelinde yatay kesit birimlerinin (şehir, sektör veya firmalar gibi) belli bir zaman aralığında izlenilmesidir (Wooldridge, 2012: 10). Bireylere uygulanan anketlerden alınan bilgiler panel veri gibi tanımlanmaktadır. Bu nedenle, her panel belirli bir zaman kesiminde araştırması tekrarlanan insan kümesidir(Frees, 2004: 1). Çoklu sayda değişkenlere sahip olan anketler daha kapsamlı bir veri seti için önemli bir araçtır. Oluşturulan bu modelleri önemli kılan özelliklerinden biri de, belirli bir zaman periyodu çerçevesinde bölgeler arasında olan talebi yüksek düzeyde tahmin edebilmesidir. Bölgeler arasında birçok ürünlerin fiyatlarında kayda değer farklılıklar mevcuttur. Belirli bir aralık içinde toplam fiyat endeksleri problem yaşamadan değişiklikler gösterir. Bu nedenle, bu modeller toplam verilerle analizi zor olan gelir ve ikame etkilerinin bölüştürülmesine izin verir(Hausman, 1978: 1261).

Panel veri analizinin üstün taraflarından biri de yatay kesit ve zaman serisi analizlerine kıyasta daha detaylı bilgiye sahip olmasıdır. Bu açıdan toplam şekilde gösterilen verileri içeren çalışmalara nispette istatistiki araştırmalarda panel veri uygulanılması hızlı bir şekilde yayılan bir yöntem durumuna ulaşmıştır(Gökbulut, 2009: 143).

Panel veri modeli, panel veri vasıtasıyla tahmin etme kabiliyetine sahip bir regresyon analiz modelidir. Bu açını göz önünde bulundurursak, regresyon modeli söylendiğinde modele ait testler, mevcut fonksiyonel şekil, bulunan varsayımlar gibi tüm konular panel veri modellerine göre de söz konusudur. Genellikle klasik regresyon modellerinde gösterildiği gibi, bu modellerde de bir bağımlı değişken ile bir veya birden fazla açıklaması kolay bağımsız değişken olacaktır. Bununla yanı sıra modelde hata olasılığı da göz önünde bulundurulmalıdır. Çünkü model istatistiksel veya iktisadi bir modeldir. Dolayısıyla modelde konu olan değişkenler birime ve zaman periyoduna göre değişimi olacağından her iki hususa göre de ayrı ayrı indislerin modelde yer tutmasını lazım kılacaktır(Güriş, 2018: 6-7).

Aşağıda bir panel veri regresyon modelinin formülü takdim edilmiştir(Baltagi, 2008: 154);

$$y_{it} = a + X'_{it}\,\beta + u_{it} \quad i = 1, \ldots., N;\ \ t = 1, \ldots., T \qquad (1)$$

Modelde endüstri, bireyler, firmalar veya şehirler i ile ve zaman periyodu t ile işaretlenmiştir. Modelde birim sayısı N ile, devre sayısı T ile gösterilmiştir. Önceden de belirtildiği gibi modelde hata terimi olacaktır. Bu ise u_{it} ile işaretlenmiştir. a modelde sabit parametreyi göstermesine karşılık, β eğim parametresini temsil etmiştir(Baltagi, 2008: 154; Güriş, 2018: 7).

Çalışmanın amacı nakit akışların firma hisse getiresine olası etkiyi araştırmak, eğer, böyle bir etki aşikârsa yönünü ve düzeyini ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda kurulan model aşağıdaki gibidir;

$$HSG_{it} = \alpha_0 + \beta_1 İFN/AT_{it} + \beta_2 YFN/AT_{it} + \beta_3 FFN/AT_{it} + \beta_4 AK_{it} + u_{it} \qquad (2)$$

4.5. Bulguların Değerlendirilmesi

4.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Çalışmanın değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 6 Panel A'da yer almaktadır. Buna göre; örneklemdeki işletmelerin ortalama hisse senedi getirisi (HSG_{it}) % 35 düzeyinde gerçekleşmişti. $İFN/AT_{it}$ ve AK_{it} değişkenlerinin ortalamaları pozitif iken YFN/AT_{it} ve FFN/AT_{it} değişkenlerinin ortalamalarının negatif olması dikkat çekicidir. Tablo 6 Panel B'de modeller itibariyle Pearson korelasyon katsayıları yer almaktadır. Modellerde kullanılan bağımsız değişkenler arasındaki en yüksek korelasyon 0.70'in altında olduğu için tahmin değişkenleri arasındaki korelasyonun düşük olduğu, dolayısıyla modellerde çoklu doğrusallık sorunu (multicollinearity problem) olmayacağı ifade edilebilir.

Tablo 6: Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Tablosu

Panel A: Tanımlayıcı İstatistikler (n = 24, t = 10)				
Değişken	**Ortalama**	**Standart Sapma**	**Minimum**	**Maksimum**

$\mathbf{HSG_{it}}$	0.35	0.80	-0.56	6.77
$\mathbf{İFN/AT_{it}}$	0.08	0.08	-0.18	0.31
$\mathbf{YFN/AT_{it}}$	-0.04	0.05	-0.22	0.26
$\mathbf{FFN/AT_{it}}$	-0.01	0.06	-0.21	0.01
$\mathbf{AK_{it}}$	0.06	0.07	-0.11	0.79

Panel B: Pearson Korelasyon Sonuçları

	X1	**Y1**	**Y2**	**Y3**	**Y4**
$\mathbf{HSG_{it}}$	1				
$\mathbf{İFN/AT_{it}}$	0.2507	1			
$\mathbf{YFN/AT_{it}}$	0.0045	-0.5319	1		
$\mathbf{FFN/AT_{it}}$	-0.0318	-0.5077	-0.0240	1	
$\mathbf{AK_{it}}$	0.0573	0.3052	-0.1152	-0.2193	1

4.5.2. Birim Kök Analizi Bulgularının Değerlendirilmesi

Bir zaman serisine uygulanacak istatistiksel analize başlamadan evvel, ilk önce zaman serisini oluşturan sürecin zaman aralığı içerisinde sabitliğinin incelenmesini önemli kılar. Yani zaman serisinin durağanlık durumu incelenir. Eğer, seriler durağan olmayan seriler ise, bu zaman yanıltıcı bir sonuçla karşı karşıya kalınacaktır. Diğer bir deyişle, sahte regresyon söz konusudur ve sonuçlarda sapmalar mevcuttur(Tatoğlu, 2013: 199).

Birimler arasında korelasyon söz konusu olmadığı hallerde 1. nesil testler literatürde uygulanmıştır. Buna karşın birimler dahilinde korelasyonun mevcudiyeti söz konusuysa, bu zaman uygulanacak testler 2. nesil testlerdir(Güriş, 2013: 204). Peseranın CD Testi kullanılmasındaki temel amaç birimler arasındaki olası korelasyonu detaylı bir şekilde test etmektir. Bu testte "H_0 : Birimler arasında bağlılık yoktur" şeklinde kabuledilir ve p değeri yüzde beşten küçük olduğu takdirde H_0 kabuledilmez. Bu hipotezin red edilmesi sonucunda anlaşılacak detay birimler arasında korelasyonun mevcutluğudur. Bu halde ikinci nesil birim kök testlerinin uygulanması gerekir. Tablo 7'de yer alan Pesaran (2004) CD testi sonuçlarına göre $İFN/AT_{it}$ ve AK_{it} değişkenlerinde %1, FFN/AT_{it} değişkeninde %5 önem düzeyinde birimler arası korelasyon tespit edilmiştir. Buna göre $İFN/AT_{it}$, FFN/AT_{it} ve AK_{it}

değişkenlerinde serilerin durağanlığının kontrol edilmesinde ikinci nesil test olan Pesaran CIPS Testinden yararlanılmıştır. Birimler arası korelasyon tespit edilmeyen YFN/AT_{it} değişkeninde ise serilerin durağanlığının kontrol edilmesinde birinci nesil birim kök testlerinden Harris-Tzavalis testi tercih edilmiştir. Harris-Tzavalis testi N>T durumunda tutarlı tahminler elde edilebilen bir testtir ve çalışmanın veri setine uygun olduğundan tercih edilmiştir. Pesaran's CIPS Testi ve Harris-Tzavalis Birim Kök Testi sonuçlarına göre birim kök içeren değişkenlerin birinci farkları alınarak serilerin durağanlığı sağlanmış ve analize bu değişkenler ile devam edilmiştir.

Tablo 7: Birim Kök Testleri

Değişken	**Pesaran (2004) CD Test**	**Pesaran Birim Kök (CIPS) Testi**		**Harris-Tzavalis Birim Kök Testi**			
		Düzeyde	**Birinci Fark**	**Düzeyde**		**Birinci Fark**	
		CIPS	**CIPS**	**İstatistik**	**Z**	**İstatistik**	**z**
İFN $/AT_{it}$	6.91*	-3.186*					
YFN $/AT_{it}$	1.35			0.1220	-10.75*		
FFN $/AT_{it}$	2.26**	-2.459**					
AK_{it}	2.59*		-2.386**				

*,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerini göstermektedir.

4.5.3. Panel Veri Analizi Bulgularının Değerlendirilmesi

Çalışmada yararlanılan panel veri analizinde 3 ayrı model bulunmaktadır. Bu modeller havuzlandırılmış en küçük kareler modeli, sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modelidir. Çalışmada panel veri analizi uygulamadan evvel model seçimi yapılması gerekir. Bu model seçimi testlerin (F testi, LM testi ve Hausman testi) yardımıyla yapılacaktır

Çalışmada ilk olarak F testi kullanılmıştır. Verilerin birim ve zaman etkisini tespit etmek amacıyla F testinden yararlanılmaktadır. F testi havuzlandırılmış en küçük kareler modeline karşılık sabit etkiler modelinin uygulanılıp uygulanılmayacağını tayin etmek amacıyla

gerçekleştirilmektedir. Yararlanılacak F testinin hipotezi "H_0: birim ve zaman etki yoktur" şeklinde oluşturulur ve yüzde doksanbeş güven aralığına göre ihtimal değeri ölçülür. Testten alınan neticeye göre olasılık değeri yüzde beşten küçük olduğu halde H_0 hipotezi kabuledilmez. Bu sebeple sabit modelin uygulanması geçerlidir. Oluşturulan modellerle alakalı F testi sonuçları Tablo 8'de bulunmaktadır.

Tablo 8: F Testi Sonuçları

	İstatistik	**Olasılık**
HSG_{it}	0.67	0.873*

*, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerini göstermektedir.

Tablo 8'de yer alan F testi istatistiklerine göre olasılık değerlerinin 0.05'ten büyük olduğu görülmektedir. Bu halde H_0 hipotezi kabuledilir. Bu sabit modele karşı havuzlandırılmış en küçük kareler modelinin kullanılması uygundur.

Çalışmada ikinci test olarak Breush-Pagan Langrange Multiplier (LM) Testinden yararlanılmıştır. Yapılacak testin temel amacı tesadüfi etkiler modeli ile havuzlandırılmış en küçük kareler modeli arasında gereken seçimin yapılmasıdır. LM testine göre birim etkiler varyansı 0 olması halinde ortaya çıkan tesadüfi etkinin havuzlandırılmış model ile hallolacağını gösterir ve bu testte hipotez "H_0: Var (u) = 0" şeklinde oluşur. Araştırma modelinin LM testinden elde edilen sonuçlar Tablo 9'da bulunmaktadır.

Tablo 9: LM Testi Sonuçları

	İstatistik	**Olasılık**
HSG_{it}	0.00	1.000*

*, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerini göstermektedir.

LM testi istatistiği ve olasılık değeri 1 serbestlik derecesindeki Ki kare tablosu ile karşılaştırıldığında H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Yani birim etkilerin varyansı sıfıra eşittir ve panel etkisi bulunmamaktadır.

Regresyon analizlerinin sağlıklı bir analiz olması için bazı varsayımlara sahip olması gerekir. Panel veri analizde de bu husus büyük öneme sahiptir. Analize konu olan varsayımlar aşağıda belirtilmiştir (Tatoğlu, 2012: 199):

- Birimler dahilinde ve birimlere göre hata teriminin sabit olan varyansı içermesi,

- Hata terimlerinin birim dahilinde ilişkisinin olmaması,
- Hata terimlerinin birimler arasında ilişkisinin olmaması,
- Çoklu doğrusallığın değişkenleri içermemesi.

Modellerde sabit olmayan varyans, otokorelasyon ve birimler dahilinde korelasyon sıkıntısı var olduğu vakit, standart hataların, t ve f istatistiklerinin, R^2'nin ve güven aralıklarının geçerliliği etkilenmektedir. Bu halde, oluşturulan modellerde sabit olmayan varyans, otokorelasyon ve birimler dahilinde korelasyonun hiç olmazsa biri olduğu takdirde parametre tahminlerine değinmeden standart hatalar tashih edilmeli yani dirençli standart hatalar sağlanmalıdır. Standart hataları tashih için birçok metot geliştirilmiştir. Modelde yalnız sabit olmayan varyans sıkıntısı var ise White Tahmincisi olarak da adlandırılan Huber-Eicker-White Tahmincisi, hem sabit olmayan varyans hem de otokorelasyon problemi var ise Arellano-Froot-Rogers tahmincisi; sabit olmayan varyans, otokorelasyon ve birimler dahili korelasyon probleminin üçü de varsa Driscoll-Kraay Tahmincisi uygulanarak standart hatalar düzeltilmekte böylelikle sabit olmayan varyans, otokorelasyon ve birimler dahilinde korelasyon probleminin karşısı alınmaya çalışılmaktadır(Tatoğlu, 2012: 241-249).

F testi ve LM testi ile verilerin analizinde kullanılacak modele (HEKKY) karar verildikten sonra modelde değişen varyans ve otokorelasyon olup olmadığını test etmek amacıyla sırası ile Breusch-Pagan / Cook-Weisberg Testi ile Wooldridge Otokorelasyon Testi yapılmıştır. Yapılan testlere ilişken sonuçlar Tablo 10'da yer almaktadır.

Tablo 10: Model Varsayımlarının Testleri

	Değişen Varyans		**Otokorelasyon**	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
HSG_{it}	8.00	0.004*	125.779	0.000*

*,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerini göstermektedir.

Tablo 10'da yer alan varsayım testlerine göre modelde değişen varyans ve otokorelasyon mevcuttur. Bu durumda standart hataların düzeltilmesi için Arellano-Froot-Rogers dirençli tahmincisi uygulanmıştır ve elde edilen test sonuçları Tablo 11'de yer almaktadır.

Tablo 11 Nakit Akışların Hisse Getirisine Etkisi: HEKKY Analiz Sonuçları

Değişkenler	**Katsayılar**	**Standart Hata**	**T İstatistik**	**Olasılık (Prob)**
$İFN/AT_{it}$	2.21	0.67	3.27	0.00*

YFN/AT_{it}	1.81	0.91	1.99	0.05**
FFN/AT_{it}	0.62	0.68	0.92	0.36
AK_{it}	0.59	0.59	1.00	0.32
C	0.11	0.02	3.91	0.00*
Gözlem Sayısı	240			
R^2	0.09			
F İstatistik	3.67	Olasılık (Prob)	0.01*	

*,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerini göstermektedir.

Nakit akışlarının hisse senedi getirisine etkisinin araştırıldığı analiz sonuçları değerlendirildiğinde, modelin anlamlı ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün % 9 olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler içinde $İFN/AT_{it}$ değişkeni %1 önem düzeyinde, YFN/AT_{it} değişkeni de %5 önem düzeyinde bağımlı değişkeni istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu etki sayısal olarak "$İFN/AT_{it}$ 'de bir birimlik artış Hisse Senedi Getirisini 2.21 birim, YFN/AT_{it}'de bir birimlik artış ise Hisse Getirisini 1.81 birim arttırmaktadır" şeklinde ifade edilebilir. FFN/AT_{it} ve AK_{it} değişkenlerinin bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Elde edilen sonuçlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde; İFN ve YFN bilgilerinin aktif toplamı içindeki payı arttığında işletme yatırımcılarının elde edeceği hisse senedi getirisinin de artacağı söylenebilir.

SONUÇ

Globalleşen dünyada firmaların değer maksimizasyonu ve yatırımcıların borsa işlemlerinde hisse senetlerinden maksimum kar elde etme arzuları hisse senedi fiyatlarını ve getirilerini önemli bir konuma getirmiştir. Dolayısıyla gerek firma yönetimleri gerek yatırım yapmayı düşünen şahıslar hisse senedi getirilerine etkide bulunan etkenler hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Bu bağlamda, hisse senedi piyasasında daha sağlıklı kararlar alınması için hisse senedi getirilerine etkisi olan faktörler hakkında edinilecek ve üretilecek her bilimsel temele dayalı bilgi büyük önem arz etmektedir.

Aynı sektörde yer alan firmalar farklı ülkelerde olsalar bile artık birbirlerine rakip konumundalardır. Rakiplerin aralarındaki rekabet ve krizler firmaları daha kırılgan hale getirmektedir. Durum bu iken nakit akış tablosundan elde edilen verilerin analizi, finansal tabloları değerlendirenler için ekonomik anlamda kararların doğru verilmesi önemlidir. Bu tablodan yararlanarak çeşitli sonuçlara varılabilir, varılan sonuçlar neticesinde doğru kararlar verilmesine sebep olabilir. Son dönemlerde nakit akış tablosu firmaların finansal performansının değerlendirilmesinde vazgeçilmez konuma sahiptir. Bu bakımdan nakit akış bilgileri olmaksızın işletmenin finansal stratejisi oluşturulamayacağı düşünülmektedir.

Nakit akışların hisse senedi getirilerine etkisi konusu ister yerli isterse de yabancı literatürde çok incelenmediği için tez konusu bu başlık altında oluşturulması kanaatine gelinmiştir. Bununla beraber bu çerçeve doğrultusunda yabancı yazarlar tarafından yapılan çalışmalar regresyon analizi üzerinde kurulmuştur. Bu çalışmanın konuyla ilgili diğer çalışmalardan farklı kılan hususlardan biri de daha etkin ve güncel bir yöntemin (Panel Veri Analizi) uygulanmasının tercih edilmesidir. Bu yöntem ile daha kesin ve detaylı bulgular elde edilmiştir. Bu anlamda çalışmanın alan yazınına kayda değer katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmada işletme faaliyetlerinden nakit, finansal faaliyetlerden nakit, yatırım faaliyetlerinden nakit bileşenleri ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin var olup olmadığını model kurularak ortaya konulması amaçlanmıştır.

Çalışmada araştırma örneklemi olarak BIST 30 şirketleri ele alınmıştır. Örneklemde yer alan 6 firmanın borsaya kote olması araştırmanın başladığı 2008 yılından sonra gerçekleştiğinden araştırma örnekleminden çıkarılmıştır. Örneklemin esasını oluşturan şirket verilerinde zaman aralığı 2008-2017 yılları kabul edilmiştir. Veriler yıllık olarak Kamu

Aydınlatma Platformundan elde edilmiştir. Araştırmada 24 şirketin 10 yıllık mali bilgilerinden oluşan toplam 240 gözlemlik veri seti kullanılmıştır.

Çalışmanın bağımlı değişkeni Hisse Senedi Getirisi, bağımsız değişkenleri işletmelerin nakit akış tablolarında yer alan İşletme Faaliyetlerinden Nakit, Yatırım Faaliyetlerinden Nakit ve Finansal Faaliyetlerden Nakdin Aktif Toplamı ile oranlanmasıyla elde edilmiş üç oran olarak belirlenmiştir. Çalışmanın kontrol değişkeni belirlenirken modelde bağımsız değişken ile birlikte bağımlı değişkeni etkileyebilecek ve böylece modelin açıklama gücünü artırabilecek bir değişken tespit edilmeye çalışılmıştır. Buna göre çalışmanın kontrol değişkeni Aktif Karlılık olarak belirlenmiştir.

Yapılan analizler sonucunda elde edilen bilgilere dayanarak anlamlı bir modelin olduğu ortaya konuldu. Bağımsız değişkenler içinde İşletme Faaliyetlerinden Nakit değişkeni %1 önem düzeyinde Yatırım Faaliyetlerinden Nakit değişkeni de %5 önem düzeyinde bağımlı değişkeni istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu etki sayısal olarak İşletme Faaliyetlerinden Nakit / Aktif Toplamda bir birimlik artış Hisse Senedi Getirisini 2.21 birim, Yatırım Faaliyetlerinden Nakit / Aktif Toplamda bir birimlik artış ise Hisse Senedi Getirisini 1.81 birim arttırmaktadır şeklinde ifade edilebilir. Finansal Faaliyetlerinden Nakit ve Aktif Karlılık değişkenlerinin bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Elde edilen sonuçlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde; işletme faaliyetlerinden nakit ve yatırım faaliyetlerinden nakdin aktif içindeki payı arttığında işletme yatırımcılarının elde edeceği hisse senedi getirisinin de artacağı söylenebilir.

Yatırımcılar yatırım yaparken nakit akışlarını göz önünde bulundurması gelecekteki hisse senedi getirilerini daha iyi tahmin etmelerine yardımcı olabilir ve bir gösterge gibi değerlendirilebilir. Elde edilen bulgular alan yazınıyla uyumludur ve alan yazınına destek vermektedir.

Çalışma BİST 30 şirketlerinin verileri kullanılarak sadece dört adet finansal oranla sınırlandırılmıştır. Bu sınır göz önüne alındığında, bu çalışmada kullanılanlar dışında bağımsız değişkenler eklenerek farklı bir bakış açısıyla nakit akışları ile hisse senedi getirisi arasındaki olası ilişkiler araştırılabilir.

KAYNAKÇA

Adelegan, O. J. (2003). An Empirical Enalysis of The Relationship Between Cash flow and Dividend Changes in Nigeria. *R&D Management, 15(1),* 35-49.

Akca, N., & İkinci, S. (2014). Ankara'da Yer Alan Özel Bir Sağlık İşletmesinin Finansal Tablolarnın Oran Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi. *İşletme Bilimi Dergisi 2(1),* 111-126.

Akdoğan, N., & Tanker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri,* Ankara: Gazi Kitabevi

Akdoğan, N., & Tenker, N. (2004). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri,* Ankara: Gazi Kitabevi.

Akgüç, Ö. (2002). *Mali tablolar analizi* (10. baskı).

Akgün, M. (2002). *İşletmelerde Etkinlik ve Nakit Çevirme Süresi Analizi. 60(12),* 186-198.

Akıncı, N., & Erdoğan, N. (1995). *Finansal Tablolar ve Analizi*: Barış Yayınları.

Aktaş, R., Kargın, S., & Kargın, M. (2012). Nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemi ile işletmelerin nakit akış profillerinin incelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(56), 101-118.

Albrecht, W., Albrecht, C., Albrecht, C., Zimbelman, M., (2003). Fraud Examination Manson.

Alper, D., Kara, E. (2017). Borsa İstanbul'da Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen ` Makroekonomik Faktörler: BİST Sinai Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Journal of Faculty of Economics Administrative Sciences 22(3*).

Anbar, A. (2006). Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası. *Mali Çözüm Dergisi, 16*(75), 217-228.

Arellano, M. (2004). *Panel Data Econometrics*, Oxford University Press, Oxford.

Avcı, K. (2014). Bir Eğitim ve Araştırma Hastanesinin Finansal ve Operasyonel Performans Göstergeleri Arasındaki İlişki. *Hacettepe Sağlık İdaresi Dergisi 17(1),* 1-20.

Ayaydın, H., Dağlı, H. (2012). Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi. *Journal of Economics Administrative Sciences 26*.

Bakır, H., & Şahin, C. (2009). *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi*, Ankara

Baltagi, B. (2008). Forecasting with panel data. *Journal of Forecasting 27(2),* 153-173.

Banimahda, B., & Aliabadib, M. (2013). A Study on Relationship Between Earnings Management and Operating Cash Flows Management: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters 3,* 1677-1682.

Batchelor, R. & Orakçıoğlu, İ., (2003). Event-related GARCH: The Impact of stock dividends in Turkey. *Applied Financial Economics, 13:295-307*

Bektöre, S., Çömlekçi, F. & Sözbilir, H. (2000). *Mali Tablolar Analizi*, Eskişehir.

Bhundia, A. (2012). A Comparatıve Study Between Free Cash Flows and Earnıngs Management, *Business İntelligence Journal,* 123-129

Black, E. (1998). Which is More Value-Relevant: Earnings or Cash Flows?

Blessing, I. (2016). Relationship between earnings and cash flow in estimating cash flows: Evidence from listed Nigerian banks. *Journal of Research in Business, Economics and Management 6(1),* 811-821.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, J. (2004). Essential of Investments. New York: Irwin.

Bodur, B., & Aktan, B.(2006). Oranlar Aracılığı ile Finansal Durumunuzu Nasıl çözümlersiniz?"Küçük İşletmeler İçin Bir Rehber". *Journal of Yaşar University 1(1),* 49-67.

Bodur, G. (2015). Nakit akış tablolarının analizi

Bolak, M. (1998). *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi

Bourne, M., Mills, J., Wilcox, M., Neely, A., & Platts, K. (2000). Designing, implementing and updating performance measurement systems. *International journal of operations & production management*.

Bragg, S. M. (2002). Business Ratios and Formulas.

Bülüç, F., Özkan. O. & Ağırbaş, İ. (2017). Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi. *İnternational Journal of Academic Value Studies 3(11),* 64-72

Büyükşalvarcı, A. (2010). Finansal Oranlar ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir araştırma. (48), 130-141.

Cavlak H., Cebeci Y. & Güneş N. (2017). Nakit Akış Tablolarının İçerik Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi. *International Journel of Academi Value Studies, 3(13),* 234-246.

Cengiz, H., & PÜSKÜL, A. (2016). Hisse Senedi Getirileri ve Karlılık Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Endeksinde İşlem Gören İşletmelerin Analizi. 7(12), 295-306.

Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2004). *Meslek Yüksekokulları için İşletmelerde Finansal Yönetim*.

Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2009). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Kitabevi

Chambers, N. (2005). Firma değerlemesi. İstanbul: Avcıol Basım Yayın

Chen, F. (2018). An Empirical Study on the Non-Linear Relationship between the Performance of Funds and the Cash Flows of Funds. *American Journal of Industrial and Business Management, 8*(4), 881-897.

Chen, M, H., Kim, W, G. and Kim, H, J. (2005). The İmpact Of Macroeconomic and NonMacroeconomic Forces on Hotel Stock Returns. *İnternational Journal of Hospitality Management 24*, 243– 258.

Cheng, C. A., Liu, C.-S., & Schaefer, T. F. (1996). Earnings permanence and the incremental information content of cash flows from operations. *Journal of accounting Research*, 173-181.

Coşkun, A. (2005). İşletmelerde performans yönetimi: Bir yönetim muhasebesi aracı olarak performans karnesi. *Umpublished doctoral dissertation). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Bilim Dalı, Istanbul, Turkey*.

Çabuk, A. (2013*). Finansal Tablolar Analizi*, TC Anadolu Üniversitesi Yayını.

Çabuk, A., & Lazol, İ. (2012). *Mali tablolar analizi*: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Çam, A. (2006). İşletmelerde Nakit Yönetimi Stratejilerinin Karlılık Üzerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi,

Çiftçi, Y., & Sarıoğlu, L. (2007). Nakit Akış Tablosu ile İlgili Türkiye'deki Düzenlemeler ve Uluslararası Uygulamalarla Karşılaştırılması. 10(1-2), 181-200.

Çömlekçi, F. (2004). *Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz* (839): Anadolu Universitesi.

Dağlı, H. (2007). *Finansal Yönetim*, Trabzon: Derya Kitabevi.

Dechow, P., M. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics, 18(1),* 3-42

Durmuş, A. H., & Arat, M. (1997). *İşletmelerde Mali Tablolar Tahlili*. (521/755).

Efobi, R. (2008). The Impact of Capital structure on corporate profitability in Nigeria.

Eğe, A. (2015). Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Göre Hazırlanmış Nakit Akış Tablosu Ve Analizi, Yüksek Lisans Tezi, 14-18, 94.

Eljelly, A. M., & Alghurair, K. S. (2001). Performance Measures and Wealth

Creation in An Emerging Market: The Case of Saudi Arabia. *International Journal of Commerce & Management, 11*(3-4), 54-71.

Elmas, B. (2017). Finansal Tablolar Analizi. *Nobel Akademik Yayıncılık*, Ankara

Ercan, C. (2013). Kamu Sağlık İşletmelerinde Finansal Performans Değerlemesi: Kamu Hastaneleri Birlikleri Üzerine Bir Uygulama. *Asia Minor Studies*(02), 54-71.

Ertuğrul, M. (2009). Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi.

Evans, T. G. (2003). Accounting Theory: Contemporary Accounting İssues. *South-Western Pub*.

Fabozzi, F., & Markomitz, H. (2006). The Theory and Practice of Investment. In: London: Prentice.

Finkler, S., A. & Ward, D., M. (2006). *Accounting Fundamentals for Health Care Management,* Jones & Barlet Pub.

Florina, P. (2006). Relativ şi distorsiune în determinarea rezultatului contabil, articol publicat în volumul Congresului al XVI-lea al profesiei contabile din România „Profesia contabilă şi Globalizarea". 802-814.

Foerster, S., Tsagarelis, J., & Wang, G. (2017). Are Cash Flows Better Stock Return Predictors Than Profits? *Financial Analysts Journal, 73*(1), 73-99.

Fraser, L.M. & Ormiston, A. (2007). Understanding financial statements: *Pearson/Prentice Hall*

Frees, E. W. (2004). Longitudinal and panel data: analysis and applications in the social sciences: *Cambridge University Press*.

Fridson, M., S. & Alvarez, M. (2002). Financial Statement Analysis**,** *Wiley; 3rd Edition*

Gee-Jung, K. (2009). The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash flows: Evidence from Korea. *International journal of business management 4(10),* 28-42.

Gee-Jung, K., & Kwon, E. (2009). The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash Flows: Evidence from Korea. *International journal of business and management, 4*(10), 28-42.

Georgeta, N. L., Dumitru, M., & Razvan, M. V. J. A. o. F. o. E. (2011). Free Cash Flow As Part Of Voluntary Reporting. Literature Review. 1(2), 591-596.

Gore, R., & Stott, D. (1998). Toward a more informative measure of operating performance in the REIT industry: Net income vs. funds from operations. *Accounting Horizons 12 (4)*: 323–339

Gökbulut, R. (2009). Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma. (Basılmamış Doktara Tezi), İstanbul

Gujarati, D. N. (2003). Basic Econometrics. In: McGraw Hill.

Gücenme, Ü., & Arsoy, A. P. (2006). Muhasebe Standartlarındaki Sınıflandırılmış Nakit Akım

Tablosu Formatı ile Finansal Performansın Ölçülmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(30), 66-74.

Güleç Ö. (2017). Nakit Akışları ve Kazançların Değer İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, *19(2)*, 524-546

Gülten, S. & Özçalık, İ. (2015). *Uyumlu Mali Tablolarda Mali Analiz Teknikleri Mali Analiz Teknikleri,* Basım 11.

Güriş, S. (2015). Stata ile Panel Veri Modelleri: *Der yayınevi.*

Hakan, C., Yasin, C., & Necati, G. (2017). Nakit Akış Tablolarının İçerik Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi. *International Journel of Academi Value Studies*, *3*(13), 234-246.

Hausman, J.A., *"Specification Tests in Econometrics"*, Econometrica, Cilt: 46, Sayı: 6, 1978.

Hendriksen, E. S. (1970). Accounting theory: McGraw-Hill/Irwin.

Hofstrand, D. & Leibold, K. (2016). Understanding Cash Flow Analysis.

Horasan, M. (2009). Fiyat/Kazanç oranının hisse senedi getirilerine etkisi: İMKB 30 Endeksi üzerinde bir uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. 23(1),* 181-192.

Ibarra, V. (2009). Cash Flow Ratios: Tools for Financial Analysis. 8.

Jianu, İ. (2007). Evaluarea, prezentarea şi analiza performanţei întreprinderii: o abordare prin prisma Standardelor Internaţionale de Raportare Financiară, *Editura CECCAR, Bucureşti*

Jerry, H. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*

Kalaycı, Ş., & Karataş, A. (2005). Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB'de Bir Temel Analiz Araştırması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (27), 146-158.

Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2007). Balanced scorecard. In *Das Summa Summarum des Management* (pp. 137-148): Springer.

Kaplanoğlu, E. (2018). Aras ve Copras Yöntemleriyle Nakit Akışına Dayalı Performans Ölçümü: BİST Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürüner Sektöründe Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 11(2)*, 153-184.

Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği 1217.

Karagöl, E. T. (2013). AK Parti Dönemi Türkiye ekonomisi.

Karagül, A. A., Çabuk, A., Erol, C., Bahar, B., Sevim, Ş., & Sayılır, Ö. (2013). *Finansal Tablolar Analizi*. Eskişehir.

Karapınar, A., & Zaif, F. A. (2009). *Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile Uyumlu Finansal Analiz*: Gazi Kitabevi.

Karunarathne, W., & Rajapakse, R. (2010). The Value Relevance of Financial Statements? İnformation: With Special Reference to The Listed Companies in Colombo Stock Exchange.

Kaya, V., Çömlekçi, İ., & Kara, O. (2013). Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler 2002–2012 Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi (35)*.

Kaynak, T., Adal, Z., Ataay, İ., Uyargil, C., Sadullah, Ö., Acar, A. C., Uluhan, R. (1998). İnsan Kaynakları Yönetimi. *İstanbul: Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri*.

KGK. (2005). Türkiye Muhasebe Standardı 7 (TMS 7) Nakit Akış Tablosu. Retrieved from https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/TMS_7_Revizyon-%20G%C3%B6r%C3%BC%C5%9Fe%20A%C3%A7%C4%B1lan.pdf

Kıngır, S., & Taşkıran, E. (2006). Performans Değerlendirme Çalışmalarına İlişkin İşgören Görüşlerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8*(1), 195-216.

Kısakürek, M. M., & Ayarlıoğlu, M. A. (2007). Endirekt Yönteme Göre Nakit Akım Tablosunun Hazırlanması.

Koçel, T. (2003). İşletme Yöneticiliği, Beta Yayınları. *Baskı, İstanbul*.

Kousenidis, D. V., Ladas, A.C. &Negakis, C. I. 2010. "Value Relevance of Accounting Information in the Pre- and Post-IFRS Accounting Periods", *European Research Studies:13(1).*

Kunz, D., & Dow III, B. L(2007). Cape Chemical: Cash Management. *Journal of the International Academy for Case Studies 14(7),* 79.

Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research, 37,* 353-385.

Lewellen, J. (2004). Predicting Returns with Financial Ratios. *Journal of Financial Economics, 74,* 209 - 235

Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The İncremental İnformation Content of Cash-flow Components. *Journal of Accounting and Economics, 13*(1), 25-46.

Longhi, S., & Nandi, A. (2014). A practical guide to using panel data: *Sage*.

Mackevičius, J., Senkus, K. (2006). The System of Formation and Evaluation of The İnformation of Cash Flows. *Journal of Business Economics Management 7(4),* 171-182.

Martin, F. S., Fernando, A. & Sons. J. W. (2002). „Financial Statement Analysis ": A Practitioner Guide.

Mateş, D., Puşcaş, A., & Ştefea, P. (2009). Contabilitatea Evenimentelor Şi Tranzacţiilor Între Standarde, Directive Şi Reglementări Fiscale: *Mirton*.

Matthias, M. A. N. Mrs. Meg Akpomi,(2008),"The Effect of Taxes on Dividend Policy of Banks in Nigeria". *International Research Journal of Finance and Economics*(19), 1450-2887.

Mazloom, A., Azarberahman, A. & Azarberahman, J. (2013). The Association Between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns: Some Iranian evidence. *International Journal of Accounting Financial Reporting 3(1),* 24.

McGuigan, J. R., Kretlow, W. J., Moyer, R. C., & Wang, B. (2006). *Contemporary Financial Management*: Thomson/South-Western.

Mercan, M. S., & Ullah, R. EL RUHA 3. Uluslararası Sosyal Bilimler Kongresi.

Moeinaddin, M., Ardakani, S. S., & Akhoondzadeh, F. (2012). Examination The Ability of Earning and Cash Flow in Predicting Future Cash Flows. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business 4(6),* 94-101.

Mulenga, M. J. (2015). The relative ability of earnings and cash flow from operations in predicting future cash flows: Evidence from India. *International Journal of Accounting Financial Reporting 5(2),* 178-194.

Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2005). *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*: John Wiley & Sons.

Narkabtee, N. (2000). Earnings: Quality means everything. In: New York: *Mc Graw-Hill*.

Naz, F., Ijaz, F. & Naqvi, F. (2016). Financial performance of firms: Evidence from Pakistan cement industry. *Journal of Teaching Education 5(01),* 81-94.

Ndlovu, B., Faisa, F., Resatoglu, N. G., & Türsoy, T. (2018). The Impact Macroeconomic Variables on Stock Returns: A Case of the Johannesburg Stock Exchange. *Romanian Statistical Review (2).*

Noyé, D. (2002). *Manager les performances*: Insep Editions.

Okafor, C. A., & Chijoke-Mgbame, A. (2011). Dividend Policy and Share Price Volatility in Nigeria. *Jorind, 9*(1), 202-210.

Okka, O. (2006). *İşletme Finansmanı* (1. Baskı).

Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim: Teori ve Çözümlü Problemler*, Nobel Yayın 3: Ankara.

Okka, O. (2010a). *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım: Ankara.

Okka, O. (2010b). *Finansal Yönetim*.

Orhan, A. & Başar, B. (2015). İşletmelerde Nakit Akış Profilleri ve Analizi: BİST 100 İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 8(2)*, 107-122

Özdemir, S. (2014). Nakit Akış Tablosunun Hazırlanmasında Yöntem Tartışmaları ve TMS 7 Standardı Şartlarına Uygun Brüt (Dolaysız) Yönteme Göre Örnek Bir Uygulama.

Özkan, N. & Kayalı, M. M. (2015). Kazanç, Nakit Akımı ve Tahakkukların Süreğenliği: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* (43).

Özkurt, Z. & Akses, S. (2013). *İKV Değerlendirme Notu. İktisadi Kalkınma Vakfı 77, (1-15)*

Özlem, Ö. (2012). Mali Tablolar Analizi: Bir Hastane Örneği. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi 3(6).*

Özolgun, H. (2017). Comparative Financial Statements Analysis. *Journal of Emerging Economies Policy 2(1),* 55-62.

Popa, A., F. (2006). Relativ şi distorsiune în determinarea rezultatului contabil, articol publicat în volumul Congresului al XVI-lea al profesiei contabile din România „Profesia contabilă şi Globalizarea", *Editura CECCAR, Bucureşti,* pp. 802 - 814

Reider, R., & Heyler, P. B. (2003). Managing Cash Flow: An Operational Focus: *John Wiley & Sons.*

Robinson, D., T. & Sensoy, B. (2016). Cyclicality, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity, *Journal of Financial Economics.*

Sakarya, Ş. (2008). Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: İMKB'deki Kobi'ler Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 13(2)*, 227-248.

Sayılgan, G. (2008). Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı. *Basım. Ankara: Turhan Kitabevi*.

Senan, N. A. M. (2019). Ability of Earnings and Cash Flows in Forecasting Future Cash Flows: A Study in the Context of Saudi Arabia. *Academy of Accounting Financial Studies Journal*

Seng, D. (2006). Earnings versus Cash Flows as Predictors of Future Cash Flows: New Zealand Evidence.

Sharma, G. D. & Mahendru, M. (2010). Impact of Macro-economic Variables on Stock Prices in İndia. *Global Journal of Management Business Research 10(7).*

Shim, J., & Siegel, J. G. (1998). Schaum's Outline of Managerial Accounting: *McGraw Hill Professional.*

Stock, J. H., Watson, M. W. & Wooldridge, J. M., *Introductory Econometrics: A Modern Approach (4 th International).*

Subatnieks, K. (2005). Concept of Cash Flow and Assessment of Cash Flow Ratios of Latvian Companies. *Organizacijø Vadyba: Sisteminiai Tyrimai* (36), 163.

Sultan, A., S. (2014). Financial Statements Analysis - Measurement of Performance and Profitability: Applied Study of Baghdad Soft-Drink Industry. *Research Journal of Finance and Accounting, 5(4)*

Şamiloğlu, F. (2005). Hisse Getirileri ve Fiyatlarıyla, Kazanç ve Nakit Akımları Arasındaki İlişki: Deri ve Gıda Şirketlerinde Ampirik Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(26), 120-126.

Tatoğlu, F. (2016). Panel Veri Analizi–Stata Uygulamalı. *İstanbul: Beta Yayınları*

Tekin, İ. (2017). Finansal Analiz Teknikleri ve Finansal Analiz Üzerine Bir Uygulama. Adıyaman Üniversitesi,

Telmoudi, A., Noubbigh, H., Ziadi, J. (2010). Forecasting of Operating Cash Flow: Case of the Tunisian Commercial Companies. *International Journal of Business Management 5(10),* 198.

Temizer, Z. (2015). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BIST'te Bir Uygulama.

Traian-Ovidiu, C., Alin-Eliodor, T. (2013). Presentation of Consolidated Statement of Cash Flows under IAS 7, Statement of Cash Flows. *Journal of Knowledge Management, Economics Information Technology 3(1),* 1-13.

Trejo-Pech, C. O., Noguera, M., Samaniego, A. & Weldon, R. N. (2012). The relationship between accruals, earnings, and cash flows: evidence from latin america. *Accounting Taxation 4(1),* 95-107.

Tulvinschi, M. (2013). The Accounting Profit–a Measure of the Performance of the Business Entity. *The USV Annals of Economics Public Administration 13(1 (17)),* 140-148.

Turcas, M. (2011). The Cashflow–Instrument for the Company's Analysis and Forecast. *International Journal of Economics Finance 5(5*), 148-158.

Uremadu, S. (2004). Financial Management and Investment Decisions: Concepts, Analysis and Applications: *Precision Publishers*.

Uyar, A. (2001). *Temel Analiz (Bilanço Okuma Teknikleri)*. Ðstanbul: Beta Basım-Yayım-Dağıtım.

Verboncu, I., & Zalman, M. (2005). Management şi performanţe: *Editura Universitară*.

Vijayamohanan Pillai, N. (2017) Panel Data Analysis with Stata Part 1 Fixed Effects and Random Effects Models.

Werther, W. B., & Davis, K. (1989). *Human Resources and Personnel Management*: Harper San Francisco.

Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory econometrics: a modern approach*.

Yıldırım, M., Belen, M., & Kütük, Y. (2014). Küresel Emtia Fiyatları ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin incelenmesi: Kardemir ve İzdemir üzerine bir uygulama. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi 5(10)*

Yoon, S. S., & Miller, G. (2003). The Functional Relationships Among Earnings, Cash Flows And Stock Returns in Korea. *Review of Accounting and Finance*.

Yükçü, S., & Atağan, G. (2010). TOPSIS yöntemine göre performans değerleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(45), 28-35.

EKLER

Akbank T.A,Ş

Arçelik A.Ş

Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş

BİM Birleşik Mağazaları A.Ş

Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş

Ereğli Demir Çelik Sanayi veTicaret A.Ş

Ford Otomotiv Sanayi A.Ş

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş

Koç Holding A.Ş

Petkim Petrokimya Holding A.Ş

Soda Sanayii A.Ş

TAV Havalimanları Holding A.Ş

Tekfen Holding A.Ş

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş

Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş

Tüpraş – Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş

Türk Hava Yolları A.O

Türk Telekomünikasyon A.Ş

Türkiye Garanti Bankası A.Ş

Türkiye Halk Bankası A.Ş

Türkiye İş Bankası A.Ş

Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş