

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

**TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK ENERJİ SEKTÖRÜ
FİRMALARININ FİNANSAL YAPISI VE ANALİZİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan:

Esra DİKBIYIK

İstanbul, 2015

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

**TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK ENERJİ SEKTÖRÜ
FİRMALARININ FİNANSAL YAPISI VE ANALİZİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan:

Esra DİKBIYIK

Öğrenci No:

130714019

Danışman:

Prof. Dr. Turgut ÖZKAN

İstanbul, 2015

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Türkiye’de Halka Açık Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Yapısı ve Analizi” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.17.09.2015

Esra DİKBİYİK



T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
TEZLİ YÜKSEK LİSANS SINAV TUTANAĞI

12.09.2015

Enstitümüz *İşletme Yönetimi* Anabilim dalı *Finans* Programı yüksek lisans öğrencilerinden **130714019** numaralı **Esra DİKBİYİK'in** "*Beykent Üniversitesi Lisansüstü Eğitim - Öğretim Yönetmeliği*"nin ilgili maddesine göre hazırlayarak, Enstitümüze teslim ettiği "*Türkiye'de Halka Açık Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Yapısı ve Analizi*" konulu tezini, Yönetim Kurulumuzun 08.09.2015 tarih ve 2015/36 sayılı toplantısında seçilen ve Taksim Yerleşkesinde toplanan biz jüri üyeleri huzurunda, ilgili yönetmeliğin (c) bendi gereğince **6.0** dakika süre ile aday tarafından savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında ~~oyçokluğu/oybirliği~~ ile ~~Kabul/Red veya Düzeltme~~ kararı verilmiştir.

İşbu tutanak, 4 nüsha olarak hazırlanmış ve Enstitü Müdürlüğü'ne sunulmak üzere tarafımızdan düzenlenmiştir.


DANIŞMAN
PROF. DR. TURGUT ÖZKAN
(BEYKENT ÜNİVERSİTESİ)


ÜYE
PROF.DR. MEHMET FİKRET GEZGİN
(BEYKENT ÜNİVERSİTESİ)

ÜYE
DOÇ. DR. KAMİL USLU
(MARMARA ÜNİVERSİTESİ)



Adı ve Soyadı : Esra DİKBIYIK
Danışmanı : Prof. Dr. Turgut ÖZKAN
Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans, 2015
Alanı : Finans
Anahtar Kelimeler : Enerji Sektörü, Rasyo Analizi

ÖZ

TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK ENERJİ SEKTÖRÜ FİRMALARININ FİNANSAL YAPISI VE ANALİZİ

Bu çalışmada, sanayileşme ile birlikte önem kazanmış olan ve ülkelerin gelişmişlik düzeyi hakkında bilgi veren enerji sektörünün dünyadaki ve Türkiye’deki yeri belirtildikten sonra, sektörün finansal yapısı hakkında analiz yapılmıştır. Enerji sektörünün finansal analizinde, Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık enerji sektörü firmalarından, Ak Enerji Üretim A.Ş., Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin 2009-2013 dönemine ait yayınlanmış finansal tabloları kullanılarak rasyo analizi yapılmıştır. Buna göre enerji sektöründe, kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinde likidite sorunu ile karşı karşıya olduğu, öz kaynak kapasitesinin yetersiz kaldığı, öz kaynaklardan daha yüksek oranda yabancı kaynak kullanımının finansal ve ekonomik verimsizliğe neden olduğu, yüksek oranda katlanılan finansman maliyetlerinin kârlılığı olumsuz yönde ve büyük ölçüde etkilediği görülmüştür. Yapılan analizler neticesinde elde edilen sonuçlar, etkin finansman politikalarına ihtiyaç duyulduğuna işaret etmektedir.

Name and Surname : Esra DİKBİYİK
Supervisor : Prof. Dr. Turgut ÖZKAN
Degree and Date : Master, 2015
Major : Finance
Key Words : Energy Sector, Ratio Analysis

ABSTRACT

FINANCIAL STRUCTURE AND ANALYSIS OF PUBLICLY ISSUED ENERGY COMPANIES IN TURKEY

In this study; the energy sector's situation of the world and Turkey is specified and analysis is performed on the financial structure of the sector. In the financial analysis of the energy sector, published financial statements for the period 2009-2013 ratio analysis was conducted of Ak Power Generation Inc., Aksu Energy and Commerce Inc., Ayen Energy Inc. and Zorlu Power and Energy Generation Inc. which are some of the public energy companies operating in Turkey. Regarding this study; it is identified that in the fulfillment of short-term liabilities faced with liquidity problems, consideration of resource capacity is inadequate, higher rates of resource utilization of foreign equity causes financial and economic inefficiency, a high proportion of financing costs incurred adversely and highly affect the profitability. As a result of the analysis, it was determined that effective financial policies are needed.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

ÖZ

ABSTRACT

TABLolar LİSTESİ	iv
GİRİŞ.....	1
1. ENERJİ SEKTÖRÜNÜN DÜNYADAKİ VE TÜRKİYE’DEKİ ÖNEMİ....	3
1.1. ENERJİNİN TANIMI VE ENERJİ KAYNAKLARI	3
1.2. ENERJİNİN DÜNYADAKİ VE TÜRKİYE’DEKİ ÖNEMİ	4
1.2.1. Enerjinin Dünyadaki Önemi.....	4
1.2.2. Enerjinin Türkiye’deki Önemi	5
2. TÜRKİYE’DEKİ ENERJİ SEKTÖRÜ FİRMALARININ FİNANSAL ANALİZİNDE KULLANILAN VERİ KAYNAKLARI VE YÖNTEM	7
2.1. LİTERATÜR TARAMASI	7
2.2. VERİ KAYNAKLARI.....	13
2.3. YÖNTEM.....	13
3. TÜRKİYE’DEKİ HALKA AÇIK ENERJİ SEKTÖRÜ FİRMALARININ FİNANSAL ANALİZİ.....	15
3.1. LİKİDİTE VE FİNANSAL YAPI ANALİZLERİ	17
3.1.1. LİKİDİTE ANALİZİ	17
3.1.1.1. Cari Oran.....	18
3.1.1.2. Asit-Test (Likidite) Oran	19
3.1.1.3. Nakit (Hazır Değerler) Oran	21
3.1.2. FİNANSAL YAPI ANALİZİ	23
3.1.2.1. Finansal Kaldıraç Oranı	23
3.1.2.2. Öz Kaynakların Aktif Toplamına Oranı	25
3.1.2.3. Finansman Oranı	27
3.1.2.4. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı.....	28
3.1.2.5. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı.....	29
3.1.2.6. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynaklara Oranı.....	31
3.1.2.7. Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı.....	33

3.1.2.8. Maddi Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı.....	34
3.2. FAALİYET VE KÂRLILIK ANALİZLERİ.....	36
3.2.1. FAALİYET ANALİZİ.....	36
3.2.1.1. Alacak Devir Hızı Oranı.....	37
3.2.1.2. Ortalama Alacakların Tahsil Süresi.....	39
3.2.1.3. Borçların Devir Hızı Oranı.....	40
3.2.1.4. Ortalama Borçların Ödeme Süresi.....	42
3.2.1.5. Hazır Değerler Devir Hızı Oranı.....	43
3.2.1.6. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı.....	44
3.2.1.7. Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı.....	46
3.2.1.8. Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı.....	48
3.2.1.9. Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı.....	49
3.2.1.10. Ortalama Aktif Devir Hızı Oranı.....	50
3.2.1.11. Öz Kaynak Devir Hızı Oranı.....	51
3.2.2. KÂRLILIK ANALİZİ.....	53
3.2.2.1. Faaliyet Kârı Oranı.....	54
3.2.2.2. Net Kâr Marjı Oranı.....	55
3.2.2.3. Faaliyet Giderleri Oranı.....	56
3.2.2.4. Finansal Verimlilik (Mali Rantabilite) Oranı.....	57
3.2.2.5. Ekonomik Verimlilik (Rantabilite) Oranı.....	59
3.2.2.6. Varlıkların Kârlılığı Oranı.....	61
3.2.2.7. Finansman Giderlerinin Net Satışlara Oranı.....	62
3.2.2.8. Faiz Karşılama Oranı.....	64
3.2.2.9. Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Payı.....	65
3.2.2.10. Hisse Senedinin Defter Değeri Oranı.....	67
SONUÇ.....	69
KAYNAKÇA.....	72
EKLER.....	75
ÖZGEÇMİŞ.....	83

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo No.	Sayfa No.
Tablo 1 Enerji Sektörü Analizinde Kullanılan Rasyolar	15
Tablo 2 Enerji Sektörü Firmalarının Cari Oranları	18
Tablo 3 Enerji Sektörü Firmalarının Asit-Test Oranları.....	20
Tablo 4 Enerji Sektörü Firmalarının Nakit Oranları	22
Tablo 5 Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Kaldıraç Oranları.....	24
Tablo 6 Enerji Sektörü Firmalarının Öz Kaynaklarının Aktiflerine Oranları.....	26
Tablo 7 Enerji Sektörü Firmalarının Finansman Oranları	27
Tablo 8 Enerji Sektörü Firmalarının Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Varlıklarına Oranları	29
Tablo 9 Enerji Sektörü Firmalarının Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Varlıklarına Oranları	30
Tablo 10 Enerji Sektörü Firmalarının Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Yabancı Kaynaklarına Oranları.....	32
Tablo 11 Enerji Sektörü Firmalarının Duran Varlıklarının Öz Kaynaklara Oranları.....	33
Tablo 12 Enerji Sektörü Firmalarının Maddi Duran Varlıklarının Öz Kaynaklara Oranları	35
Tablo 13 Enerji Sektörü Firmalarının Alacaklarının Devir Hızı Oranları.....	38
Tablo 14 Enerji Sektörü Firmalarının Ortalama Alacak Tahsil Süreleri.....	39
Tablo 15 Enerji Sektörü Firmalarının Borçlarının Devir Hızı Oranları	41
Tablo 16 Enerji Sektörü Firmalarının Ortalama Borçların Ödenme Süreleri.....	42
Tablo 17 Enerji Sektörü Firmalarının Hazır Değerlerinin Devir Hızı Oranları.....	43
Tablo 18 Enerji Sektörü Firmalarının Net Çalışma Sermayelerinin Devir Hızı Oranları	45
Tablo 19 Enerji Sektörü Firmalarının Dönen Varlıklarının Devir Hızı Oranları.....	47
Tablo 20 Enerji Sektörü Firmalarının Duran Varlıklarının Devir Hızı Oranları	48
Tablo 21 Enerji Sektörü Firmalarının Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı Oranları .	49
Tablo 22 Enerji Sektörü Firmalarının Ortalama Aktiflerinin Devir Hızı Oranları ...	51
Tablo 23 Enerji Sektörü Firmalarının Öz Kaynaklarının Devir Hızı Oranları	52
Tablo 24 Enerji Sektörü Firmalarının Faaliyet Kârı Oranları.....	54
Tablo 25 Enerji Sektörü Firmalarının Net Kâr Marjı Oranları	55

Tablo 26 Enerji Sektörü Firmalarının Faaliyet Giderlerinin Oranları.....	57
Tablo 27 Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Verimliliklerinin Oranları.....	58
Tablo 28 Enerji Sektörü Firmalarının Ekonomik Verimlilik Oranları.....	60
Tablo 29 Enerji Sektörü Firmalarının Varlıklarının Kârlılığı Oranları	61
Tablo 30 Enerji Sektörü Firmalarının Finansman Giderlerinin Net Satışlara Oranı.	63
Tablo 31 Enerji Sektörü Firmalarının Faiz Karşılama Oranları.....	64
Tablo 32 Enerji Sektörü Firmalarının Adi Hisse Senedi Sayıları	65
Tablo 33 Enerji Sektörü Firmalarının Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Paylarının Oranları	66
Tablo 34 Enerji Sektörü Firmalarının Hisse Senetlerinin Defter Değeri Oranları....	67

GİRİŞ

Enerji, bir cismin ya da sistemin iş yapabilme yeteneğini ifade etmektedir. Dünyada enerji; kimyasal, kinetik, elektrik, ısı, ışık, mekanik ve nükleer gibi farklı şekillerde bulunmaktadır.

Enerjinin herhangi bir değişime ya da dönüşüme uğramamış şekline birincil (primer) enerji, birincil enerjinin dönüştürülmesi sonucu elde edilen enerjiye de ikincil (sekonder) enerji denilmektedir. Çalışmada yer alan firmalar, ikincil enerji türlerinden olan elektrik enerjisi üretmektedir.

19. yüzyılın sonlarında bulunan ve ilk olarak aydınlanmada kullanılan elektrik, sanayi devrimi ile beraber daha da önem kazanmıştır. Enerjinin ağırlıklı olarak sanayide kullanılması, ülkelerin gelişmişlik düzeyi hakkında bilgi vermektedir. Enerji tüketimi hangi oranda artıyorsa, sanayinin de o oranda geliştiğini söylemek mümkündür.

Gelişmekte olan ülkeler arasında olan ve enerji ihtiyacı hızla artan Türkiye’de, dışa bağımlı ekonomik yapıdan dolayı enerjinin kritik bir önemi vardır. Enerji kaynaklarının ithal edilmesi Türkiye’ye ciddi bir maliyet unsuru oluşturmaktadır. Enerjinin güvenli ve düşük maliyetle üretilmesi, duyarlılıkla tüketilmesi gerekmektedir.

Çalışmada; yukarıda öneminden bahsetmiş olduğumuz enerji sektörünün, finansal yapısının ortaya konulması ve bu yapının analiz edilmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmamızda rasyo analizi yöntemi kullanılmakta olup, halka açık enerji sektörü firmalarının; likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık durumları incelenmektedir.

Çalışma dört bölümden oluşmakta olup, birinci bölümde enerji sektörünün dünya ve Türkiye’deki önemi anlatılmaktadır. Bölüm içeriğinde, enerjinin hangi kaynaklardan elde edildiği ve kullanım alanları hakkında bilgi verilmektedir. İkinci bölümde, benzer çalışmalarla ilgili bulgular yer almaktadır. Üçüncü bölümde, enerji

sektörü analizi için ihtiyaç duyulan verilerin kaynakları ve analiz yöntemi hakkında bilgi sunulmaktadır. Dördüncü bölümde, elde edilen verilerin analizi yapılarak, enerji sektörünün finansal yapısı ortaya konulmaktadır.

Çalışmamızın beşinci bölümü sonuç kısmı olup, analizde ulaştığımız sonuçlara yer verilmiştir.

1. ENERJİ SEKTÖRÜNÜN DÜNYADAKİ VE TÜRKİYE’DEKİ ÖNEMİ

Enerji sektörü ile ilgili çalışma ve analizlere başlamadan önce, sektörün faaliyet konusu olan enerji hakkında kısa bir giriş yapılarak sektör hakkında ön bilgi edinilmesi sağlanacaktır. Çalışmanın bu bölümünde enerjinin ve elektriğin tanımı verildikten sonra, enerji kaynaklarının neler olduğu, elektrik enerjisinin hangi alanlarda yoğun kullanıldığı belirtilerek, enerjinin dünyada ve Türkiye’deki durumu aktarılacaktır.

1.1. ENERJİNİN TANIMI VE ENERJİ KAYNAKLARI

Enerji, bir cismin ya da sistemin iş yapabilme yeteneğini ifade etmektedir. Dünyada enerji; kimyasal, kinetik, elektrik, ısı, ışık, mekanik ve nükleer gibi farklı şekillerde bulunmaktadır.

Türk Dil Kurumuna göre, maddenin elektron, pozitron, proton vb. parçacıklarının hareketiyle ortaya çıkan enerji türü olarak tanımlanan elektrik, maddenin ana niteliklerinden biridir. Elektrikte; biri pozitif (proton), biri negatif (elektron) olmak üzere iki parçacık yükü bulunmaktadır. Elektrik, çok sayıda nötronun bir yerde birikmesi ya da bir yerden başka bir yere hareket etmesiyle ortaya çıkmaktadır.

19. yüzyılın sonlarında bulunan elektrik, ilk olarak aydınlanmada kullanılmıştır. Sanayi devrimi ile beraber önem kazanan elektrik, ülkelerin gelişmesinde vazgeçilmez unsurdur. Gelişmiş ülkelerde, elektrik tüketiminin yaklaşık bir standartta devam etmesine karşın; gelişmekte olan ülkelerde, ülkenin gelişmişlik düzeyindeki artışa göre elektrik tüketimi de artmaktadır. Bu da göstermektedir ki, elektrik tüketimi ülkelerin genel durumu hakkında bilgi vermektedir.

“Enerjinin herhangi bir değişime ya da dönüşüme uğramamış şekline birincil (primer) enerji denilmektedir. Birincil enerji kaynakları; petrol, kömür, doğalgaz, nükleer, hidrolik, biyokütle, dalga-gelgit, güneş ve rüzgardır. Birincil enerjinin dönüştürülmesi sonucu elde edilen enerji de ikincil (sekonder) enerji şeklinde

tanımlanmaktadır. Elektrik, benzin, mazot, motorin, kok kömürü, ikincil kömür, petrokok, hava gazı, sıvılaştırılmış petrol (LPG) bu tip enerji kaynaklarındandır.”¹

1.2. ENERJİNİN DÜNYADAKİ VE TÜRKİYE’DEKİ ÖNEMİ

Sanayi devriminden sonra ülkeler arasındaki güç dengesini belirleyen enerjinin önemi günümüze kadar etkisini arttırmıştır. Enerji kaynaklarının bu denli önemli olmasının sebebi, ülkedeki ekonomik kalkınmanın belirleyicisi olmasıdır. Sanayinin ve beraberinde teknolojinin de gelişmesiyle, tesis ve makineler vazgeçilmez bir unsur haline gelmiştir. Gelişimin sürekli olarak devam etmesi, enerjiye olan ihtiyacı da aynı oranda ve sürekli arttırmaktadır.

1.2.1. Enerjinin Dünyadaki Önemi

“Bölgesel olarak elektrik üretiminin %32’si Asya, %28’i Kuzey Amerika, %20’si ise Avrupa’da gerçekleşmektedir. Ülke bazında ise, Amerika Birleşik Devletleri %24, Çin %14, Japonya %6 pay almaktadır. Japonya’nın ardından ise, sırasıyla Rusya %5, Hindistan %4, Kanada %4, Almanya ve Fransa ise %3’er pay almaktadır. Türkiye, Avrupa üretiminden %4, dünya toplam üretiminden %1 pay almaktadır.

Dünyada enerji kullanımı; %48 endüstri, %24 konut, %14 ticari, %11 diğer, %3 resmi yönetim alanlarında dağılım göstermektedir. Enerji Enformasyon İdaresi’nin (EIA) 2007 yılı Uluslararası Enerji Görünüm Raporuna göre, 2004-2030 periyodunda dünya Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) büyüme beklentisi %4.1 seviyesindedir. Aynı rapora göre, 2004-2030 periyodunda dünya elektrik talebinin güçlü bir şekilde artacağı beklenmekte ve elektrik üretiminin yıllık %2,4 oranında artışla 2004 yılındaki 14.4 trilyon KWh seviyesinden, 2030 yılında 30.3 trilyon KWh seviyesine yükselmesi tahmin edilmektedir.”²

¹ Erdem Koç, Mahmut Can Şenel, Dünyada ve Türkiye’de Enerji Durumu – Genel Değerlendirme, Mühendis ve Makine, cilt 54, sayı 639, s.33
http://www.mmo.org.tr/resimler/dosya_ekler/a8c16d2696b35f9_ek.pdf?dergi=1345 (erişim tarihi: 20.03.2015)

² Eti Menkul Kıymetler A.Ş., Enerji Sektörü Raporu,
http://www.etiyatirim.com/upload/rapor_sektor/SKR_ENERJİ_ETİM_060608.pdf, s.10 (erişim tarihi: 18.03.2015)

Yukarıda bahsi geçen istatistiksel verilerden de anlaşıldığı gibi, tüketimde olduğu gibi üretimde de ülkelerin gelişmişlik düzeyi önemlidir. Kendi enerji kaynaklarına yönelerek enerji sektörüne yapılan yatırımlar, gelişmiş ülkelerde daha çok görülmektedir.

1.2.2. Enerjinin Türkiye’deki Önemi

Gelişmekte olan ülkeler arasında olan ve enerji ihtiyacı hızla artan Türkiye’de, dışa bağımlı ekonomik yapıdan dolayı enerjinin kritik bir önemi vardır. Enerji kaynaklarının ithal edilmesi Türkiye’ye ciddi bir maliyet unsuru oluşturmaktadır. Enerjinin güvenli ve düşük maliyetle üretilmesi, duyarlılıkla tüketilmesi gerekmektedir.

Elektrik Mühendisleri Odası’nın web sitesinde yayınlanan “Türkiye Elektrik Enerji İstatistikleri”nden edinilen bilgiye göre; 31.12.2014 tarihinde Türkiye’de, %31 doğalgaz+LNG, %24 hidrolik (barajlı), %21 kömür, %10 hidrolik (akarsu), %8 termik(diğer), %5 rüzgar, %1 jeotermal, %0 güneş olmak üzere 69.517,5 MW elektrik enerjisi kurulu gücü bulunmaktadır. Bu enerjinin; %47,1’i sanayide, %27,7’si meskenlerde, %25,8’i ticaret ve kamu hizmetlerinde, %1,9’u tarımsulamada, %1,9’u aydınlatmada, %0,6’sı diğ er alanlarda kullanılmaktadır.

“Enerji üretiminin büyük oranda kamu kuruluşları tarafından gerçekleştirildiğı Türkiye, bugün iç varlıklarının yetersizliğı nedeniyle enerji ithal eden bir ülke konumunda bulunmaktadır. Enerji kaynaklarının %73’ünü yurt dışından temin eden ve bu yolla 33 milyar dolar tutarınca bir maliyete katlanan Türkiye’nin ithal edilen kaynakları içinde en büyük payı petrol ve doğalgaz almaktadır.”³

Bölümde aktarılan bilgileri kısaca özetlersek, 2030 yılına kadar enerji talebinin %60 oranında artması beklenmektedir. Bu durum ülkelerin büyük oranda gelişim gösterdiğini belirtmektedir. Enerji ihtiyacının bu denli artması, sanayide de

³ Eti Menkul Kıymetler A.Ş., Enerji Sektörü Raporu, http://www.etiyatirim.com/upload/rapor_sektor/SKR_ENERJI_ETIM_060608.pdf, s.7 (erişim tarihi: 18.03.2015)

büyük oranda gelişim olduğunun göstergesidir. Türkiye'nin hızla gelişen bu rekabet ortamında başarı göstermesi, maliyeti düşük ve kaliteli sanayi ürünleri üretmesi ve bunları ihraç etmesiyle paralel bir ilişki içindedir. Maliyetleri düşürebilmenin en önemli yolu, enerji maliyetlerini düşürmekten geçmektedir. Bu da gösteriyor ki, mevcut kaynaklarımıza öncelik veren bir enerji politikası ile dışa bağımlılığın azaltılması gerekmektedir. Her yıl enerji ihtiyacında hızlı bir artış olduğu göz önünde bulundurulursa, dışa bağımlılık ülke ekonomisindeki açığın hızla büyümesine sebep olacaktır.

2. TÜRKİYE’DEKİ ENERJİ SEKTÖRÜ FİRMALARININ FİNANSAL ANALİZİNDE KULLANILAN VERİ KAYNAKLARI VE YÖNTEM

Enerji sektörü üzerine daha önce yapılmış çok fazla çalışma bulunmamakla beraber, yurt içi ve yurt dışında rasyo analizi tekniği kullanılarak çok sayıda finansal çalışma yapılmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde enerji sektörü ile ilgili olanlara öncelik verilerek bu çalışmalar literatür taraması kapsamında ele alınmıştır. Ayrıca, çalışmada kullanılan veri kaynakları ile çalışmanın yöntemine yer verilmiştir.

2.1. LİTERATÜR TARAMASI

Umut Burak Geyikçi (2007), 2001 krizinin enerji sektörü üzerindeki yansımalarını finansal analizi metoduyla ortaya koymuştur. Geyikçi, yapmış olduğu çalışmada, borsada işlem gören üç enerji firmasının rasyolarını her firma için ayrı ayrı incelendikten sonra birbirleri ile de karşılaştırılarak değerlendirme yapmıştır. Çalışmada, firmaların 2001 krizi öncesi ve sonrası finansal durumları sektör ortalamalarıyla karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Elektrik enerjisi sektöründe yer alan firmaların 2001 öncesi ve sonrasında cari likidite oranlarını sektör ortalaması üzerinde tuttuğu, ancak krizin etkilerini yitirdiği 2003 sonrasında Ak enerji hariç diğer firmaların sektör ortalamasının altına indiği belirtilmiştir. Bu durumu; sektördeki firmaların, kısa vadeli borç ödeme güçlerini kriz dönemlerinde yüksek tutarak, krizlerin olası kısa vadeli etkilerinden uzak durmaya çalıştıkları şeklinde yorumlamıştır.

Analizi yapılan firmalar açısından, yabancı kaynakların aktiflere oranının kriz öncesi ve sonrasında sektör ortalamasının altında kaldığı belirtilmiştir. Bu oranın düşüklüğü ve cari oranın yüksekliği beraber değerlendirilerek, firmaların önemli bir finansal baskı yapmasının olası olmadığı yorumu yapılmıştır. İncelenen firmaların ortalama devir hızlarını, kriz öncesi dönemde sektör ortalaması düzeyinde tuttuğu, 2001 yılında sektör ortalamasının üzerine çıkardığı, sonraki yıllarda da artışın devam ettiği belirtilmiştir. Bu durum, incelenen firmaların stoklarına, alacaklarına, aktiflerine sektördeki diğer firmalara göre daha az para bağladığı ve daha verimli

kullandığı şeklinde yorumlanmıştır. Sonuç olarak, borsaya kayıtlı enerji firmalarının sektördeki diğer firmalara göre daha iyi bir performans gösterdiği yorumuyla çalışma sonlandırılmıştır.

Nazi Ayyıldız (2013), Türkiye ve Avrupa enerji sektörü işletmelerinin finansal yapı açısından benzerlik ve farklılıklarını karşılaştırmalı analiz yoluyla ortaya koymuştur. Çalışmada; oran analizi, eş bütünleme analizi ve panel analizine yer verilmiştir. Oran analizi sonuçlarına göre; Avrupa’da yer alan enerji sektörü firmalarının likidite ve devir hızı oranlarının Türkiye enerji sektörü firmalarına göre daha yüksek ortalamalara sahip olduğu ve Türkiye enerji sektörü firmalarında finansal yapı oranlarının incelenmesi neticesinde kaldıraç oranının Avrupa enerji sektörü firmalarından daha yüksek olduğu belirtilmiştir.

Kârlılık oranların karşılaştırılması neticesinde de, öz kaynak kârlılığı ve aktif kârlılığı açısından önemli bir fark olmamakla beraber, Avrupa enerji sektörü firmalarının kârlılık oranlarında daha az dalgalanma olduğu yorumu yapılmıştır. Eş bütünleşme analizi sonuçlara göre, öz kaynak kârlılığı ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiş olmasına karşın varlık yapısı, likidite değişkeni olarak kullanılan cari oran ve öz kaynak devir hızı değişkenleri ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiş olduğu belirtilmiştir. Bu durumun; Türkiye enerji sektörü işletmelerinde öz kaynak kârlılığının artması, kaldıraç oranının azalmasına neden olduğu ve işletmelerin kârlılıkları arttıkça borçlanmanın azalacağını savunan finansal hiyerarşi teorisinin desteklendiği yorumu yapılmıştır.

Avrupa enerji sektörü işletmeleri üzerine gerçekleştirilen panel veri analizinden elde edilen sonuçlara göre, cari oran arttıkça kaldıraç oranının azaldığı ve maddi duran varlıkların toplam aktif içerisindeki payı arttıkça kaldıraç oranının arttığı belirtilmiştir. Son olarak öz kaynak devir hızının artmasının kaldıraç oranını arttırdığı belirtilmiştir. Avrupa enerji sektörü işletmelerinde likiditenin artmasının kaldıraç oranını düşürmesi finansal hiyerarşi teorisini desteklerken, toplam aktif içerisinde maddi duran varlıkların öneminin artmasının ve öz kaynak devir hızının artmasının kaldıraç oranını arttırması durumunun da dengeleme teorisi ile açıklanabileceği yorumu yapılmıştır. Sonuç olarak; Türkiye enerji sektöründe

faaliyette bulunan işletmelerin sermaye yapısı bileşenlerinde en önemli ve tek anlamlı değişkenin olarak kârlılık olduğu ve bunun sonucunda da borçlanma seviyelerinin belirlenmesinde enerji işletmelerinin öz kaynak kârlılığına dikkat etmeleri gerektiği yorumu yapılarak çalışma sonlandırılmıştır.

Viktorija Bobinate (2015), Baltık Devletlerinde rüzgâr kaynaklarından elektrik üreten şirketlerin rasyo analizi yöntemi ile 2009-2013 dönemindeki mali tablolarının finansal analizi yapılmıştır. Analiz sonucuna göre Baltık Devletlerinin mali sürdürülebilirliğinin olduğu ortaya konulmuştur. Letonya'daki şirketler finansman kaynağı olarak yüksek oranda öz sermayelerini kullanırken, Litvanya ve Estonya'daki şirketler ekonomik faaliyetlerini finanse edebilmek için yüksek oranda yabancı kullanmaktadır. Bu durumun da kredi riskini arttırdığı görülmüştür. Operasyonel verimlilik kârlılık oranları incelendiğinde Estonya ve Litvanya'da verimlilik Litvanya'ya göre daha yüksektir. Dönen varlıkların kullanımı Baltık Devletlerinde benzerlik göstermektedir. Çalışmada şirketlerin likidite, varlık kullanımı ve karlılık yönetim politikalarını gözden geçirmeleri gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

M. Suphi Özçomak, Murat Gündüz (2012), imalat sektöründe faaliyet gösteren ve borsada işlem gören 34 firmanın borsa performans oranları ile diğer rasyolar arasından seçilen öz sermaye kârlılığı, cari oran, kaldıraç oranı, kârlılık, stok devir hızı arasındaki ilişkiyi kronik korelasyon yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışmaya göre, kanonik fonksiyonlar yorumlandığında öz sermaye kârlılığının seçilmiş finansal oranları üzerinde, kâr payı verim oranında borsa performans oranları üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir. Kanonik yükler ve kanonik çapraz yükler dikkate alındığında orijinal bağımsız öz sermaye kârlılığı değişkeni ile orijinal bağımlı kâr payı verim oranı değişkeninin bağımlı ve bağımsız kanonik değişkene en yüksek katkıyı yaptığı sonucuna varılmıştır.

Francisco J. Medina – Albaladejo (2015), kooperatif firmalarının ekonomik daralma dönemlerinde piyasa başarısızlıkları ile başa çıkmada başarılı olduklarını, ekonomik büyüme dönemlerinde de verimlilik problemi yaşadıklarını İspanyol kooperatif şarap imalathaneleri üzerinde test etmiştir. 75 kooperatif şirketinin

1970'lerden itibaren finansal tabloları çalımlaya konu edilmiştir. Firmaların başarısızlıklarına aşırı finansal borçlarının neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Yu-Lu Liao, Yensen Ni (2014), yurtdışı hisse senedine çevrilebilir tahvillerin finansal performansını ölçmek amacıyla analiz yapılmıştır. Tayvan'da fonları açıklanan ileri teknoloji firmaları çalışmaya konu olarak alınmıştır. Çalışmada firmalar; cari oran, borçluluk oranı, varlık devir hızı, net kâr oranı ve fiyat kazanç oranı olmak üzere beş rasyo açısından incelenmiştir. Çalışmanın mevcut literatüre katkıda bulunacağına ve sonuçlarının ikna edici olduğuna inanılmaktadır.

Joel R. Evans and Anil Mathur (2014), büyük durgunluk döneminin dünya çapındaki perakende firmaları üzerindeki etkilerini araştırmak için, ABD'de yer alan ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren 54 perakende firmasının analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda ABD'nin perakende firmalarında yıllardır istikrarlı bir düşüş yaşandığı görülmüştür.

Seval Selimoğlu, Abdullah Orhan (2015), Borsa İstanbul'da işlem gören dokuma, giyim eşyası ve deri işletmeleri olmak üzere 25 firmanın finansal başarısızlıklarının ölçülenmesinde yararlanılabilecek finansal oranları belirlemek amaçlanmıştır. Firmalardan 14 tanesi finansal açıdan başarısız, 11 tanesi finansal açıdan başarısız olmayan grubuna alınmıştır. 23 adet finansal oran kullanılarak yapılan çok değişkenli analiz sonucunda 7 finansal oranın (duran varlık/öz kaynak oranı, faiz karşılama oranı, faaliyet kâr marjı oranı, net kâr marjı oranı, öz kaynak kârlılığı oranı, aktif kârlılığı oranı ve faiz vergi öncesi kâr/aktif toplamı oranı) finansal açıdan başarılı firmalar ile finansal açıdan başarılı olmayan firmalar arasında anlamlı fark oluşturduğu tespit edilmiştir. Kullanılan diskriminant modelinin doğru sınıflandırma başarısı %92 olarak hesaplanmıştır.

Mramor ve Mramor-Kosta'nın (1997), Slovenya'da faaliyet gösteren ve çalışan işçi sayısı 10'un üzerinde olan 70'in üzerinde firma için 1992-1994 dönemini kapsayan çalışmada finansal oranlarla hisse senedi getirileri arasında doğrusal olmayan ilişkilerin var olduğu yönündeki hipotez test edilmiştir. Elde edilen analiz sonuçları, hisse senedi getirileriyle finansal oranların pek çoğu arasında doğrusal olmayan ilişkilerin mevcut olduğunu göstermektedir.

Omran ve Ragab'ın (2004), 1996-2000 dönemini dikkate alarak gerçekleştirilen çalışmada şirketlerin likidite, varlıkların etkin kullanımı, kârlılık, mali yapı ve sabit yükümlülükleri karşılama durumlarını ölçen 10 finansal oran kullanılmıştır. Elde edilen analiz sonuçları, finansal oranlarla hisse senedi getirileri arasında doğrusal olmayan ilişkilerin var olduğunu göstermekte ve bu ilişkilerin hisse senedi getiri davranışlarını doğrusal ilişkiye göre daha iyi bir şekilde tanımladığını ortaya koymaktadır.

Bülent Öz, Yücel Ayriçay, Göktürk Kalkan (2011), İMKB 30 endeksinde işlem gören hisse senetlerinin getirilerinin önceden tahmin edilmesinde etkili olan faktörlerin belirlenmesini ve en uygun model aracılığıyla hangi hisse senetlerine yatırım yapılmasının daha uygun olabileceği konusunda yardımcı olunmasını amaçlanmıştır. Bu amaçla, 2007 yılı hisse senedi getirileri, 2006 ve 2005 yılı finansal oranları kullanılarak 1 ve 2 yıl öncesinden tahmin edilmeye çalışılmıştır. Çok değişkenli istatistiksel bir yöntem olan diskriminant analizi kullanılarak elde edilen analiz sonuçlarına göre, 1 yıl öncesi modelde faaliyet devir hızı ve kaldıraç değişkenlerinin, 2 yıl öncesi modelde faaliyet devir hızı, kaldıraç ve likidite değişkenlerinin hisse senedi getirilerini önceden tahmininde istatistiksel olarak anlamlı oldukları belirlenmiştir. Doğru sınıflandırma yüzdeleri kullanılarak karşılaştırıldığında 2 yıl öncesi modelin (%91,7), 1 yıl öncesi modele (%75) göre daha üstün olduğu görülmüştür.

Metin Aktaş (2008), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi getirileri ile ilişkili olan finansal oranları tespit ederek, yüksek performans gösteren hisse senetlerinin seçimine katkı sağlamak amaçlanmıştır. Araştırmada, hisse senedi getirileri ile finansal oranlar arasındaki ilişki, özellikle emeklilik ve sigortacılık gibi finansal kurumların sahip oldukları orta ve uzun vadeli fonlar için oluşturulacak yatırım stratejilerine ışık tutmak amacıyla orta vadeli olarak araştırılmıştır. 1995 - 1999 ve 2003 -2006 olmak üzere iki ayrı analiz döneminin kullanıldığı bu çalışma sonucunda; 1995-1999 döneminde orta vadede hisse senedi getirileri ile ilişkili olan finansal oranlar olarak, asit test ve faaliyetlerden sağlanan nakit akımı/öz sermaye bulunurken, 2003-2006 döneminde brüt kar/satış ve net kar/satış bulunmuştur.

Hafize Meder Çakır (2013), çalışmada panel veri analizi kullanılarak, işletme sermayesi analizi içinde değerlendirilen işletmenin nakit döngüsü ve bu döngünün işletmenin karlılığına etkisinin olup olmadığı, varsa yönü ve derecesi araştırılmıştır. İMKB’de işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 52 işletmenin 2000-2010 dönemine ait veri seti kullanılmıştır. Analiz sonucunda, imalat sanayi genelinde beklenenin aksine işletmelerin nakit dönüşüm süresini (NDS) artırarak karlılıklarını artıracakları ortaya çıkmıştır. Kimya ve taş alt sektörlerinde ise karlılık ile NDS arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Arif Saldanlı (2013), Türk Bankacılık Sektörünün yapısal özellikleri incelenmiş, 2000 – 2012 yılları arasındaki finansal tabloları analize tabi tutulmuştur. Analiz kapsamında bankaların aktif yapısı, aktif kalitesi, gelir ve gider dengesi gibi unsurlar üzerinde durulmuştur. 2013 sonrası için sektördeki beklentiler araştırılmıştır. Türkiye’de bankacılık sektörünün ekonomi içindeki payı diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre daha küçüktür. Bu açıdan bakıldığında sektörün oldukça yüksek bir gelişme potansiyeli bulunmaktadır.

Hülya Cengiz (2014), Türkiye’de halka açık işletmeler ve borsada işlem gören işletmeler, 2005 yılından itibaren Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulamaya başlamıştır. Uluslararası muhasebe standartlarının kullanımı finansal tablolarda sınıflama, değerlendirme ve açıklamaya yönelik değişikliklere neden olmuştur. Ulusal standart uygulamaları ile uluslararası standart uygulamalarının finansal oranlardaki değişiminin anlamlılığı test edilmiştir. Analizde 15 finansal oran, aynı 84 işletme için, ulusal standartların kullanıldığı 6 yıllık dönem ve uluslararası standartların uygulandığı 6 yıllık dönem için hesaplanarak analize tabi tutulmuştur. Analiz sonucunda öz sermaye karlılığı, aktif karlılığı, toplam varlıklar / öz sermaye, toplam borçlar / öz sermaye, toplam borçlar/varlıklar (karlılık oranları ve kaldıraç oranları) oranları için anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

İsrafil Zor, Rıfat Karakuş (2014), Tek Düzen Hesap Planı’na göre düzenlenen mali tablolardan elde edilen finansal oranlar ile hisse getirileri ilişkisinin, UFRS’ye uyumlu olarak hazırlanan mali tablolardan elde edilen finansal oranlar ile hisse getirileri ilişkisiyle karşılaştırmalı olarak incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda 1999/9 ile 2003/6 dönemleri arasında Tek Düzen Hesap

Planı'na göre mali rapor hazırlayan 141 şirket ile 2005/9 ile 2011/6 dönemleri arasında UFRS'ye uyumlu mali tablo düzenleyen 182 şirketin verileri kullanılarak panel veri analizi uygulanmıştır. Yapılan analiz sonucunda, Tek Düzen Hesap Planı'na göre düzenlenen tablolardan elde edilen oranlar ile hisse getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiş, UFRS'ye uyumlu olarak hazırlanan mali tablolardan elde edilen finansal oranlar ile hisse getirileri arasındaki ilişki ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Hüseyin Aktaş, Murat Kargın (2007), Türk Bankacılık Sektöründeki yabancı bankalar ile ulusal bankalar bazı finansal oranlar açısından karşılaştırılmıştır. Araştırmanın sonuçlarına göre, yabancı bankalar daha yüksek “Sermaye Yeterliliği” ve “Likidite” oranlarına sahiptir. Ayrıca bazı “Gelir Gider Yapısı”na ilişkin oranlarda da farklılık bulunmaktadır. Söz konusu farklılıklar istatistiksel olarak anlamlıdır.

2.2. VERİ KAYNAKLARI

Türkiye’de halka açık enerji sektörü firmalarının finansal durumlarını ortaya koymayı amaçlayan çalışmaya, öncelikle hangi firmaların analizlerinin yapılacağına tespiti ile başlanmıştır. “Kamuyu Aydınlatma Platformu” web sitesinde yer alan enerji sektörü firmaları araştırılmıştır. Platformda, 7 adet firmanın finansal tablolarına ulaşılmıştır. Yıllar bazında karşılaştırılabilir olması ve finansal analizde daha sağlıklı sonuçlara ulaşılabilmesi açısından 5 yıllık (2009-2013) analizin yapılmasına karar verilmiştir. Çalışmada, platformda 2009-2013 yılları arasında yer alan finansal tabloları bulunan, Ak Enerji Üretim A.Ş., Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. firmalarının finansal tabloları analiz edilecektir. Firmaların yıllar bazında finansal durumları ve sektörün finansal durumu hakkında yorum yapılacaktır.

2.3. YÖNTEM

Çalışmada finansal analiz tekniklerinden rasyo (oran) analizi kullanılacak olup; likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık analizleri yapılacaktır. Bu analiz yöntemlerinde sırasıyla;

*Likidite analizi için; cari oran, asit-test oranı, nakit oran rasyoları,

*Finansal yapı analizi için; finansal kaldıraç oranı, öz kaynakların aktif toplamına oranı, finansman oranı, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, uzun vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, duran varlıkların öz kaynaklara oranı, maddi duran varlıkların öz kaynaklara oranı, maddi duran varlıkların toplam kaynaklara oranı, dönen varlıkların toplam varlıklara oranı rasyoları,

*Faaliyet analizi için; alacak devir hızı oranı, ortalama alacakların tahsil süresi, borçların devir hızı oranı, ortalama borçların ödeme süresi, hazır değerler devir hızı oranı, net çalışma sermayesi devir hızı oranı, dönen varlıklar devir hızı oranı, duran varlıklar devir hızı oranı, maddi duran varlıklar devir hızı oranı, ortalama aktif devir hızı oranı, öz kaynak devir hızı oranı, rasyoları,

*Kârlılık analizi için; faaliyet kârı oranı, net kâr marjı oranı, faaliyet giderleri oranı, finansal verimlilik oranı, ekonomik verimlilik oranı, varlıkların kârlılığı oranı, finansman giderlerinin net satışlara oranı, faiz karşılama oranı, adi hisse senedi başına düşen kâr payı, hisse senedinin defter değeri rasyoları kullanılacaktır.

3. TÜRKİYE’DEKİ HALKA AÇIK ENERJİ SEKTÖRÜ FİRMALARININ FİNANSAL ANALİZİ

Firmaların ve sektörlerin finansal analizinde mali tablolarda yer alan bilgilerden çok bilanço ve gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkiler anlamlı hale gelmektedir.

Oran (rasyo), mali tablolarda yer alan herhangi iki kalem arasındaki ilişkinin ifade edilmesidir.

Mali tablolarda yer alan kalemlerin sayısına göre, tüm kalemleri birbirleriyle karşılaştırarak çok geniş bir analiz yaratmak mümkündür. Ancak finansal tablo kullananlar açısından önemli olan, firmanın likidite durumu, borç ödeme gücü, finansman şekli, faaliyet sonuçları, kârlılığı, iktisadi varlıklarını etkin biçimde kullanıp kullanmadığı konularındaki sorulara yanıt verecek oranların hesaplanmasıdır. Önemli olan, firma için anlamlı sonuç ifade eden oranların hesaplanmasıdır. Hesaplanan oranlar sadece yöneticilere mali yapı hakkında bilgi vermez; firma ortakları, pay sahipleri, yatırım yapmak isteyenler, kredi verenler de firma hakkında bilgi edinmek için bu oranlardan yararlanırlar.

Oranların hesaplanmış olması tek başına yeterli değildir. Oranların anlamlı hale gelebilmesi için bazı kriterler eşliğinde yorumlanarak analiz edilmesi de önemlidir.

Çalışmada oran analizi türlerinden; likidite analizi, finansal yapı analizi, faaliyet analizi ve kârlılık analizlerine yer verilecektir.

Tablo 1 Enerji Sektörü Analizinde Kullanılan Rasyolar

1- LİKİDİTE ORANLARI	
1-1- Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
1-2- Asit Test Oranı	(Dönen Varlıklar - (Stoklar + Gelecek Aylara Ait Giderler + Diğer Dönen Varlıklar) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
1-3- Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

2- FİNANSAL YAPI ORANLARI	
2-1- Finansal Kaldıraç Oranı	Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplamı
2-2- Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı	Öz kaynaklar / Aktif Toplamı
2-3- Finansman Oranı	Öz kaynaklar / Toplam Yabancı Kaynaklar
2-4- Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif Toplamı
2-5- Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif Toplamı
2-6- Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynaklara Oranı	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Yabancı Kaynak Toplamı
2-7- Duran Varlıkların Öz kaynaklara Oranı	Duran Varlıklar / Öz kaynaklar
2-8- Maddi Duran Varlıkların Öz kaynaklara Oranı	(Maddi Duran Varlıklar - Birikmiş Amortismanlar) / Öz kaynaklar
3- FAALİYET ORANLARI	
3-1- Alacak Devir Hızı Oranı	Kredili Satışlar / Ortalama Alacaklar
3-2- Ortalama Alacakların Tahsil Süresi	360 / Alacak Devir Hızı Oranı
3-3- Borçların Devir Hızı Oranı	Kredili Alımlar / Ortalama Ticari Borçlar
3-4- Ortalama Borçların Ödeme Süresi	360 / Borç Devir Hızı Oranı
3-5- Hazır Değerler Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Hazır Değerler
3-6- Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / (Dönen Varlıklar - Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)
3-7- Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Dönen Varlıklar
3-8- Duran Varlık Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Duran Varlıklar
3-9- Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Maddi Duran Varlıklar(Net)
3-10-Ortalama Aktif Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı
3-11-Öz kaynak Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Öz kaynaklar
4- KARLILIK ORANLARI	
4-1- Faaliyet Karı Oranı	Faaliyet Karı / Net Satışlar
4-2- Net Kar Marjı Oranı	Dönem Net Karı/Net Satışlar
4-3- Faaliyet Giderleri Oranı	Faaliyet Giderleri / Net Satışlar
4-4- Finansal Verimlilik Oranı	Net Kar / Öz kaynaklar

4-5- Ekonomik Verimlilik Oranı	$(\text{Vergiden Önceki Kar} + \text{Faiz Giderleri}) / \text{Pasif Toplamı}$
4-6- Varlıkların Karlılığı Oranı	$\text{Net Kar} / \text{Aktif Toplamı}$
4-7- Finansman Giderlerinin Net Satışlara Oranı	$\text{Finansman Giderleri} / \text{Net Satışlar}$
4-8- Faiz Karşılama Oranı	$\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}(\text{Dönem Karı} + \text{Finansman Oranı}) / \text{Finansman Giderleri}$
4-9- Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kar Payı	$(\text{Dağıtılacak Kar} - \text{İmtiyazlı Hisse Senetlerine Ödenecek Kar Payı}) / \text{Adi Hisse Senedi Sayısı}$
4-10-Hisse Senedinin Defter Değeri	$\text{Öz kaynak} / \text{Hisse Senedi Sayısı}$

Tablo 1'de, bu bölümde yapılan analizde kullanılan rasyolar gösterilmiştir.

3.1. LİKİDİTE VE FİNANSAL YAPI ANALİZLERİ

Likidite analizi ile işletmelerin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü ölçülürken; finansal yapı analizi ile işletmenin kaynak yapısı, uzun vadeli borç ödeme gücü ve öz kaynak yeterliliği ölçülür.

3.1.1. LİKİDİTE ANALİZİ

“Likidite oranları, firmanın kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek, çalışma (işletme) sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmek için kullanılmaktadır.”⁴

Likidite oranları, kısa vadedeki borç ödeme kapasitesini belirttiğinden firma yöneticileri ve firmaya kredi verenler açısından büyük önem taşımaktadır. Vadesi gelen borçlarını ödemekte zorluk çeken firmalar başarısızlığa uğrama riski ile karşı karşıya kalırlar ve kredi temininde güçlük çekerler. Uzun vadede düşünüldüğünde, firmanın yükümlülüklerini yerine getirme derecesi kârına ve borç oranına bağlı olmaktadır. Fakat kısa vadeli borçlarını ödeyebilecek likiditeye sahip olması da özellikle ekonomik kriz dönemlerinde firmanın faaliyetlerini devam ettirebilmesi açısından hayati önem taşımaktadır.

⁴ Öztin Akgüç., Finansal Yönetim (7. Baskı), Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998, s.23

“Likidite oranlarının aşırı yüksek olması işletmenin elindeki likit varlıkları atıl tutarak kârlılık hedefine ulaşamadığı, düşük olması da vadesi gelen borçları ödeme açısından güçlük çekeceği anlamına gelmektedir.”⁵

Çalışmada likidite oranlarından; cari oran, Asit-Test oran ve nakit oranın analizlerine yer verilecektir.

3.1.1.1. Cari Oran

“Cari oran, işletme sermayesi ile kısa vadeli borçlar arasındaki ilişkiyi gösteren orandır.”⁶ “Cari oran hesaplamasında amaç, firmanın kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net işletme (çalışma) sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmektir.”⁷ “Cari oranın birden büyük olması, işletmenin ödeme gücünün emniyet marjı olarak görülmektedir.”⁸

Cari Oran = Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın minimum 2 olmasının gerekli olduğu öngörülmekle beraber Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için 1,5 olması da yeterli görülmektedir. Ancak, bu oranın istenilen düzeyde olması tek başına yeterli değildir. Aynı zamanda varlık unsurlarının kalitesi de önemlidir. Yani, satışa çıkarıldığında varlıklar gerçek değerini bulmalıdır.

Tablo 2 Enerji Sektörü Firmalarının Cari Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,85	0,58	0,34	1,08	1,04
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	9,49	12,72	14,73	36,04	7,75
Ayen Enerji A.Ş.	1,08	1,45	0,36	0,72	0,62
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,48	0,49	0,64	0,40	0,35
SEKTÖR ORTALAMASI	2,98	3,81	4,02	9,56	2,44

⁵ Ahmet Aksoy., Cihan Tanrıöven, Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi (3. Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2007 s.582

⁶ Ahmet Aksoy, Kürşat Yalçın, İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Kitabevi (4. Baskı), Ankara, 2008, s.168

⁷ Akgüç, s.24

⁸ Nalan Akdoğan, Nejat Tenker, Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri (12. Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2007, s.645

Tablo 2'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, cari oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş. son 2012 ve 2013 yıllarında kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek duruma ulaşmıştır. Bir diğer firma olan Ayen Enerji A.Ş.'de de 2011 yılından itibaren kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme konusunda belirgin bir bozulma görülmektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'de ise, mevcut likiditenin kısa vadeli yükümlülükleri karşılayamadığı bu sebeple de kaynak gereksiniminin çok yüksek olduğu kanısına varılmıştır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin sahip olduğu likit varlıklara göre kısa vadeli borçlarının çok düşük olması, likidite oranını çok güçlü kılmaktadır. Bu durum firmanın finansman maliyetini düşürerek, kârlılığını ve firmanın rakiplerine göre rekabet gücünü arttıracak sonuçlar yaratabilecek olumlu bir durumdur.

İstenilen oranın altında kalan firmaların kısa vadeli borçlarını ödeme kabiliyetlerinin iyi olmadığına pekiştirilebilmesi için, firmaların stok devir hızı ile alacak devir hızı oranlarının da incelenmesi gerekmektedir. Çalışmaya konu olan firmaların faaliyet konuları gereği stoklu çalışmamaları ya da çok az miktarda stok bulundurmaları sebebiyle stok devir hızı çalışmada göz ardı edilecektir.

Firmaların cari oranlarının aritmetik ortalaması alınarak ulaşılan sektör ortalaması tek başına değerlendirildiğinde sektörün kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün iyi durumda olduğu düşünülebilir. Bu yanıltıcı bir sonuçtur. Çünkü Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin dışında sektörün ciddi bir likidite sorunu olduğu görülmektedir. Sektör, sahip olduğu likit varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayamadığı için kaynak gereksinimi çok yüksektir. Bu durum finansman maliyetlerini arttırarak sektör kârlılığının azalmasına sebep olmaktadır.

3.1.1.2. Asit-Test (Likidite) Oran

“Likiditenin hesaplanmasında daha hassas bir orandır. Dönen varlıklar içerisinde yer alan kalemlerin bir kısmı paraya çevrilme bakımından daha zayıf varlıklardır. Stoklar gibi paraya çevrilme kabiliyeti zayıf olan varlıklar dışında kalan kıymetlerin bir yıl içerisinde ödenecek borçları karşılamadaki yeterliliğidir.”⁹

⁹ Aksoy, Yalçın, s.169

“Stokların çıkartılmasının nedeni bozulma, yıpranma ve elden çıkartılmak istenmesi durumunda değer kaybetmesidir. Satışların düşmesi durumunda işletmenin yükümlülüklerini karşılayıp karşılayamayacağını da göstergesidir.”¹⁰

Asit-Test Oran = (Dönen Varlıklar – (Stoklar + Diğer Dönen Varlıklar)) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın 1 olması yeterli görülmektedir. Ancak, firma alacaklarının tahsilinde zorlanıyorsa bu oranın 1 olması firmanın iyi durumda olduğunu göstermez. Bununla beraber, eğer firma stoklarını hızlı bir şekilde paraya çevirme gücüne sahipse, bu oran 1’in altına düşmüş olsa dahi firma açısından sorun doğurmayabilir. Satıcılara yapılan peşin ödemeler ile müşterilerden alınan avanslar da bu orandaki düşüşe sebep olabilmektedir.

Tablo 3 Enerji Sektörü Firmalarının Asit-Test Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,73	0,38	0,31	1,01	0,96
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	8,70	11,86	13,54	35,50	7,70
Ayen Enerji A.Ş.	0,89	1,13	0,29	0,64	0,58
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,37	0,39	0,46	0,35	0,32
SEKTÖR ORTALAMASI	2,67	3,44	3,65	9,38	9,56

Tablo 3’de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, Asit-Test oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş. 2010 ve 2011 yıllarında likiditesi ile kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda ciddi bir sıkıntı ile karşı karşıyadır. Bir diğer firma olan Ayen Enerji A.Ş.’de en sıkıntılı dönemi 2011 yılında yaşanmış olmakla beraber son iki yılda da kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme konusunda güçlük çektiği görülmektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’de ise, mevcut likiditenin kısa vadeli yükümlülükleri karşılayamadığı bu sebeple de kaynak gereksiniminin çok yüksek olduğu kanısına varılmıştır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.’nin sahip olduğu likit varlıklara göre kısa vadeli borçlarının çok düşük olması, likidite oranını çok güçlü kılmaktadır. Firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilmek adına finansman ihtiyacının olmaması, firmanın rekabet gücünün artmasına ve kârlılık oranının yükselmesine yardımcı olmaktadır.

¹⁰ Aksoy, Tanrıöven, s.582

Söz konusu firmaların Asit-Test oranları hesaplanırken sadece Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin oranlarını stok kalemi etkilemiştir. Ancak bu kalemler dönen varlıklar arasında çok düşük bir paya sahiptir. Söz konusu firmaların stoklu olmamalarına rağmen cari oranları ile Asit-Test oranları arasındaki farkın oluşum sebebi; devreden KDV, gelecek aylara ait giderler, peşin ödenen vergi ve fonlar, personel avansları, verilen sipariş avansları, iş avansları gibi kalemlerin içeriğini oluşturduğu diğer dönen varlıkların orana etkisidir.

Sektörün genel durumuna bakıldığında, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. dışında kalan firmalar ciddi bir finansman sıkıntısı yaşamaktadırlar. Sektör ortalamasında oranların normal seyrinde görülmesinin sebebi Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.’nin ortalamaı yükseltecek derecede likidite fazlasının olmasıdır. Sektörel anlamda yorum yapılacak olunursa, sektör ciddi bir finansman güçlüğü içerisinde.

3.1.1.3. Nakit (Hazır Değerler) Oran

“Firmanın sahip olduğu hazır kıymetlerin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeme gücünü ifade etmektedir. Faaliyetlerden sağlanan çeşitli fonlar ile alacakların tahsilinin durması halinde borçların ödeme gücünü belirtir.”¹¹

“Nakit oranının payında firmanın kısa süreli alacakları da yer almadığından likidite oranına kıyasla daha katı bir ölçü olarak kabul edilebilir. Gerçekten sözü edilen oran, firmanın satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumunda, kısa süreli borçlarını karşılayabilme gücünü göstermektedir.”¹²

Nakit Oran = (Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın 0,20 olması yeterli görülmektedir. Oranın düşük olması firmada nakit sıkıntısı olduğunu ifade ederken, yüksek olması da atıl nakit ve benzeri varlıkların olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca, oranda söz konusu kısa vadeli borçlar bir yıl içinde ödenecek borçları ifade ederken, nakit ve benzeri varlıklar oranın hesaplandığı tarihteki likitleri ifade etmektedir. Bu farklılık şimdiki mevcutla bir yıl sonraki borcun ödenememesi gibi sorunlara sebep olabileceğinden, borçlarında vadelerine göre ayrıştırılmasında yarar vardır.

¹¹ Aksoy, s.170

¹² Akgüç, s.30

Tablo 4 Enerji Sektörü Firmalarının Nakit Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,45	0,09	0,13	0,36	0,64
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	1,08	11,36	12,49	33,57	7,44
Ayen Enerji A.Ş.	0,14	0,24	0,01	0,24	0,29
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,06	0,17	0,19	0,13	0,13
SEKTÖR ORTALAMASI	0,43	2,97	3,21	8,58	2,13

Tablo 4’de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, nakit oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş.’nin 2010 yılında nakit sıkıntısı çektiği diğer yıllarda nakitlerinin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede yeterli olduğu görülmektedir. Aksu Enerji A.Ş.’nin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede nakit sıkıntısı çekmediği görülmekle beraber 2012 yılında yüksek miktarda atıl nakitinin olduğu görülmektedir. Bu durum firmanın yatırım kârlılığından vazgeçmesi anlamına gelebilmektedir. Ayen Enerji A.Ş 2011 yılınca ciddi bir nakit krizi yaşamıştır. Cari oran ve Asit-Test oranının çok düşük olmasına istinaden ödeme kabiliyetinin çok yetersiz olduğu yorumunun yapıldığı Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin nakit oranına bakıldığında ise; 2009 yılında ciddi bir nakit sıkıntısının yaşandığı görülmektedir. Ancak, 2010 yılından itibaren kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmesi açısından kabul edilebilir nakit oranına ulaştığı sonucuna ulaşılmıştır.

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

Sektörün genel durumuna bakıldığında, bazı yıllarda firmaların nakit krizleri yaşamasına rağmen sektördeki nakitler kısa vadeli borçları ödeyebilme kapasitesine sahiptir. Nakit ve benzerlerinin ödeme gücü hakkında daha sağlıklı yorum yapılabilmesi için faaliyet oranlarının da incelenmesi gerekmektedir.

Likidite oranlarına genel olarak bakıldığında; bu oranlar ödeme kabiliyeti ve likit varlıkların atıl kapasitesinin durumu ile kârlılık hedefine etkisi hakkında bilgi edinilmesini sağlayan oranlardır. Enerji sektörünün likidite analizine göre; borçları

ödeme kabiliyeti açısından sektör ciddi bir finansman sorunu yaşamaktadır. Likidite analizinin sonuçları hakkında daha kesin kanıya ulaşabilmek için faaliyet analizi sonuçları ile birlikte değerlendirmesi yapılmalıdır.

3.1.2. FİNANSAL YAPI ANALİZİ

“İşletmenin kaynak yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesinde kullanılan oranlar bu grupta toplanmaktadır. Başka bir anlatımla işletmenin öz kaynağının yeterli olup olmadığı, kaynak yapısı içinde borç ve öz kaynağın dengesi ve öz kaynak olarak yaratılan fonların ne tür dönen varlık ya da duran varlıklara kullanıldığının ölçülmesinde kullanılan oranlardır. İşletmenin gerek uzun vadeli borçlarının anapara ve faizlerinin ödenip ödenemeyeceğinin analizinde, gerek kaynaklardan yararlanma derecesinin belirlenmesinde bu oranlardan yararlanılmaktadır.”¹³

Çalışmada finansal yapı oranlarından; finansal kaldıraç oranı, öz kaynakların aktif toplamına oranı, finansman oranı, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, uzun vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, duran varlıkların öz kaynaklara oranı, maddi duran varlıkların öz kaynaklara oranı analizlerine yer verilecektir.

3.1.2.1. Finansal Kaldıraç Oranı

“Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla (borçlarla) finanse edildiğini belirler. Söz konusu oranın yüksek olması, firmanın vurgunsal (spekülâtif) tarzda finanse edildiğini, kredi verenler açısından emniyet marjının dar olduğunu, firmanın faiz ve ana para taksitlerini ödeyememe nedeniyle mali yönden güç durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir. Öte yandan “Yabancı Kaynak / Varlık Toplamı” oranının yüksek oluşunun firma sahiplerine sağlayacağı yararlar vardır. Sözü edilen oranın yüksek olması halinde, firma sahip ve sahipleri, az bir sermaye ile çok geniş kaynakların kullanımına egemen olabilecekleri gibi, firmanın olağan faaliyetinden sağladığı kâr oranının yabancı kaynak maliyetini aştığı durumlarda da,

¹³ Akdoğan, Tenker, s.652

öz sermaye kârlılık oranını yükseltmek başka bir deyişle finansal kaldıraçın olumlu etkisinden yararlanmak olanağını elde ederler.”¹⁴

“Oranın büyüklüğü, firmanın borç ve faiz yükünün yüksek olduğunu, kredi verenler açısından emniyet marjının daraldığını, borçlarını ödeyememe riskinin arttığını gösterir. Kaldıraç oranı ne derece yüksekse borç ödeyememe riski o derece yüksektir.”¹⁵

Finansal Kaldıraç = Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın 0,50’nin üzerinde olması genelde tehlike olarak yorumlanır. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası tam gelişme göstermediği için 0,50’nin üzerine çıkması kabul edilebilir bir durumdur.

Tablo 5 Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Kaldıraç Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,52	0,60	0,76	0,67	0,74
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,11	0,12	0,12	0,12	0,17
Ayen Enerji A.Ş.	0,49	0,47	0,67	0,70	0,79
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,91	0,94	1,04	0,88	0,88
SEKTÖR ORTALAMASI	0,51	0,53	0,65	0,59	0,65

Tablo 5’te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, finansal kaldıraç oranları belirtilmiştir. Ak Enerji Üretim A.Ş. varlıkların önemli bir kısmını yabancı kaynaklarla sağlamıştır. Ülkemizin gelişmişlik düzeyi göz önünde bulundurulduğunda 2011 yılına kadar kabul edilebilir olan bu oran 2011 yılından itibaren yüksek düzeye ulaşmıştır. Ayen Enerji ve Ticaret A.Ş. de 2011 yılından itibaren varlıklarının büyük bir kısmını yabancı kaynaklarla karşılamaya başlamıştır. Bu iki firma içinde öz kaynaklarının 2011 yılından itibaren yeterli olmadığını söylemek mümkündür. Firmalar kredi ihtiyacı duyduklarında kredi verenler tarafından olumsuz karşılanabilirler. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ise neredeyse varlıklarının tamamını yabancı kaynaklarla karşılamıştır. Likidite analizinde kısa vadeli ödeme kabiliyetinin olmadığını belirttiğimiz bu firma varlıklarının neredeyse tamamını yabancı kaynakla karşılamaktadır. Hatta, 2011 yılında da öz kaynaklarının

¹⁴ Akgüç., s.32

¹⁵ Osman Okka, Finansal Yönetime Giriş (2. Baskı), Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2006, s.89

negatif düzeye ulaşmış olduğu yorumu yapılabilir. Firma hem ekonomik kriz içerisinde olmakla beraber kredi bulmakta da çok ciddi bir sıkıntı ile karşı karşıya bulunmaktadır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş'nin oranları incelediğinde ise, varlıklarının çok az bir kısmının yabancı kaynaklarla karşıladığı görülmektedir. Bu durum firmanın kredibilitesinin ve öz kaynak yeterliliğinin çok iyi bir durumda olduğunu göstermektedir. Bu durum ile de rakip firmalara karşı üstünlük sağlamaktadır.

Sektörün genel durumuna bakıldığında, öz kaynak kapasitesinin yetersiz olduğu ve varlıkların çok ciddi bir bölümünün yabancı kaynaklarla finanse edildiği söylenebilir. Bu durum sektörün ek maliyetlere katlanmasına sebep olmaktadır.

3.1.2.2. Öz Kaynakların Aktif Toplamına Oranı

“Öz kaynakların aktif toplamına oranı varlıkların yüzde kaçının işletme sahip ve ortakları tarafından finanse edildiğini ortaya koyar. Başka bir anlatımla, öz kaynakların, toplam kaynaklar içinde yüzdesini gösterir. Oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli borçlarını ve bunların faizlerini ödemedi herhangi bir güçlüklerle karşılaşmayacağını belirtir. Başka bir anlatımla, işletmeye kredi verenlerin emniyet marjının yeterli olduğunu gösterir. Bu oranın zaman içerisinde yükselme eğilimi göstermesi yönetimin başarısı olarak değerlendirilir.”¹⁶

“Öz sermayenin, iktisadi değerlerin elde edilmesi için firmaya kaynak sağlama ve firmanın alacaklılarına karşı güvence oluşturmak gibi başlıca iki işlevi vardır. Bu nedenle, öz sermayesi yeterli, iktisadi varlıklarının büyük bir bölümünü öz kaynakları ile finanse etmiş bir firma kredi verenler açısından emniyetli olarak nitelendirilebilir.”¹⁷

Öz Kaynakların Aktif Toplamına Oranı = Öz Kaynaklar / Aktif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın 0,50'in üzerinde olması istenmektedir. Oranın 0.50'nin altında kalması öz kaynakların yetersizliğini ve finansmanda yabancı kaynakların önemli yer tuttuğunun göstergesidir. Yabancı kaynak oranı ne kadar yükselirse, firmanın katlandığı maliyetler de o ölçüde artış gösterir. Türkiye gibi

¹⁶ Akdoğan, Tenker, s.653-654

¹⁷ Akgüç, s.34

gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası tam gelişmediği için oranın 0,50'nin altına düştüğü görülebilmektedir.

Tablo 6 Enerji Sektörü Firmalarının Öz Kaynaklarının Aktiflerine Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,48	0,40	0,24	0,33	0,26
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,89	0,88	0,88	0,88	0,83
Ayen Enerji A.Ş.	0,51	0,53	0,33	0,30	0,21
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,09	0,06	-0,04	0,12	0,12
SEKTÖR ORTALAMASI	0,49	0,46	0,35	0,41	0,36

Tablo 6'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, öz kaynaklarının aktif toplamına oranları belirtilmiştir. Ak Enerji Üretim A.Ş. öz kaynaklarının yetersiz olduğu, büyük ölçüde dışa bağımlı olduğu görülmektedir. Ülkemizin gelişmişlik düzeyi göz önünde bulundurulduğunda 2011 yılına kadar kabul edilebilir olan bu oran 2011 yılından itibaren ciddi bir düşüş göstermiştir. Ayen Enerji ve Ticaret A.Ş. de 2011 yılından itibaren öz kaynaklarında yetersizlik yaşamaya başlamıştır. Bu iki firma içinde 2011 yılından itibaren dışa bağımlılığın ciddi oranda arttığını söylemek mümkündür. Firmalar kredi ihtiyacı duyduklarında kredi verenler tarafından olumsuz karşılanabilirler. Çünkü oranlar neticesinde firmaların kredi anapara ve taksitlerini ödeme konusunda sıkıntıya düşmeleri muhtemeldir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ise öz kaynak kapasitesi tamamen yetersiz kalmış ve 2011 yılında öz kaynakları negatife düşmüştür. Firmanın otofinansmanı bulunmamaktadır ve kredi bulma imkanı da çok zordur. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin oranları incelediğinde ise, dışarıdan finansmana ihtiyaç duymadığı görülmektedir. Bu durum firmanın kredibilitesinin ve öz kaynak yeterliliğinin çok iyi bir durumda olduğunu göstermektedir. Firma öz sermaye maliyetine kıyasla düşük maliyetli yabancı kaynak kullanmak koşuluyla, finansal kaldıracın etkisini kullanarak öz sermaye kârlılığını arttırabilir.

Sektörün genel durumuna bakıldığında, öz kaynak kapasitesinin yetersiz olduğu ve varlıkların çok ciddi bir bölümünün yabancı kaynaklarla finanse edildiği söylenebilir. Sektör ortalamasının yükselmesine etki eden, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin yüksek öz kaynak kapasitesinin ortalamaya yansımadır. Sektördeki öz

kaynak kapasitesi kredi kullandıranlara güven sağlayacak oranda değildir. Bu da firmaların, yabancı kaynak bulmada sorun yaşamalarına sebep olabilecek bir durumdur.

3.1.2.3. Finansman Oranı

“Bu oran öz kaynakların, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamına bölünmesiyle elde edilir. İşletmenin mali bağımsızlık derecesini gösteren oran, ödeme gücü katsayısı, borçlanma katsayısı veya finansman oranı adları ile de ifade edilmektedir.

Finansman oranı; işletmenin öz kaynakları ile yabancı kaynakları arasında uygun bir oran olup olmadığını analize olanak verir.”

Finansman Oranı = Öz Kaynaklar / Toplam Yabancı Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın en az 1 olması istenir. Finansman oranının yüksek olması; firmayı alacaklıların baskısından kurtarır. Oranın düşük olması ise, firmaya kredi sağlayanların, işletme sahiplerine nazaran firmaya daha fazla yatırım yaptıklarının kanıtıdır.

Tablo 7 Enerji Sektörü Firmalarının Finansman Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,92	0,67	0,31	0,50	0,35
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	7,76	7,65	7,44	7,40	4,77
Ayen Enerji A.Ş.	1,05	1,12	0,48	0,43	0,26
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,10	0,06	-0,04	0,13	0,14
SEKTÖR ORTALAMASI	2,46	2,38	2,05	2,12	1,38

Tablo 7'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, finansman oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre; Ak Enerji Üretim A.Ş.'de 2010 yılından itibaren, Ayen Enerji A.Ş.'de ise 2011 yılından itibaren finansman oranında düşüş yaşanmıştır. Oranın düşük olduğu yıllarda firmanın yabancı kaynakları, öz kaynak düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Bu durum, firmaların kredi verenlerin baskısı altına girmesine sebep olabilmektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin durumuna bakıldığında, firma sahiplerinin firmaya yatırım yapmakta başarısız olduğu ve firmanın finansmanını yabancı kaynaklarından sağladığı söylenebilir.

Firma dışa bağımlı olmakta ve kredi verenlerin baskısı altında kalabilmektedir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin öz kaynak yeterliliği, yabancı kaynaklarının çok üstündedir. Firmanın dışa bağımlı olmadığı, kendi kaynakları ile kendini finanse ettiği görülmektedir.

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

3.1.2.4. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı

“Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı, işletme varlıklarının yüzde kaçının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oranın yüksek olması, aktifin büyük bir bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiş olduğunu gösterir.”¹⁸

“Finansmanda temel ilkelere biri, yararlanılan kaynakların süresi ile bu kaynakların yatırılmış olduğu iktisadi varlıkların (aktif değerlerin) işletmede kullanılabileceği süre arasında uyum sağlanmasıdır. Finans yöneticisinin de, kısa süreli yabancı kaynakların kullanımında bu ilkeyi göz önünde tutması ve bu tür finansman kaynakları ile duran varlıklar (sabit değer) finansmanından kaçınması gerekir.”¹⁹

Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı = Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın 0,30 olması arzu edilmektedir. Varlıkların daha büyük bir bölümünün kısa süreli yabancı kaynaklarla karşılanması risk teşkil etmektedir. Ancak ülkemizde bu oran, sermaye piyasalarının yetersizliği ve uzun süreli kredi veren kurumların gelişmemiş olması nedeniyle istenilen düzeyin çok üstüne çıkmıştır. Bu durum, ülkemizde yer alan

¹⁸ Akdoğan, Tenker, s.655-656

¹⁹ Algüç, s.37

firmaların finansman sıkıntısı ile karşı karşıya kaldığının en açık göstergelerinden biridir.

Tablo 8 Enerji Sektörü Firmalarının Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Varlıklarına Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,28	0,25	0,29	0,17	0,12
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,02	0,01	0,00	0,00	0,01
Ayen Enerji A.Ş.	0,16	0,12	0,27	0,20	0,28
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,30	0,30	0,28	0,30	0,27
SEKTÖR ORTALAMASI	0,19	0,17	0,21	0,17	0,17

Tablo 8'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklarına oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre; firmalardan Ak Enerji Üretim A.Ş., Ayen Enerji A.Ş., Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. varlıklarının bir kısmını kısa vadeli kaynaklarla finanse etmekle beraber arzulanan oran olan maksimum 0,30'un üzerine çıkmamışlardır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. ise, varlıklarının neredeyse tamamını kısa vadeli kaynak kullanmadan finanse etmekle beraber 2011 ve 2012 yıllarında bu kaynakların kullanımına hiç başvurmamıştır. Bu durum firmaların uzun vadeli yabancı kaynakların finansmana sağladığı sabit faiz avantajından yararlanma imkanı ve öz kaynak kârlılığının artırılabilmesi için fırsatların değerlendirilebilmesi açısından yarar sağlamaktadır. En büyük avantaja Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. sahiptir.

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

3.1.2.5. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı

“Oran, işletme varlıklarının yüzde kaçının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Başka bir deyişle, uzun vadeli kaynakların toplam pasif

üzerindeki payını gösterir. Oranın yüksekliği işletmenin kullandığı kaynaklar arasında uzun vadeli borçların oransal öneminin fazla olduğunu ifade eder.”²⁰

“Kamu hizmet kuruluşlarında, sermaye yoğun teknoloji kullanan endüstri kollarında ve gelirleri büyük dalgalanma göstermeyen, satışları sözleşmelerle garanti altına alınmış firmalarda, söz konusu oran genellikle daha yüksektir. Ayrıca uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı, firmanın kredi değerliliğinin yüksek olduğunu da gösterebilir. Genelde kredi değerliliği yüksek firmalar uzun süreli sabit faizli kaynak kullanabilmektedir.

Aşırı ölçüde uzun süreli yabancı kaynak kullanılması, firmaların her yıl ödemek zorunda kalacakları faiz yüklerini arttırdığı gibi, özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde firmaların borç taksitlerini ödeyememe olasılığını da artırır. Yukarıda da belirtildiği gibi, konjonktür hareketlerine karşı duyarlılığı az, satışları istikrarlı ve garanti altına alınmış firmaların daha yüksek oranda uzun süreli yabancı kaynak kullanmaları, uygun bir finansman politikası olur.”²¹

Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı = Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın firmanın sektörüne ve satış politikasına göre yorumlanır. Bu çalışmada enerji sektörü ele alınmıştır ve bu sektörde yer alan firmalar faaliyet konuları gereği enerji üretimini sağlamak için santral kurmak durumundadırlar. Bu da yatırım ihtiyacının olduğunu ve bu yatırımın uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gerektiğini gösterir. Oranın yüksek olması kabul edilebilir bir durumdur.

Tablo 9 Enerji Sektörü Firmalarının Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Varlıklarına Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,24	0,35	0,48	0,49	0,62
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,10	0,10	0,12	0,12	0,16
Ayen Enerji A.Ş.	0,33	0,35	0,40	0,50	0,51
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,61	0,64	0,76	0,58	0,61
SEKTÖR ORTALAMASI	0,32	0,36	0,44	0,42	0,48

²⁰ Akdoğan, Tenker, s.656

²¹ Akgüç, s.39

Tablo 9'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, uzun vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklarına oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre; Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. varlıklarının düşük bir oranını uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmektedir. Kısa vadeli kaynakların toplam varlıklara oranında da firmanın kısa vadeli kaynak kullanımının yok denecek kadar az olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda söz konusu firmanın finansmanını ağırlıklı olarak öz kaynaklarından karşıladığı söylenebilir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. varlıklarının büyük bir kısmını uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse etmiştir. Bu durumdan yola çıkarak firmanın kullanım ömrü uzun varlıklara yatırım yaptığı söylenebilir. Ak Enerji Üretim A.Ş. ile Ayen Enerji A.Ş. başlarda uzun vadeli kaynak kullanımını tercih etmemekle beraber her yıl bir önceki yıla göre artan bir oranla yabancı kaynak kullanımını arttırmıştır.

Sektörde yer alan Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. dışındaki firmalar uzun vadeli yabancı kaynak kullanımına önem vermektedir. Bu durum sektörde yatırımlara önem verildiğini göstermektedir.

3.1.2.6. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynaklara Oranı

Söz konusu oran, toplam yükümlülüklerin hangi ölçüde kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluştuğunu göstermektedir. Bu oranın bilinmesi, uzun vadeli yükümlülük oranı hakkında da fikir edinilmesini sağlamaktadır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin maliyetleri, uzun vadeli yükümlülüklere oranla daha az olmaktadır. Vade arttıkça, maliyette görülen artıştan dolayı, öz kaynaklarla finanse edilemeyen yatırım harcamalarının finansmanı haricindeki yabancı kaynak ihtiyacının, kısa vadeli olarak karşılanması istenen durumdur.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynaklara Oranı = Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Yabancı Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın düşük olması, ağırlıklı olarak uzun vadeli yabancı kaynak kullanıldığını ve yüksek oranda finansman maliyetine katlanıldığını gösterir. Yüksek oranda finansman maliyetine katlanması, kârlılığı da olumsuz yönde etkilemekle beraber

bazı firmalarda, finansman maliyetini karşılayabilmek için yeni finansman kaynaklarına başvurulması gibi sonuçlar doğurabilmektedir. Yeni finansman maliyetlerini doğuran bu durum, istenen bir durum değildir.

Tablo 10 Enerji Sektörü Firmalarının Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Yabancı Kaynaklarına Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,53	0,41	0,38	0,26	0,16
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,15	0,11	0,03	0,02	0,08
Ayen Enerji A.Ş.	0,33	0,25	0,40	0,29	0,36
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,33	0,32	0,27	0,34	0,30
SEKTÖR ORTALAMASI	0,34	0,27	0,27	0,23	0,23

Tablo 10'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, kısa vadeli yabancı kaynakların yabancı kaynaklara oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre; Ak Enerji Üretim A.Ş. firmasının ilk yıl kabul edilebilir bir orana sahip olmasına karşın, oranında sürekli bir azalma görülmüştür. Bu durum firmanın, kullandığı yabancı kaynakların maliyetlerinde sürekli bir artış gözlendiğini göstermektedir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'de de 2012 yılına kadar aynı durum görülmektedir. Ancak; 2013 yılında durumun tersine hareket ettiği, kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler arasında artış gösterdiği görülmektedir. Ayen Enerji A.Ş.'nin oranlarında sürekli bir dalgalanma görülmektedir. 2009, 2011 ve 2013 yılları için hesaplanan oranın makul olup olmadığının yorumlanması için ilgili yıllarda yapılan maliyetlerin bilinmesi ve bu şekilde uzun vadeli yabancı kaynak oranının olması gereken durumu hakkında bilgi edinilmesi gerekmektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin oranlarında da dalgalanma görülmektedir. Aynı zamanda, oranların da düşük olduğu görülmektedir. Yatırımların kontrolü ile bu düşüklüğün normal olup olmadığının araştırılması gerekir.

Sektöre bakıldığında, genel anlamda kısa vadeli yükümlülüklerin, toplam yükümlülükler arasında payının düşük olduğu görülmektedir. Katılan artan oranlı kaynak maliyetlerinin normal olup olmadığının anlaşılması için yatırımlarda da artış olup olmadığına bakılması gerekir. Oranlardaki bu değişimin sebebinin, likidite yetersizliğinden dolayı kaynak ihtiyacı duyulup, uzun vadede ödeme ile mevcut krizin önüne geçilmesi ya da ertelenmesinin amaçlanmış olması da mümkündür. Bu

durumun ne kadar etkin bir çözüm olduğunun belirlenmesinde, firmaların uzun vadeli borçlanma maliyetlerine ne ölçüde katlanabilir olduğunun bilinmesi büyük önem taşımaktadır.

3.1.2.7. Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı

“Söz konusu oran, öz kaynakların ne kadarlık kısmının aktifte duran varlıkların finansmanında kullanıldığını gösterir. Başka bir anlatımla, öz sermayenin ne ölçüde aktifte bağlı hale geldiğini gösterir.”²²

Firmalarda duran varlıkların öz kaynaklar tarafından karşılanması istenmektedir. Aksi durumda duran varlıklar borçlanma ile elde edileceğinden firma borçlanma maliyetine katlanmak durumunda kalacaktır. Bu durum duran varlığın maliyetinin artmasına sebep olur.

Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı = Duran Varlıklar / Öz Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın 1’den küçük olması istenmektedir. Oranın birden büyük olması, duran varlıkların bir kısmının borçlanarak elde edildiğini gösterir ve borçlanma maliyetine katlanılır.

Tablo 11 Enerji Sektörü Firmalarının Duran Varlıklarının Öz Kaynaklara Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	1,59	2,14	3,83	2,43	3,39
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,95	0,95	1,08	1,03	1,07
Ayen Enerji A.Ş.	1,61	1,57	2,77	2,85	3,97
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	9,02	14,19	-21,23	7,59	7,48
SEKTÖR ORTALAMASI	3,29	4,71	-3,39	3,48	3,98

Tablo 11’de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, duran varlıklarının öz kaynaklara oranları belirtilmiştir. Tabloda yer alan verilere göre; Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. duran varlıklarının küçük bir kısmını borçlanarak edinmiştir. Kalan kısmının finansmanını ise öz kaynaklarından karşılamıştır. Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Ayen Enerji A.Ş. duran varlıklarının önemli bir kısmını borçlanarak küçük bir kısmını öz kaynaklarıyla elde etmiştir. Firma borçlanma maliyetlerine katlanmak

²² Akdoğan, Tenker, s.656-657

zorunda kalmıştır. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ise, duran varlıklarının çok büyük kısmını borçlanma ile elde etmiştir ve çok ciddi oranda borçlanma maliyeti ile karşı karşıyadır.

Sektör duran varlıklarını karşılamaya yetecek oranda öz kaynak kapasitesine sahip değildir. Bu durum borçlanma ile ek maliyetlerin ortaya çıkmasına ve duran varlıkların maliyetlerinin artmasına sebep olmaktadır. Giderlerde meydana gelen bu yönlü artış sektörün kârlılığını da olumsuz yönde etkilemektedir.

3.1.2.8. Maddi Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı

“Arazi, arsa, bina, makine teçhizat, taşıt araç ve gereçleri gibi maddi duran varlıkların ne ölçüde öz kaynaklarla finanse edildiğinin saptanmasında kullanılan bir orandır.”²³

“Söz konusu oran hesaplanırken, maddi duran varlıkların net değeri; başka bir deyişle maddi duran varlıkların bilançoda kaydedildikleri değerden birikmiş amortismanlar indirildikten sonraki kalıntı değeri, oranın payında yer alır. Genellikle bir sınai işletmede maddi duran varlıkların tamamının öz sermaye ile finanse edilmesi beklenir. Ancak sermaye yoğun teknoloji kullanan firmaların yatırımlarını tamamladıkları ilk yıllarda, kamu hizmet işletmelerinde ve demiryolu işletmelerinde maddi duran varlıklar/öz sermaye oranının 1’den büyük olması olağan karşılanır.”²⁴

Maddi Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı = Maddi Duran Varlıklar / Öz Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın, 1’den küçük olması beklenmektedir. Oranın 1’den küçük olması maddi duran varlıkların tamamının öz sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Oranın 1’den büyük olması firmanın güçsüzlüğünü diğer bir deyişle öz kaynakları yetersiz kaldığı için yabancı kaynaklara ihtiyaç duyduğunu gösterir.

²³ Akdoğan, Tenker, s.657

²⁴ Akgüç, s.41

Tablo 12 Enerji Sektörü Firmalarının Maddi Duran Varlıklarının Öz Kaynaklara Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	1,07	1,60	2,69	1,69	2,89
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,01	0,00	0,00	0,00	0,09
Ayen Enerji A.Ş.	0,56	0,70	1,95	2,14	2,96
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	8,65	13,94	-18,87	2,03	3,97
SEKTÖR ORTALAMASI	2,57	4,06	-3,56	1,47	2,48

Tablo 12'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, maddi duran varlıklarının öz kaynaklara oranı belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. maddi duran varlıklarının tamamını öz kaynakları ile karşılamıştır. Ak enerji maddi duran varlıklarının finansmanı için borçlanmaya ihtiyaç duymaktadır. Ayen Enerji A.Ş.'de ise bu ihtiyaç 2011 yılından itibaren ortaya çıkmıştır. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ise maddi duran varlık temini için ciddi oranda yabancı kaynağa ihtiyaç duymaktadır ve ek finansman maliyetine katlanmak zorundadır. Firmanın katlanmak zorunda olduğu ek maliyetler firmanın kârlılığının da olumsuz yönde etkilenmesine sebep olabilmektedir.

Sektör geneline bakıldığında, maddi duran varlıkların finansmanında öz kaynak kapasitesinin yetersiz kaldığı ve dış kaynaklara ihtiyaç duyulması sebebiyle ek kaynak maliyetlerine katlanıldığı görülmektedir. Bu giderler de firma kârlılığına olumsuz etki yapmaktadır.

Finansal yapı analizi ile enerji sektörünün finansmanını hangi kaynaklardan karşıladığı üzerine analiz yapılmıştır. Analize göre, öz kaynaklar yetersiz kalmakta ve sektör ciddi bir finansman sıkıntısı ile karşı karşıya bulunmaktadır. Finansmanını sağlayabilmek adına kısa ve uzun vadeli fona ihtiyaç duymakta ve ek maliyetlere katlanmaktadır. Genel anlamda bakıldığında ek maliyetler kârlılığı olumsuz yönde etkilemektedir. Ancak, net bir sonuca varabilmek için yabancı kaynak maliyetlerinin öz kaynak maliyetlerini aşma derecesine bakmak gerekmektedir. Yabancı kaynak maliyetleri öz kaynak maliyetlerini aşmıyorsa, sektör bu durumda kâr elde edebilmektedir. Kârlılık rasyolarının analizinde, sektör kârlılığının durumu hakkında inceleme yapılacaktır.

3.2. FAALİYET VE KÂRLILIK ANALİZLERİ

Faaliyet analizi bilanço ve gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkiye dayanmakta olup, varlıkların nakde dönüşme özelliğini ve varlıkların verimliliğini ölçerken; kârlılık analizi işletme performansını, riskliliği ve kârlılık hedefine ulaşılma derecesini ölçer.

3.2.1. FAALİYET ANALİZİ

“Faaliyet rasyoları, bilanço ile gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkiye dayanmakta olup varlıkların dönme çabukluğunu yani nakde dönüşme özelliğini gösterirler.”²⁵

“Varlıkların kullanılmaları sırasındaki etkinlik derecesini gösteren oranlara, faaliyet oranları, verimlilik oranları veya devir hızı (dönüşüm hızı) oranları denilmektedir.”²⁶

“Aktivite (devir hızı) oranları, firmanın aktif varlıklarını hangi oranda etkin kullandığını, aşırı veya noksan yatırım yapılıp yapılmadığını gösterir. Aktiflere aşırı yatırım, fonların israfı ve yatırım maliyetinin yüksekliği anlamına gelirken, yetersizliği de firmanın rahat ve kârlı çalışmadığını ve riskli olduğunu ortaya koyar. Finansal yönetici elindeki fonları aktif varlıklar arasında optimal nasıl dağıtacağına karar verdikten sonra bunları etkin şekilde nasıl yöneteceği üzerine odaklanır. Aktiflerin etkin kullanılması firma kârlılığını ve dolayısıyla hisse başına kârı yükseltecektir.”²⁷

“Oranlar, bilanço kalemlerinin birbirlerine bölünmesi, başka bir deyişle belli bir andaki bir tutarın diğer bir tutara bölünmesi yoluyla hesaplanabileceği gibi, dönemsel bir tutarı bir akımın, belli bir andaki tutara örneğin gelir tablosu kalemlerinin bilanço kalemlerine bölünmesi yoluyla ya da dönemsel bir tutarın dönemsel bir tutara bölünmesi yoluyla hesaplanabilir. Devir hızı oranları hesaplanırken, gelir tablosu kalemi ve dönemsel bir tutar olan satışlar, bilanço kalemlerine, daha açık bir deyişle belli bir andaki tutara oranlandığından bilanço

²⁵ Aksoy, Tanrıöven, s.583

²⁶ Akdoğan, Tenker, s.659

²⁷ Okka, s.92

kalemlerinin yıllık ortalamasının alınması yoluyla devir hızlarının hesaplanması daha tutarlı, anlamlı ve sağlıklıdır. Aksi halde yılsonundaki tutar yıllık ortalamadan çok farklı ise, dönemsel bir büyüklüğün, belli bir andaki tutara oranı yoluyla bulunacak değerler analiz açısından yanıltıcı olur.”²⁸

Çalışmada faaliyet analizi oranlarından; alacak devir hızı oranı, ortalama alacakların tahsil süresi, borç devir hızı oranı, ortalama borçların ödeme süresi, hazır değerler devir hızı oranı, net çalışma sermayesi devir hızı oranı, dönen varlık devir hızı oranı, duran varlık devir hızı oranı, maddi duran varlık devir hızı oranı, ortalama aktif devir hızı oranı, öz kaynak devir hızı oranı analizlerine yer verilecektir.

3.2.1.1. Alacak Devir Hızı Oranı

“Alacak devir hızı; firmanın alacaklarını hangi ölçüde etkin yönettiğini diğer bir ifadeyle, yılda alacakların kaç defa tahsil edildiklerini gösterir.”²⁹

“Alacakların devir hızı alacakların tahsil ve tedavül yeteneğini gösteren önemli bir orandır. Ticari alacakların kalitesi ve likiditesi hakkında bir yargıya ulaşmak istendiğinde başvurulacak bir orandır.”³⁰

“Alacak devir hızı alacakların yılda kaç kez tahsil edildiği ya da nakde dönüştüğünü gösterir. Ortalama alacak tutarı bulunurken mevsimlik dalgalanmalar dikkate alınmalıdır. Alacak devir hızının yüksek olması firmanın iyi bir tahsilat politikası izlediğini ya da riskli müşterilere satış yapmadığını göstermekte olup, devir hızının yükselmesi alacak tahsilatlarını hızlandıracağı için işletme sermayesi finanslama ihtiyacını da azaltacaktır. Dolayısıyla düşük likidite rasyosu ile çalışmayı kabul edilebilir kılacaktır.”³¹

²⁸ Akgüç, s.44

²⁹ Okka, s.92

³⁰ Akdoğan, Tenker, s.662

³¹ Aksoy, Tanrıöven, s.583

“Türkiye uygulamasında çoğu kez, alacak devir hızı hesaplanırken, kredili ve peşin satışlar arasında bir ayırım yapılmadan hesap dönemindeki satış tutarı, dönem sonundaki ticari alacaklar tutarına oran edilmektedir.”³²

Alacak Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Ticari Alacaklar formülü ile hesaplanan oranın yüksek olması beklenir. Orandaki artış daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığını gösterir ve bu durum işletme lehine yorumlanır. Çalışmada aylık olarak tahsilat döngüsünün gerçekleşme derecesine göre oranın analizi yapılacaktır.

“Bir firmanın alacak devir hızının düşük olması; firmanın alacaklarını tahsilde güçlüklerle karşılaşmasının, rekabet gücünün zayıflamasının, etkili bir tahsilat politikasından yoksun oluşunun, firmanın bazı alacaklarının vadesinde tahsil edilemediğinin göstergeleri olabilmektedir.”³³

Tablo 13 Enerji Sektörü Firmalarının Alacaklarının Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	4,46	4,16	5,98	9,45	8,76
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	14,65	9,31	10,84	17,38	18,26
Ayen Enerji A.Ş.	9,39	7,79	9,00	8,76	10,13
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	3,48	3,92	12,73	13,69	8,37
SEKTÖR ORTALAMASI	8,00	6,30	9,64	12,32	11,38

Tablo 13'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, alacaklarının devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş. 2012 yılından itibaren alacaklarının devir hızını arttırmış olmasına rağmen alacaklarının döngüsünü hızlı bir oranda gerçekleştirememiştir. Ayen Enerji A.Ş., Ak Enerji Üretim A.Ş.'ye göre daha hızlı bir tahsilat sürecine sahip olmakla beraber hızlı bir döngüye ulaşamamıştır. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. 2009 ve 2010 yıllarında çok düşük hızda alacak döngüsünü gerçekleştirmiş, 2011 yılından itibaren döngü hızında artış yaşamıştı. Ancak istikrarı koruyamamış, 2013 yılında tekrar düşüşe geçmiştir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. 2010 ve 2011 yıllarında diğer yıllara nazaran daha yavaş bir alacak döngüsü gerçekleştirmekle beraber hızlı bir tahsilat sürecine sahiptir. 2010 ve

³² Akgüç, s.45

³³ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, Finansal Yönetim (3. Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2008, s.42

2011 yıllarındaki hız düşüklüğü sebebinin işletme dışı etmenler olması muhtemeldir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. hızlı tahsilat gücüne sahip olarak likidite ihtiyacını azaltmaktadır. Bu durum rakiplerine karşı üstün durumda olduğunu göstermektedir. Diğer firmalar alacaklarını yeterli hızda tahsil edemedikleri için ek finansmanlara ihtiyaç duyarak ek maliyetlere katlanmak durumundadırlar.

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

3.2.1.2. Ortalama Alacakların Tahsil Süresi

“Ortalama alacak tahsil süresi alacakların ortalama kaç günde tahsil edildiğini, dolayısıyla işletmenin satışlarında uyguladığı ortalama vadeyi göstermektedir.

Alacak devir hızının düşük olması ya da düşme eğilimi göstermesi işletmenin satışlarını arttırmak için vadeli satışlarının oranını arttırdığını ya da riskli müşterilere satış yaparak alacaklarını tahsil etmede zorlandığını yani tahsilat politikasının etkin olmadığını gösterir. Bunun sonucunda, işletmenin rekabet gücünün olumsuz etkileneceği unutulmamalıdır.”³⁴

Alacak Ortalama Tahsil Süresi = 360 / Alacak Devir Hızı Oranı formülü ile hesaplanan oranın az olması, işletmenin alacaklarını kısa vadede ve düzenli tahsil edebildiğini ifade etmektedir. Süre uzadıkça, satış tahsilatlarında gecikme riski artar.

Tablo 14 Enerji Sektörü Firmalarının Ortalama Alacak Tahsil Süreleri

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	80,69	86,61	60,22	38,08	41,12
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	24,57	38,66	33,22	20,71	19,71
Ayen Enerji A.Ş.	38,35	46,21	40,01	41,10	35,52
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	103,59	91,91	28,27	26,29	43,01
SEKTÖR ORTALAMASI	61,8	65,85	40,43	31,55	34,84

³⁴ Aksoy, Tanrıöven s.583

Tablo 14'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, ortalama alacak tahsil süreleri belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş., alacak döngüsünü yaklaşık 2 ay gibi bir sürede gerçekleştirmektedir. Hatta 2009 ve 2010 yıllarında bu süre 3 aya yaklaşmıştır. Bu firma için uzun bir vadedir ve likidite açısından sıkıntı yaşanmasına sebep olabilir. Ayen Enerji A.Ş. 1,5 ay gibi bir vade ile alacaklarının tahsilatını gerçekleştirmektedir. Firmanın alacaklarını tahsil süresini düşürmesi firmanın likiditesi açısından yarar sağlayacaktır. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. 2009 ve 2010 yıllarında çok yüksek vadelerle alacak döngüsünü tamamlamıştır. 2011 ve 2012 yıllarında ise rakiplerine göre çok avantajlı bir vade ile alacak tahsilatı gerçekleştirmiştir. Ancak 2013 yılında bu avantajı kaybetmeye başlamıştır. Aksu Enerji A.Ş. tahsilatlarını ortalama 1 ay vade ile gerçekleştirmekte ve rekabet gücünde avantaj sağlamaktadır.

Sektörde alacak döngüsünde uzun vadeler olduğu görülmektedir. Alacak devir hızı ve ortalama alacakların tahsil süresi birlikte düşünüldüğünde, sektördeki firmalar likidite sıkıntısı içinde olduğu görülmektedir. Bu durumu daha önce yapılan likidite analizi de desteklemektedir. Sektör piyasada olumsuz etkilenecektir. Alacakların tahsil vadelerinin düşürülmesi sektörün güçlenmesine destek olacaktır.

3.2.1.3. Borçların Devir Hızı Oranı

“Borçların devir hızı oranı, yılda kaç kez borçların ödendiğini gösterir ve kredili alımların ticari borçlara bölünmesiyle bulunur.”³⁵

Borçların devir hızının analizini alacak devir hızının analizi ile beraber yorumlanmalıdır. Borç devir hızının alacak devir hızından daha yüksek olması alacakların vadesi gelmeden borçların vadesinin geldiği anlamına gelmektedir. Bu durum işletmelerde ödeme güçlüğü yaşanmasının başlıca sebeplerindendir.

Borçların Devir Hızı Oranı = Net Alışlar / Ortalama Ticari Borçlar formülü ile hesaplanan oranın alacak devir hızından daha düşük olması istenir. Aksi durumda işletmenin müşterilerine tanıdığı vade ile tedarikçileri tarafından firmaya

³⁵ Okka, s.94

tanımlanan vade arasında denge problemi ortaya çıkar. Firma alacaklarını tahsil etmeden borçlarını ödemek zorunda olduğu için finansman sıkıntısı çekmeye başlar.

Tablo 15 Enerji Sektörü Firmalarının Borçlarının Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	6,06	4,73	4,60	7,22	6,07
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,00	0,00	127,21	79,24	40,14
Ayen Enerji A.Ş.	54,09	6,65	1,08	0,62	2,80
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	2,59	2,87	2,04	1,71	2,46
SEKTÖR ORTALAMASI	15,69	3,56	33,73	22,20	12,87

Tablo 15'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, borçlarının devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş.'nin 2009 ve 2010 yıllarında borç ödeme döngüsü, alacak tahsil döngüsünden daha hızlıdır. Bu yıllarda Ak Enerji Üretim A.Ş. vade dengesizliği yaşamış 2011 yılından itibaren durumu lehine çevirmiştir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin 2009 ve 2010 yıllarında borç devir hızı bulunmamaktadır. Bu durum firmanın kredi kullanmadığını ya da çok kısa vadelerle geri ödeme yaptığını gösterir. 2011 yılında çok hızlı bir borç döngüsüne sahiptir. Bu durum alacak devir hızı ile arada ciddi bir dengesizliğe yol açmıştır. Çok kısa vadelerle borç ödemesi firmanın yüksek tutarlı alımlarında öz kaynaklarının erimesine neden olabilir. 2012 yılından itibaren oran alacak devir hızına yaklaşma yönünde hareket etmeye başlamıştır. Ayen Enerji A.Ş. 2009 yılında borçlarını alacaklarının tahsilinden daha hızlı bir oranla ödemiştir. Ancak, 2010 yılından itibaren dengeyi sağlayabilmiştir. Firma 2009 yılında işletme dışı ekonomik nedenlerden etkilenmiş olabilir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin borç devir hızı alacak devir hızının altında seyretmiştir. Firmalar açısından bu istenen bir durumdur. Ancak firmanın iyi durumda olduğunu söyleyebilmek için bu oranın sonucu yeterli değildir. Daha önce analizi yapılan oranlardan yola çıkarak firmanın dışa bağımlı olduğunu, likidite sıkıntısı yaşadığını ve öz kaynaklarının yetersiz olduğunu söylemek mümkündür.

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

3.2.1.4. Ortalama Borçların Ödeme Süresi

Ortalama borçların ödeme süresi borçların ortalama kaç günde ödendiğini, dolayısıyla işletmenin alımlarında likit çıkışlar için kazanılan süreyi göstermektedir.

Borç devir hızının alacakların ortalama tahsil süresinden kısa olması firmayı borçlarını ödeyebilmek için ek kaynak yükümlülüğüne sokabilir ve firma ek maliyetlere katlanmak zorunda kalabilir. Bunun sonucunda, işletmenin rekabet gücünün olumsuz etkileneceği unutulmamalıdır.

Ortalama Borçların Ödenme Süresi = 360 / Borçların Devir Hızı Oranı formülü ile hesaplanan oranın ortalama alacakların tahsil süresinden uzun vadede olması istenir. Aksi durumda işletme alacak tahsilatlarını gerçekleştirmeden önce borç yükümlülüklerini yerine getirmek durumu ile karşı karşıya kalacağından, likidite açısından sıkıntı yaşayabilir.

Tablo 16 Enerji Sektörü Firmalarının Ortalama Borçların Ödenme Süreleri

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	59,37	76,05	78,34	49,88	59,26
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,00	0,00	2,83	4,54	8,97
Ayen Enerji A.Ş.	6,66	54,13	332,62	581,22	128,62
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	139,15	125,58	176,09	210,42	146,63
SEKTÖR ORTALAMASI	51,30	63,94	147,47	211,52	85,87

Tablo 16'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, ortalama borçlarının ödeme sürelerinin oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş. 2009 ve 2010 yıllarında ortalama alacakların tahsil süresinde elde edilen sürelerden daha kısa sürede borç ödemelerini gerçekleştirmiştir. Bu durum firmanın likidite sıkıntısı çekmesine sebep olabilir. 2011 yılından itibaren bu durumu lehine çevirmiştir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin 2009 ve 2010 yıllarında borç ödeme süreleri hesaplanmamıştır. Firma kredili alım yapmamış ya da çok düşük vadelerle borçlarını kapatmış yorumu yapılabilir. 2011 yılından itibaren ise alacaklarının tahsil vadelerinden daha kısa vadelerle borçlarını ödeme yükümlülüklerini yerine getirmiştir. Bu durum firmanın öz kaynaklarının erimesine sebep olabilir. Ayen Enerji A.Ş., 2009 ve 2010 yıllarında alacaklarını tahsil etmeden borç yükümlülüklerini yerine getirmekle beraber 2011 yılından itibaren durumu lehine

çevirmiştir. 2013 yılında dengenin tekrar bozulmaya başladığı görülmüştür. Ancak durum hala işletme lehinedir.

Sektörde borç ve alacak vadelerinde dengesizlik vardır. Alacakların tahsili gerçekleşmeden borçların ödeme vadelerinin gelmesi sektöre denge problemi yaşatmakta ve sektörel açıdan likidite sorununa sebep olabilmektedir.

3.2.1.5. Hazır Değerler Devir Hızı Oranı

“Hazır değerlerin; yani kasa, banka, pullar, çekler, kuponlar gibi kalemlerin belirli bir dönemde satış hasılatı ile kaç ayda karşılandığını gösteren bir orandır. İş yapma güdüsü ile işletmede tutulacak hazır değerlerin saptanmasında yardımcı bir orandır. Oran için genel bir kıstas mevcut değildir. Her işletme kendi özelliğine göre, geçmiş dönemlerle karşılaştırmalar yapmak suretiyle bazı normlar geliştirebilir.”³⁶

Hazır Değerler Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Hazır Değerler formülü ile hesaplanan oran için genel bir kıstasın mevcut olmamasıyla beraber, oranın gereğinden yüksek olması hazır değerlerde yetersizlik olduğunu, düşük olması da hazır değerlerde aşırılık olduğunu gösterir. Analiz, işletmelerin önceki yıl verilerine bakılarak yapılacaktır.

Tablo 17 Enerji Sektörü Firmalarının Hazır Değerlerinin Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	3,21	3,75	8,95	6,20	3,70
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	1,05	0,86	0,56	1,14	0,58
Ayen Enerji A.Ş.	4,54	9,65	16,85	7,91	5,21
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	21,57	4,97	4,45	5,17	3,17
SEKTÖR ORTALAMASI	7,59	4,81	7,70	5,11	3,17

Tablo 17'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, hazır değer devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş.'nin hazır değer devir hızı 2011 yılına kadar artış göstermiş, 2011 yılından sonra oranda düşüş görülmüştür. Yaşanan düşüş hazır değerlerde yıldan yıla yetersizlik yaşandığını gösterir. 2011 yılından sonra firma hazır değerlerini daha etkin kullanabilmeye

³⁶ Akdoğan, Tenker, s.665

başlamıştır. Ancak düşüş devam ettikçe hazır değerlerdeki atıl kapasite artacaktır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin hazır değerler oranında 2011 yılına kadar düşüş görülmüş, 2011'den sonra artış ve 2013 yılında tekrar düşüş olduğu görülmüştür. Yıllar arasında dalgalanma olmakla beraber oranların arasında fazla açılmalar söz konusu değildir. Ancak, diğer firmalarla kıyaslama yapıldığında Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin hazır değer devir hızı oranı çok düşüktür. Bu durum firmanın yüksek miktarda atıl hazır değer bulundurduğunun göstergesi olabilir. Aşırı hazır değer bulunması yatırım fırsatlarının değerlendirilmemiş olması anlamına gelebilir. Ayen Enerji A.Ş.'de 2011 yılına kadar oranda artış, sonrasında düşüş görülmüştür. Orandaki yükselme firma hazır değerlerinin yetersiz olduğunu göstermektedir. 2011 yılından sonra firma hazır değerlerini istenilen düzeye getirme yönünde hareket etmiştir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş., 2009 yılında ciddi ölçüde hazır değerlerinde yetersizlik yaşamıştır. Ancak 2010 yılı ve sonrasında hazır kaynaklarda firma iyileşme görülmektedir. Ancak, firmanın nakit analizinde ciddi bir nakit sıkıntısı yaşadığı görülmüştü. Bu durumda işletmenin satışlarının çok az olduğu yorumu yapılabilir.

Sektörde hazır değer devir hızında dalgalanmalar görülmektedir. Genel olarak sektör hazır değerlerinde yetersizlik yaşamaktadır. Hazır değerlerde yaşanan yetersizlik nakit sıkıntısını ifade etmektedir. Artış çok yüksek seviyeye ulaşırsa sektör nakit krizi yaşayabilir.

3.2.1.6. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı

“Bir firmanın satışları ile net işletme sermayesi (dönen varlıklar – kısa süreli yabancı kaynaklar) arasında yakın bir ilişki mevcuttur. Satış hacmi genişledikçe stoklar ve alacakların artması sonucu firmaların daha fazla net işletme sermayesine gereksinme duymaları olağandır. İşletme sermayesinin firmada ne ölçüde etkin kullanıldığının bir göstergesi olarak net işletme sermayesi devir hızı hesaplanmaktadır.”³⁷

³⁷ Akgüç, s.54

“Oran, net çalışma sermayesinin yerinde kullanılıp yetersiz olduğunu, stok ve alacakların devir hızının yüksek olduğu veya stok ve alacakların nispeten az çalışma sermayesine gereksinim gösterdiğini, işletmede kısa vadeli borçlanma yüksekliğini ve cari oranın düşük olduğunu gösterebilir.

Diğer taraftan, net çalışma sermayesi devir hızının düşük olması ise, işletmenin aşırı net çalışma sermayesine sahip olduğunu, stok ve alacakların devir hızının yavaş olduğunu, işletmenin gereksiniminden fazla nakdi değerlere sahip olduğunu gösterebilir.”³⁸

Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / (Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar) formülü ile hesaplanan oranın yüksek olması genel olarak net çalışma sermayesinin verimliliğinin yüksek olduğunu ortaya koyar.

Tablo 18 Enerji Sektörü Firmalarının Net Çalışma Sermayelerinin Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	-7,55	-2,18	-1,32	19,61	47,20
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,52	0,47	1,28	0,78	0,56
Ayen Enerji A.Ş.	17,03	4,74	-0,90	-3,53	-2,97
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	-1,46	-1,08	-1,29	-0,59	-0,58
SEKTÖR ORTALAMASI	2,14	0,49	-0,56	4,07	11,05

Tablo 18'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, net işletme sermayesi devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; Ak Enerji Üretim A.Ş.'nin verileri incelendiğinde, ilk üç yılda dönen varlıklarının kısa vadeli kaynaklarını karşılamada yetersiz olduğu görülmektedir ve firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmek için ek kaynak kullanımına ihtiyacı olabilir. Son iki yılda, firma varlık-kaynak dengesini yakalayabilmiştir ve söz konusu yıllarda işletmenin cari oranının yüksek olduğu ve yüksek oranda nakde ihtiyaç duymadığı söylenebilir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. işletme sermayesini etkin kullanmıştır. Ancak oran düşük seyretmiştir. Bu durum likidite analizi ile beraber değerlendirilecek olursa, işletmenin elinde gereğinden fazla nakit bulundurduğu söylenebilir. Ayen Enerji

³⁸ Akdoğan, Tenker, s.665

A.Ş.’nin oranlarına bakılacak olursa, firma nakit sıkıntısı yaşamaktadır. Son üç yılda oranın negatife düşmesi, varlıkların kaynakları karşılamaya yeterli olmadığı ve firmanın son yıllarda nakit krizi yaşadığı söylenebilir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin oranları sürekli negatife seyretilmiştir. Firma kaynaklarını karşılayacak varlığa sahip değildir, nakit krizi yaşamaktadır ve rekabet gücü olumsuz etkilenmektedir.

Sektörde yer alan firmalar net işletme sermayelerini etkin kullanamamaktadır. Bu durum sektörün varlıklarının yetersiz olduğunu, ciddi derecede nakit sıkıntısı yaşandığının göstergesidir. Sektörde yer alan firmalar kaynak kullanımını azaltmalı ve varlıklarını arttırmak için çözüm yolları aramalıdır.

3.2.1.7. Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı

“Net satışların dönen varlıklara oranı, dönen varlıklar devir hızını, başka bir deyişle hesap döneminde dönen varlıkların kaç kez yenilendiğini ortaya koyar. Firmanın dönem başı ve dönem sonu dönen varlıklar toplamı farklılık gösterdiği durumlarda, oranın hesaplanmasında ortalama tutarın alınması daha yerinde olur. Dönen varlıklar devir hızının yavaşlaması, net satışlardaki artışa oranla firmanın dönen varlıklara daha fazla yatırım yaptığını gösterir. Diğer koşullar aynı kalmak üzere dönen varlıklara göreli olarak daha fazla kaynak bağlanması, finansman gereksinimini artırdığı gibi, firmanın kârlılığı üzerinde de olumsuz etki yapar. Ayrıca anılan oranda yavaşlama, sürüm güçlüğü, tahsilat zorluklarının göstergesi olabilir. Bu oranın çok yükselmesi de, likit değerler ya da stok yetersizliğinin bir sonucu olabilir.”³⁹

Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Dönen Varlıklar formülü ile hesaplanan oranın genel olarak standart bir ölçüsü yoktur. Her işletmenin özelliğine göre oran farklı yorumlanır.

“Oranın yüksek olması, dönen varlıkların verimliliğinin de yüksek olduğunu gösterir. Ancak kârlılık oranı da aynı doğrultuda ise verimlilikteki yükseklik anlamını taşır. Diğer taraftan dönen varlıklar devir hızının çok yüksek olması,

³⁹ Akgüç s.56

işletmenin duran varlıklarının, toplam varlıklar içindeki payının yüksek olduğunu gösterir.

Dönen varlık devir hızı oranının düşük olması ise, işletmede dönen varlıklarda bir aşırılık olduğunu, stok ve alacakların devir hızının yavaş olduğunu veya mali kaynakların geçici yatırımlar için kullanıldığını gösterebilir.⁴⁰

Tablo 19 Enerji Sektörü Firmalarının Dönen Varlıklarının Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	1,56	1,37	2,75	2,15	1,67
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,51	0,44	0,50	1,03	0,55
Ayen Enerji A.Ş.	1,02	1,44	1,64	1,71	2,14
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	1,65	1,19	0,89	0,86	1,09
SEKTÖR ORTALAMASI	1,19	1,11	1,45	1,44	1,36

Tablo 19'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, dönen varlık devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, firmalar arasında en fazla dönen varlığa sahip firma Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'dir. Firmanın dönen varlık devir hızı likidite analizi ile birlikte değerlendirildiğinde, dönen varlıkları atıl kalmaktadır ve yatırımlarla değerlendirilmelidir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin de oranlarının düşük olduğu görülmektedir. Ancak buradaki durum daha farklıdır. Likidite analizini ve alacak devir hızı oranı dikkate alınır, işletme likidite sıkıntısı çekmektedir ve alacak tahsilinde zorlanmaktadır. Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Ayen Enerji A.Ş. diğer iki firmaya göre dönen varlıklarını daha etkin kullanmaktadır. Ancak, likidite analizi göz önünde bulundurulursa bu oran iki işletme için de yeterli değildir. Dönen varlıklarında artışın meydana gelmesi ve kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinde artış sağlanmalıdır.

Sektör dönen varlıklarını etkin kullanamamaktadır. Firmalarda ya aşırı varlık ya da varlık yetersizliği söz konusudur. Genel durum değerlendirilirse, varlıkların kısa vadeli yükümlülükleri karşılama kapasitesinin artırılması gerekmektedir.

⁴⁰ Akdoğan, Tenker, s.666

3.2.1.8. Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı

“Duran varlık devir hızı oranı, işletmede duran varlıklara aşırı yatırım yapıp yapılmadığının saptanmasında kullanılan bir ölçüttür. Oranın düşük olması veya zaman içinde düşme eğilimi göstermesi, işletmenin tam kapasite ile çalışmadığını veya duran varlıklardan yeterince gelir sağlanamadığını gösterebilir. Diğer taraftan çok yüksek olması, işletmenin duran varlıklarının kapasitelerinin üzerinde kullanıldığını gösterir.”⁴¹

Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Duran Varlıklar formülü ile hesaplanan oranın genel olarak genel bir standart olmamakla beraber, büyük sanayi kuruluşlarında 2 olması uygun görülmektedir.

Tablo 20 Enerji Sektörü Firmalarının Duran Varlıklarının Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,52	0,31	0,30	0,37	0,30
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,09	0,08	0,06	0,08	0,06
Ayen Enerji A.Ş.	0,28	0,30	0,23	0,24	0,41
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,25	0,20	0,18	0,15	0,13
SEKTÖR ORTALAMASI	0,29	0,22	0,19	0,21	0,23

Tablo 20’de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, duran varlık devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. duran varlık kapasitesini en verimsiz kullanan firmadır. Bu durum firma gelirlerini olumsuz yönde etkilemektedir. Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Elektrik Üretim A.Ş. duran varlık kapasite kullanımı açısından firmalar arasında en uyumlu olanlardır. Firmalar duran varlıklarını, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. firmasından daha etkin kullanmalarına rağmen istenilen kapasiteye ulaşamamışlardır. Duran varlıklarını en yüksek kapasite ile kullanan firma 2009 yılında ulaştığı 0,52 oranla Ak Enerji Üretim A.Ş.’dir. Ancak ulaştığı oran yeterli değildir. Duran varlıklarından daha iyi gelir elde etmesi mümkündür. Firmalar kapasite arttırma çalışmaları yapmalı ve artan kapasiteden faydalanarak gelirlerini yükseltmeli, likidite ihtiyaçlarını karşılamalıdır.

⁴¹ Akdoğan, Tenker, s.666

Sektör faaliyeti gereği enerji üretiminde duran varlıklarını yüksek kapasite ile kullanmalıdır. Ancak kullanabileceği kapasitenin çok altında kaldığı görülmektedir. Sektörde yaşanan likidite sıkıntısının en büyük kaynağı yetersiz kapasite kullanımının gelirdeki artışa engel olmasıdır.

3.2.1.9. Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı

“Maddi dura varlık devir hızı oranı, işletmenin maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapılıp yapılmadığını, işletmede atıl kapasite olup olmadığını araştırmak için kullanılan bir ölçüdür. Oran, maddi duran varlıkların kullanılmamalarındaki etkinliği ölçer. Oranın normalin çok üzerinde olması, maddi duran varlıkların kapasitelerinin üstünde kullanıldığını gösterir. Diğer taraftan oranın, normalin çok altında olması ise, atıl kapasitenin olduğunu gösterir.”⁴²

“İncelenen firmanın maddi duran varlıklarının dönem başı ve dönem sonu tutarları farklı ise, ortalama değerin bulunması yoluyla söz konusu oranın hesaplanması daha uygundur.”⁴³

Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Maddi Duran Varlıklar formülü ile hesaplanan oranın genel olarak genel bir standart olmamakla beraber, büyük sanayi kuruluşlarında 5 olması uygun görülmektedir.

Tablo 21 Enerji Sektörü Firmalarının Maddi Duran Varlıklarının Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,75	0,43	0,42	0,53	0,39
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	16,87	16,82	15,53	19,98	1,39
Ayen Enerji A.Ş.	0,85	0,77	0,37	0,32	0,55
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,31	0,21	0,19	0,29	0,27
SEKTÖR ORTALAMASI	4,70	4,56	4,13	5,28	0,65

Tablo 21'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, maddi duran varlık devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.

⁴² Akdoğan, Tenker, s.667

⁴³ Akgüç, s.57

maddi duran varlıklarını kapasitenin çok üzerinde kullanmıştır. Ak Enerji Üretim A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ise, maddi duran varlık kapasitenin çok altında bir oranda kullanmıştır. Bu üç firmanın maddi duran varlıklarında atıl kapasite mevcuttur ve verimliliği artırma çalışmaları yapılmalıdır.

Sektör, maddi duran varlık kullanım kapasitesinin çok altında kalmıştır. Maddi duran varlıklar daha fazla üretim kapasitesine uygundur. Kapasite kullanımı artırılarak sektör gelirinin artırılması sağlanabilir.

3.2.1.10. Ortalama Aktif Devir Hızı Oranı

“Toplam aktifin yılda kaç kez döndüğünü gösterir ve firmaya yapılan yatırımların etkin kullanımının ölçüsüdür. Yatırım oranı yüksek firmalarda bu oran düşük, yatırımı az firmalarda yüksektir. Aynı sektörde aktif devir hızı yüksek olan firmaların, diğer firmalara oranla aktif varlıklarını daha prodüktif (verimli) kullandığı anlaşılır. Aktif devir hızı yükseldikçe, firmanın kârlılığı artar.”⁴⁴

“Aktif devir hızı, bir işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi ya da varlık kullanımında bir etkinlik ölçüsü olarak yorumlanabilir. Varlık devir hızı, büyük ölçüde, bir işletmenin varlık yapısı içinde duran varlıkların görece önemini yansıtır. Bir endüstride veya işletmede duran varlıklar aktif toplamı içerisinde büyük yer tutuyorsa, söz konusu endüstri kolunda veya işletmede varlık devir hızı yavaştır. Buna karşılık varlık toplamı içerisinde duran varlıkların görece olarak önemsiz olduğu endüstri dallarında, varlık devir hızı yüksek olma eğilimindedir.”⁴⁵

Ortalama Aktif Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın belli bir standardı olmamakla beraber, düşük olması tam kapasitede çalışmadığını gösterir.

⁴⁴ Okka, s.94

⁴⁵ Akgüç, s.57-58

Tablo 22 Enerji Sektörü Firmalarının Ortalama Aktiflerinin Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,39	0,25	0,27	0,32	0,26
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,08	0,07	0,06	0,07	0,06
Ayen Enerji A.Ş.	0,22	0,25	0,20	0,21	0,35
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,22	0,17	0,15	0,13	0,12
SEKTÖR ORTALAMASI	0,23	0,19	0,17	0,18	0,20

Tablo 22'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, ortalama aktiflerinin devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. diğer üç firmaya göre aktiflerini verimsiz kullanmıştır. Bu verim düşüklüğünün sebebi işletmenin elinde çok fazla likit varlık bulunması ve duran varlıklarını etkin kullanamamasıdır. Diğer üç firma da istenilen oranda aktif kullanımı gerçekleştirememiştir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'den daha verimli aktif kullanmalarına rağmen likidite ve duran varlık analizlerinde verimli olamamaları aktif devir hızının verimliliğini etkilemiştir.

Sektör, faaliyet konusu gereği yatırım ağırlıklı çalışmaktadır. Yatırımları fazla olan firmalarda ortalama aktif devir hızı oranının düşük olması kabul edilebilir. Ancak; genel anlamda analizler değerlendirildiğinde, dönen ve duran varlıklar etkin kullanılamamakta olduğundan, ortalama aktif devir hızının daha yüksek seviyeye yükseltilmesi mümkündür.

3.2.1.11. Öz Kaynak Devir Hızı Oranı

“Öz sermaye devir hızı oranı, öz sermayenin (öz kaynağın) ne ölçüde verimli kullanıldığını belirten bir göstergedir.

Oranın yüksek olması; işletme sermayesinin çok ekonomik ve verimli bir biçimde kullanıldığını belirtir. Ancak, oranın normalin çok üstünde olması, işletmenin öz kaynaklarının yetersiz olduğunu ve işletmenin geniş ölçüde yabancı kaynaklardan yararlandığını gösterir. Oranın düşük olması ise, öz sermayenin iş hacmine göre fazla olduğunu ve verimli bir biçimde kullanılmadığını gösterir.”⁴⁶

⁴⁶ Akdoğan, Tenker, s.668

Öz Kaynak Devir Hızı Oranı = Net Satışlar / Ortalama Öz Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın belli bir standardı olmamakla beraber, yeterli olup olmadığı konusunda, aynı faaliyet kolundaki diğer firmalarla veya ilgili firmaların geçmiş yıllar sonuçları arasında karşılaştırmalar yapılarak analiz gerçekleştirilir.

Tablo 23 Enerji Sektörü Firmalarının Öz Kaynaklarının Devir Hızı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,77	0,58	0,87	1,09	0,87
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,09	0,08	0,06	0,08	0,06
Ayen Enerji A.Ş.	0,46	0,48	0,51	0,66	1,39
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4,78	2,25	34,72	2,35	1,32
SEKTÖR ORTALAMASI	1,53	0,85	9,04	1,05	0,91

Tablo 23'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, öz kaynaklarının devir hızı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. öz kaynaklarını verimli kullanmamaktadır. Likidite analizi ile birlikte değerlendirme yapılırsa, bu verimsizliğin sebebi firmadaki atıl likit varlıklardır. Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Ayen Enerji A.Ş. daha verimli bir öz kaynak kullanımı gerçekleştirmektedir. İşletme sermayesinin daha etkin ve verimli kullanılabilmesi için iki firma da yabancı kaynak kullanımı azaltılmalıdır. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. çok yüksek oranlara ulaşmıştır. Özellikle 2011 yılında bu oranda ciddi bir artış söz konusudur. Oranın yüksek oluşu firmanın finansmanını dışa bağımlı yani kaynak kullanımı ile gerçekleştirdiğini göstermektedir. Bu durum firmanın kârlılığını ciddi ölçüde etkilediğinden istenen bir durum değildir.

Sektör, öz kaynak kullanımında yeterli değildir. Bu yetersizlik ya atıl likit varlıkların ya da dışa bağımlı bir finans politikasının göstergesidir. Sektörün başarılı olması için firmalarda öz kaynak verimliliğini arttırıcı önlemler alınmalıdır. Sektörün dışa bağımlı olması olumsuz ekonomik koşullardan ciddi ölçüde etkilenmesine sebep olabilmektedir.

Faaliyet analizi ile enerji sektörünün satışları ile hangi bilanço kalemleri arasında ilişki olduğu üzerine analiz yapılmıştır. Analize göre, sektör alacaklarının tahsilinde ciddi bir sıkıntı ile karşı karşıyadır. Bununla beraber, borçların ödeme sürelerinin alacak tahsil süresinden daha kısa olması sektörün içinde bulunduğu

finans sıkıntısının daha da artmasına sebep olmaktadır. Sektör buna çözüm olarak alacaklarını daha kısa sürede tahsil etmeli ya da borç vadelerini uzatmalıdır. Sektör varlıklarını ve öz kaynaklarını etkin kullanamamaktadır. Bu durum dışa bağımlı finans politikalarının uygulanmasına sebep olabilmektedir. Dışa bağımlı finans politikalarında ek maliyetler söz konusu olduğundan sektör kârlılığı da olumsuz etkilenmektedir. Sektörün şartları lehine çevirebilmesi için dönen varlık, durana varlık ve öz kaynak kullanımlarında kapasite ve verimliliği artırıcı önlemler alınmalıdır.

3.2.2. KÂRLILIK ANALİZİ

“Firmanın faaliyet döneminde kâr sağlama açısından verimli olup olmadığını ve kâr sağlama gücünü kârlılık oranları gösterir. Bu oranlar firmanın işletme performansını, riskliliğini ve kaldıraç oranını ne ölçüde etkin kullanıp kullanmadığını gösterir.”⁴⁷

“İşletmelerin emrine verilmiş bulunan öz ve yabancı kaynakların, verimlendirme derecesinin ölçümünde kullanılan oranlar bu grupta toplanmaktadır. İşletmelerin gerek bir bütün olarak tüm faaliyetlerinde kârlı çalışıp çalışmadığının belirlenmesinde bu oranlardan yararlanılır. Kârlılık oranları ile, işletmenin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesi değerlendirilir.”⁴⁸

“İşletmelerin kârlılık derecesi, gelecekteki kâr potansiyelinin tespit edilmesinde baz teşkil edeceğinden yatırımcılar açısından mevcut kârlılığı gösteren oranların incelenmesini gerekli kılmaktadır. Kârlılık rasyoları aynı zamanda işletme yönetiminin etkinliğini görme açısından da yatırımcıya bilgi sunar.”⁴⁹

“Firmanın faaliyet sonucu elde ettiği kâr doyurucu mudur? Yeterli midir? Mali tablolarda yer alan bilgiler, yalnız başlarına, yukarıdaki soruları veya benzerlerini yanıtlayamazlar. Söz konusu tablolar, ancak firmanın belirli bir faaliyet döneminde ne tutarda kâr elde ettiğini ortaya koyarlar.”⁵⁰

⁴⁷ Okka, s.97

⁴⁸ Akdoğan, Tenker, s.668

⁴⁹ Aksoy, Tanrıöven, s.587

⁵⁰ Akgüç, s.62

Çalışmada kârlılık analizi oranlarından; faaliyet kârı oranı, net kâr marjı oranı, faaliyet giderleri oranı, finansal verimlilik oranı, ekonomik verimlilik oranı, varlıkların kârlılığı oranı, finansman giderlerinin net satışlara oranı, faiz karşılama oranı, adi hisse senedi başına düşen kâr payı, hisse senedinin defter değeri analizlerine yer verilecektir.

3.2.2.1. Faaliyet Kârı Oranı

“İş hacmi rantabilitesi olarak da nitelendirilen bu oran, firmanın esas faaliyetlerinin ne ölçüde kârlı olduğunu ortaya koyar. Bu nedenle anılan oranın yüksek olması ve yükselme eğilimi göstermesi, firma yönünden lehe yorumlanacak bir gelişmedir.”⁵¹

Faaliyet Kârı Oranı = Faaliyet Kârı / Net Satışlar formülü ile hesaplanan oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır.

Tablo 24 Enerji Sektörü Firmalarının Faaliyet Kârı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,05	0,02	0,11	0,10	0,10
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,52	0,47	-1,92	0,44	0,33
Ayen Enerji A.Ş.	0,51	0,41	0,24	0,22	0,14
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,49	0,07	-0,11	1,43	-0,01
SEKTÖR ORTALAMASI	0,39	0,24	-0,42	0,55	0,14

Tablo 24'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, faaliyet kârı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Ak Enerji Üretim A.Ş.'nin zarar gösterdiği yıl olmamakla beraber, 2011 yılına kadar çok düşük oranda faaliyet kârı elde etmiştir. Oran olarak diğer firmalardan daha az kâr elde etmesinin sebebi, faaliyet gideri oranının daha yüksek olmasıdır. Faaliyet kârı oranı sektördeki diğer firmalardan daha yüksek olan Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. 2011 yılında faaliyet giderlerinin satışlarını aşmasından dolayı zarar etmiştir. Ayen Enerji A.Ş. 5 yıl boyunca kâr elde etmesine rağmen oranında sürekli bir düşüş gözlenmektedir. Bu düşüş satışların düşmesi ya da giderlerin artmasının göstergesidir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin oranında

⁵¹ Akgüç, s.72

ciddi bir dalgalanma görülmektedir. Firma 2009 yılında kâr etmiş, 2010 yılında da kâr elde etmiş olmasına rağmen ciddi bir düşüş yaşamıştır. 2011 yılında zarar ettikten sonra 2012 yılında ani bir çıkışla 5 yılın en yüksek kâra ulaşmış ve 2013 yılında yine ani bir düşüşle dönemi zararla kapatmıştır. Firmaların kâr ve zarar oranlarındaki değişimi etkileyen durumlardan biri de diğer faaliyet gelirleridir.

Sektörün genel olarak faaliyet kârlılığının düşük olduğu söylenebilir. Sektörün iş hacmi hakkında olumlu yorum yapılabilmesi için bu oranının yüksek olması gerekmektedir. Oranı yükseltmenin iki yolu vardır. Birincisi, satışları arttırıcı ve satış maliyetlerini düşürücü önlemler alınabilir. İkinci yol ise, faaliyet giderlerini düşürücü önlemler alınabilir.

3.2.2.2. Net Kâr Marjı Oranı

“Söz konusu oran, işletme faaliyetlerinin net rantabilitesi hakkında bilgi verir. İşletmenin kuruluş amacı dışında kalan faaliyetlerinden doğan tüm faaliyet dışı gelir ve kâr unsurları ile faaliyet dışı gider ve zarar unsurları dikkate alınmış bulunmaktadır. İşletme bir sermaye şirketi ise, net kârın hesaplanmasında, ödenecek vergiler de dikkate alınmakta ve net kâr, vergiden sonraki kârı yansıtmaktadır.”⁵²

“Satılan her liralık malın yüzde kaçının vergiden sonraki net kâr olduğunu gösterir. Bütün giderler yapıldığı için net kâr şirkete bir katkı mahiyetindedir.”⁵³

Net Kâr Marjı Oranı = Dönem Net Kârı / Net Satışlar formülü ile hesaplanan oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır.

Tablo 25 Enerji Sektörü Firmalarının Net Kâr Marjı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,05	-0,06	-0,38	0,10	-0,16
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	1,34	0,85	-2,49	2,54	-0,96
Ayen Enerji A.Ş.	0,43	0,34	0,18	0,13	-0,12
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,19	-0,17	-1,06	1,09	-0,48
SEKTÖR ORTALAMASI	0,50	0,24	-0,94	0,97	-0,43

⁵² Akdoğan, Tenker, s.670

⁵³ Okka, s.97

Tablo 25'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, net kâr marjı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, kârlılık derecesi en yüksek olan firma Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'dir. Sektörde iyi durumda olmasına rağmen firma 2011 ve 2013 yıllarına zarar etmiştir. Zararın sebebi işletme giderlerinin satışlarını aşmış olmasıdır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'yi Ayen Enerji A.Ş. takip etmektedir. Kâr marjı daha düşük olan firma sadece 2013 yılında zarar etmiştir. 2011 yılında bütün firmalar zarar ettiği halde kâr marjını 0,18 oranla korumuştur. Bu durum 2011 yılında gelir-gider dengesi açısından sektörde en iyi durumdaki firma olduğunun göstergesidir. Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. kârla ve zararlı sonuçlanan yıllar açısından benzerlik göstermektedir. Ancak oranlar bazında bakılırsa kârla sonuçlanan 2009 ve 2012 yıllarında Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin daha yüksek kârlılık derecesine sahip olduğu görülmektedir.

Sektör ortalamasına bakılırsa, 2011 ve 2013 yılları zararlı sonuçlanmış olmakla beraber, diğer yıllarda kârlılık korunmuştur. Ancak, genel ortalamaya göre değerlendirme yapmak yanıltıcı bir sonuç olacaktır. Tablodaki firma detayları incelendiğinde firmaların çoğunlukla zarar ettiği görülmektedir. Özellikle 2013 yılında, firmaların tamamı finansal tablolarını zararlı açıklamıştır. Sektör açısından olumsuz bir durumdur. Bu durum, firmalar halka açık olduğu için, yatırım yapanlar açısından da olumsuz yorumlara sebep olabilir. Sektör, kârlılık marjını arttırmak için, satışını arttırıcı alternatifler ve giderlerinin maliyetini azaltıcı çözümler üretmelidir.

3.2.2.3. Faaliyet Giderleri Oranı

Faaliyet giderlerinin dönem kârı üzerindeki ağırlık derecesinin ölçümünde kullanılan bir orandır.

Net kâr; işletmenin kuruluş amacı dışında kalan faaliyetlerinden doğan tüm faaliyet dışı gelir ve kâr unsurları ile faaliyet dışı gider ve zarar unsurlarından etkilenmektedir. Bu sebeple, faaliyet giderlerinin satışlar üzerindeki etkisinin incelenmesi, faaliyet dışı bir etki bulunmaksızın işletmenin satış kârlılığının analiz edilmesine imkân vermektedir.

Faaliyet Giderleri Oranı = Faaliyet Giderleri / Net Satışlar formülü ile hesaplanan oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır. Firmanın ilgili oranı sektör ortalamasının ne kadar üzerinde ise, sektörde yer alan diğer firmalara nazaran o kadar fazla oranda faaliyet giderine katlanmıştır. Bu da firmanın, sektördeki ortalama kârlılığın altında kalmasına sebep olacak başlıca durumlardan biridir.

Tablo 26 Enerji Sektörü Firmalarının Faaliyet Giderlerinin Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,19	0,10	0,12	0,09	0,12
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,23	0,19	2,58	0,18	0,32
Ayen Enerji A.Ş.	0,09	0,05	0,05	0,06	0,04
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,10	0,11	0,16	0,12	0,07
SEKTÖR ORTALAMASI	0,15	0,11	0,73	0,11	0,14

Tablo 26'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, faaliyet giderlerinin oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. en yüksek orana sahiptir. Firmanın oranlarına göre; faaliyet giderlerinin, satışlar içerisinde yüksek para sahip olduğu, 2011 yılında satışların 2,58 katı faaliyet gideri yapıldığı söylenebilir. Firma 2011 yılında satışlarından kâr elde edememiştir. Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. yıl bazında ve diğer firma oranlarına bakıldığında kabul edilebilir oranda faaliyet giderine yer vermiştir. Ancak, Ayen Enerji A.Ş., en düşük oranda faaliyet gideri ile sektörde satışlarının kârlılığı konusunda rekabet üstünlüğüne sahiptir.

Sektöre bakıldığında firmalar 0,04 ile 2,58 oranları arasında faaliyet gideri oranına sahiptir. 2,58 oranına sahip Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin analizin bir yılında bu sapmayı göstermesi analizi olumsuz etkilememektedir. Genel duruma bakıldığında, sektör satışlarına makul oranda faaliyet gideri gerçekleştirmiştir.

3.2.2.4. Finansal Verimlilik (Mali Rantabilite) Oranı

“Net kâr / öz kaynak oranı; işletme sahip ve sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını göstermektedir. İşletmenin yönetimindeki

başarı derecesi ile kârlılık durumunun analizinde, anılan oran, önemli bir göstergedir.”⁵⁴

“Piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde yatırım yapmaktaki amaç, kâr elde etmek olduğuna göre sağlanan kârla, o firmaya, firmanın sahip ve sahipleri tarafından sağlanan sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi, kârlılık analizinde anlamlı bir gösterge olmaktadır.”⁵⁵

Finansal Verimlilik Oranı = Net Kâr / Öz Kaynaklar formülü ile hesaplanan oranın aktif kârlılık oranından farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Finansal kaldıraç iyi kullanılmışsa mali rantabilite oranı yüksek olur. Oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır.

Tablo 27 Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Verimliliklerinin Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,03	-0,03	-0,41	0,09	-0,15
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,11	0,07	-0,17	0,19	-0,06
Ayen Enerji A.Ş.	0,19	0,16	0,08	0,08	-0,18
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,45	-0,48	3,60	0,99	-0,40
SEKTÖR ORTALAMASI	0,20	-0,07	0,78	0,34	-0,20

Tablo 27’de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, finansal verimlilik oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre, mali rantabilitesi en yüksek firma Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’dir. Bu durum sektörde yer alan firmalar arasında, bir birim öz kaynak başına en yüksek kârın bu firma tarafından elde edildiğinin göstergesidir. Firma 2010 ve 2013 yıllarında dönemini net zarar ile kapattığından finansal verim sağlayamamıştır. Ak Enerji Üretim A.Ş. 2009 ve 2012 yıllarında kâr elde etmiş ancak, sektörde öz kaynak birimi başına en düşük oranda kâra sahip olan firmadır. Firma, 2010, 2011 ve 2013 yıllarında dönem net zararından dolayı finansal verimlilik sağlayamamıştır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. 2012 yılına kadar finansal verimlilikte düşüş yaşamıştır. 2012 yılında olumlu yönde hareket etmesine rağmen 2013 yılında tekrar düşüş yaşamıştır. Firma 2011 ve 2013 yıllarında dönemini net zarar ile

⁵⁴ Akdoğan, Tenker, s.671

⁵⁵ Akgüç, s.63

kapattığından finansal verim sağlayamamıştır. Ayen Enerji A.Ş.'nin finansal verimliliğinde sürekli bir düşüş görülmüştür. 2013 yılında net zararından dolayı verimlilik negatife düşmüştür.

Sektörün kârlılık derecesi düşüktür ve finansal verimlilik konusunda başarısızdır. Zararla sonuçlanan dönemlerinin olmasında, yabancı kaynaklara ağırlık verilerek finansal kaldıracının etkin kullanılamaması önemli rol oynamıştır. Bu durum sektörün finansal verimliliğini olumsuz etkilemektedir. Sektörde öncelikli olarak net kârın arttırılması için çalışmalar yapılmalıdır.

3.2.2.5. Ekonomik Verimlilik (Rantabilite) Oranı

“Oran, öz ve yabancı kaynaklar toplamının rantabilitesinin ölçümünde kullanılır. Ekonomik rantabilite diye kullanılan oran, toplam kaynakların ne ölçüde kârlı kullanıldığını gösterir.

Oranda, yatırımların getirisi olarak vergiden önceki kâr ve faiz giderleri anılmaktadır. Çünkü yönetim, daha önce de belirtildiği üzere, kârdan alınan vergi üzerinde hiçbir kontrole sahip değildir. Dolayısıyla, işletmenin ne kadar kârlı olduğunu gösteren en doğru gösterge de vergiden önceki kârdır. O halde yatırımların finansmanında kullanılan öz kaynağın getirisi vergiden önceki kâr olmaktadır. Diğer taraftan, yabancı kaynağın getirisi faiz giderleridir. Vergiden önceki kârın içinde faiz giderleri bir indirim unsuru olarak dikkate alınmıştır. Dolayısıyla, toplam kaynakların getirisinin ölçümünde, faiz giderlerinin de, vergiden önceki kâr tutarına eklenmesi gerekir.”⁵⁶

“Anılan oranın kullanılmasıyla, kârla yatırım arasındaki ilişki, firmanın finansman yapısından bağımsız olarak incelenebilmektedir.”⁵⁷

Ekonomik Verimlilik Oranı = (Faiz Vergi Öncesi Kâr + Faiz Giderleri) / Pasif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın mali kârlılık oranından düşük olması beklenir. Aksi durumda; yabancı kaynaktan yararlanma maliyetinin normalin üzerinde olduğu anlaşılır. Bu maliyetlerin normalin üzerinde seyretmesi, kârlılık

⁵⁶ Akdoğan, Tenker, s.673

⁵⁷ Akgüç, s.68

derecesini olumsuz yönde etkilemekle beraber, firmaların likiditesinde de olumsuz etkiye sebep olabilir.

Tablo 28 Enerji Sektörü Firmalarının Ekonomik Verimlilik Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,01	-0,01	-0,11	0,02	-0,06
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,13	0,07	-0,16	0,19	-0,07
Ayen Enerji A.Ş.	0,12	0,11	0,03	0,03	-0,06
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,06	-0,03	-0,13	0,12	-0,06
SEKTÖR ORTALAMASI	0,08	0,04	-0,09	0,09	-0,06

Tablo 28'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, ekonomik verimlilik oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; negatif oranlar, zararla kapatılan yılların neticesidir. Ak Enerji Üretim A.Ş.'nin 2009 ve 2012 yılındaki oranları aynı yıllara denk gelen mali verimlilik oranından düşüktür. Bu durum ilgili yıllarda, yabancı kaynakların maliyetinin normal seviyede olduğunu gösterir. Ancak zararla sonuçlanan yıllarda, aksi durum görülmektedir. Firma bu dönemlerde yabancı kaynakları için aşırı maliyete katlanmıştır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin ekonomik verimlilik ve mali verimlilik oranları arasındaki ilişkiye bakıldığında, firmanın yabancı kaynak maliyetlerinin normalin üzerinde olduğu görülmektedir. Ayen Enerji A.Ş. firmasının 2012 yılına kadar ekonomik verimlilik oranları, mali verimlilik oranlarının altında seyretmiştir. Buna dayanarak, yabancı kaynak maliyetlerinin istenilen düzeyde olduğu yorumu yapılabilir. 2013 yılında oran tam tersi çalışmıştır. Firma, normalin üzerinde yabancı kaynak maliyetine katlanmıştır. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. firmasında ise 2010 ve 2013 yılları hariç ekonomik verimlilik oranı mali verimlilik oranının altında seyretmiştir. Bu istenen durumdur çünkü yabancı kaynak maliyetinin normal seyrinde olduğunu gösterir. 2010 ve 2013 yılları zararla sonuçlanan yıllardır ve firma normalin üstünde yabancı kaynak maliyetine katlanmıştır.

Sektör geneline bakıldığında, ekonomik verimlilik oranı ile mali verimlilik oranı arasındaki ilişkiye göre sektörün kâr ile sonuçlanan yıllarda normal seviyede yabancı kaynak maliyetine katlanmasına karşın, zararla sonuçlanan yıllarda normalin üstünde yabancı kaynak maliyetine katlandığı görülmektedir.

3.2.2.6. Varlıkların Kârlılığı Oranı

“Anılan oran, bir firmanın yapmış olduğu yatırımın kârlılığını; başka deyişle varlıkların ne ölçüde verimli kullanıldığını göstermek için kullanılmaktadır.

Oran, bir firmanın, özellikle finansmanda büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan ve yabancı kaynak kullanımını yıldan yıla farklılık gösteren firmalarda, kârlılık analizinde ihtiyatla değerlendirilmelidir. Gerçekten net kâr, faizler ve vergiler indirildikten sonra kalan tutarı gösterdiğinden, bir firmanın finansman şeklinde ve/veya finans yapısındaki değişikliklere göre söz konusu oran yüksek veya düşük görülebilir. Geniş ölçüde yabancı kaynak kullanan, dolayısıyla ağır bir borç yükü altında bulunan firmaların “net kâr / net varlık toplamı” oranının, varlıklarının büyük bir bölümünü öz kaynakları ile finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olması normaldir.”⁵⁸

Varlıkların Kârlılığı Oranı = Net Kâr / Aktif Toplamı formülü ile hesaplanan oranın analizinde, firmanın yabancı kaynak kullanım ölçüsü önemli bir kriterdir. Çalışmada analizi yapılan enerji sektörü firmaları, faaliyet konuları gereği yatırıma ihtiyaç duymaktadır ve yüksek oranda yabancı kaynak kullanmaya ihtiyaç duyabilirler. Bu sebeple de, varlık kârlılığı oranının düşük olması karşılaşılabilecek bir durumdur.

Tablo 29 Enerji Sektörü Firmalarının Varlıklarının Kârlılığı Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,04	-0,03	-0,14	0,11	-0,05
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,10	0,06	-0,15	0,17	-0,05
Ayen Enerji A.Ş.	0,10	0,08	0,03	0,03	-0,04
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,04	-0,03	-0,14	0,11	-0,05
SEKTÖR ORTALAMASI	0,07	0,02	-0,01	0,11	-0,05

Tablo 29'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, varlıkların kârlılığı oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; negatif oranlar zararlar kapayan dönemlerin sonucudur. Ak Enerji Üretim A.Ş.'nin varlık kârlılığı, zararlar sonuçlanan yıllarda düşüş, kârla sonuçlanan yıllarda artış göstermiştir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin

⁵⁸ Akgüç, s.67-68

aktif karlılığında 2011 yılına kadar düşüş görülmüştür. 2011 yılındaki düşüşün sebebi dönemin zararlarla kapanmış olmasıdır. 2010 yılında ise, 2009 yılına nazaran daha düşük bir oranın görülmesi 2010 yılında yatırımlarda daha yüksek oranda yabancı kaynak kullanılmış olmasıdır. Bu durum varlık kârlılığını olumsuz yönde etkilemiştir. 2012 yılında firmanın aktif kârlılığı tekrar yükselmiştir. Ancak, 2013 yılında tekrar firma zararlar dönem kapattığı için oranda düşüş görülmektedir. Ayen Enerji A.Ş.'nin varlık kârlılığı yıldan yıla düşüş göstermiştir. Bu durum, firmanın her yıl bir öncekine göre daha fazla yabancı kaynağa ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin zararlar kapanan dönemlerinde oranda düşüş görülmekle beraber, kârla sonuçlanan 2009 ve 2012 yıllarına bakıldığında 2012 yılında 2009 yılında göre daha az yabancı kaynak kullanıldığı, öz kaynak kullanıma daha fazla önem verildiği görülmektedir.

Sektör geneline bakıldığında; yabancı kaynak kullanımının, öz kaynak kullanımına göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Sektör, aktiflerini etkin kullanamamıştır. Bu durum, enerji sektörünün faaliyet konusu gereği yüksek oranda yatırıma ihtiyacı duymasının sonucu olarak görülebilir.

3.2.2.7. Finansman Giderlerinin Net Satışlara Oranı

Günümüz şartlarına göre firmalar, özel finans kurumlarından kredi kullanarak finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Kullanılan krediler neticesinde de, finansman maliyetlerine katlanmaktadır. Finansman giderleri, firmaların karlılığını etkileyen bir durumdur. Sözü edilen oranda, firmaların katlandığı finansman giderlerinin net satışlara ne ölçüde etki ettiği ortaya konulmaktadır. Oranın çok yüksek olması firmanın aşırı kredi kullandığı anlamına gelmektedir. Genellikle likidite sorunu yaşayan firmalarda oranın yüksek olduğu görülmektedir.

Finansman Giderlerinin Net Satışlara Oranı = Finansman Giderleri / Net Satışlar formülü ile hesaplanan oranın analizinde, oranın yüksek olması finansman giderlerinin, satışların kârlılık durumunu önemli derecede etkilediğini gösterir. Oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır. Firmanın ilgili oranının, sektördeki ortalamadan çok yüksek seyretmesi, firmanın sektöre göre

kendi finansmanını sağlamada yeterince başarılı olamadığının ya da daha yüksek finansman maliyetlerine katlandığının göstergesi olabilir.

Tablo 30 Enerji Sektörü Firmalarının Finansman Giderlerinin Net Satışlarına Oranı

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,07	0,13	0,52	0,08	0,42
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ayen Enerji A.Ş.	0,08	0,06	0,03	0,07	0,39
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,94	1,40	1,90	0,96	0,97
SEKTÖR ORTALAMASI	0,27	0,40	0,61	0,28	0,45

Tablo 30'da enerji sektörü firmalarının beş yıllık, finansman giderlerinin net satışlarına oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; Ak Enerji Üretim A.Ş., 2011 yılına kadar artan oranda finansman maliyetine katlanmıştır. 2012 yılında finans giderlerinde düşüş olmasına karşın 2013 yılında tekrar artış görülmüştür. 2011 ve 2013 yılındaki finansman giderleri satışların önemli bir bölümüne denk gelmektedir. Firmanın finansal tabloları incelendiğinde, ilgili yılların zararlı sonuçlanmış olması da, finans giderlerinin işletmeyi başarısızlığa uğrattığını göstermektedir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin finansman gideri satışların %1'inden daha düşük bir oranına denk gelmektedir. Bu durum satış karlılığının finansman giderlerinden etkilenmediğini ve firmanın likidite sorunu yaşamadığının göstergesidir. Ayen Enerji A.Ş.'nin oranlarına bakıldığında, 2011 yılına kadar finans giderlerinin olumsuz etkisinin yıldan yılda azaldığı, 2012 yılından itibaren arttığı görülmektedir. 2013 yılında hesaplanmış oran, firmanın büyük ölçüde finansman maliyeti ile karşı karşıya kaldığını göstermektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. çok ciddi oranda finansman maliyetine katlanmaktadır. Tablodaki verilere göre; 2009, 2012 ve 2013 yıllarında finansman giderlerinin satışlara çok yakın olduğunu, 2010 ve 2011 yıllarında ise, satışları ciddi oranla aştığı görülmektedir. Bu durum firmanın kriz yaşadığını, likiditesinin ve öz kaynaklarının firma ihtiyaçlarını karşılamadığını, firmanın döngüyü finans kredilerinin kullanımıyla sağladığını göstermektedir.

Sektörde; yüksek oranda finans kredilerinin kullanıldığı, kullanılan krediler neticesinde yüksek finansman maliyetlerine katlanıldığı görülmektedir. Aşırı kredi

kullanımları sektörü başarısızlığa uğratmış, sektörde bulunan firmaların bazı dönemlerini zararla kapatmalarına sebep olmuştur.

3.2.2.8. Faiz Karşılama Oranı

“Faiz karşılama oranı, firmanın faiz ve vergi öncesi kârı ile finansman giderlerini kaç defa karşılayabileceğini veya firmanın faiz ve vergi öncesi kârının finansman giderlerinin kaç katı olduğunu gösterir bir orandır. Bu oran firmanın finansman giderlerinden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirebilmek için yeterli kaynak yaratıp yaratamadığının da bir göstergesidir.”⁵⁹

Firmaların faizlerini karşılayamaması, firmayı mali açıdan zor bırakır, hatta firmanın iflasına bile yol açabilir.

Faiz Karşılama Oranı = Faiz Vergi Öncesi Kâr / Finansman Giderleri formülü ile hesaplanan oranın, 7 olması yeterli görülmektedir. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oranın 3 olması yeterlidir.

Tablo 31 Enerji Sektörü Firmalarının Faiz Karşılama Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,60	-0,49	-0,85	0,81	-0,58
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	4938,63	1576,24	-973,43	8356,99	-8324,84
Ayen Enerji A.Ş.	6,53	7,12	6,38	2,20	0,45
Zorlu Enerji Elekt. Üret. A.Ş.	0,28	-0,14	-0,54	1,21	-0,63
SEKTÖR ORTALAMASI	1236,51	395,68	-242,11	2090,30	-2081,40

Tablo 31'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, faiz karşılama oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; Ak Enerji Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş., faizleri karşılamakta zorlanmaktadır. Bu durum firmaların mali krize girmelerine sebep olabilecek bir durumdur. Ayen Üretim A.Ş. 2012 yılına kadar faizleri karşılama konusunda etkin bir yapıya sahiptir. Ancak; 2012 yılından itibaren, oranda ciddi bir düşüş gözlenmiştir. Düşüşün devam etmesi durumunda firma mali kriz yaşayabilir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. çok düşük miktarda finansman giderine katlandığından, faiz karşılama sıkıntısı yaşamamaktadır.

⁵⁹ Ercan, Ban, s.44

Sektörde genel anlamda faizlerin karşılanmasında zorluk yaşanmaktadır. Ortalamanın yüksek görünmesinin sebebi, çok az miktarda finansman giderine katlanan Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin yanıltıcı etkisidir. Sektördeki finans kredi kullanımlarının azaltılması ya da kârlılığın arttırılması yoluyla faiz karşılama oranının yükseltilmesi gerekmektedir. Aksi durumda, sektör ciddi oranda mali kriz yaşayabilir, hatta sektörde yer alan firmalardan bazılarının iflas etmesi gibi çok önemli bir durumla karşı karşıya kalınabilir.

3.2.2.9. Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Payı

“Firmanın vergiden sonraki net kârının, hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Hisse başına düşen kârın yüksekliği, hisse başına temettünün yüksekliğine ve bu da hisse senetlerinin pazar fiyatının yüksekliğine sebep olur. Dolayısıyla ortakların varlıkları artar.”⁶⁰

“Pay senedi başına elde edilen kâr, bir pay senedinin değerini etkileyen önemli etkenlerden biri olduğundan, anonim şirketlerde anılan oranın hesaplanması yararlıdır.”⁶¹

Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Payı = (Dağıtılacak Kâr – İmtiyazlı Hisse Senetlerine Ödenecek Kâr Payı) / Adi Hisse Senedi Sayısı formülü ile hesaplanan oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır.

Tablo 32 Enerji Sektörü Firmalarının Adi Hisse Senedi Sayıları

FİRMALAR	AK ENERJİ	AKSU ENERJİ	AYEN ENERJİ	ZORLU ENERJİ
2009	65.340.000	8.385.000	11.961.000.000	12.440.507.603
2010	375.814.000	8.352.000	11.961.000.000	28.166.535.000
2011	375.814.000	8.352.000	17.104.230.000	28.166.535.000
2012	375.814.000	8.352.000	17.104.230.000	39.232.811.781
2013	729.164.000	8.352.000	17.104.230.000	50.683.770.491

⁶⁰ Okka, s.98

⁶¹ Akgüç, s.66

Tablo 33 Enerji Sektörü Firmalarının Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Paylarının Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	0,371	-0,070	-0,562	0,210	-0,174
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,471	0,285	-0,608	0,845	-0,264
Ayen Enerji A.Ş.	0,004	0,003	0,001	0,001	-0,003
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
SEKTÖR ORTALAMASI	0,212	0,055	-0,292	0,264	-0,110

Tablo 32'de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, adi hisse senedi sayıları, **Tablo 33**'te de enerji sektörü firmalarının beş yıllık, adi hisse senedi başına düşen kâr paylarının oranları belirtilmiştir. Tablolarda yer alan verilere göre; negatif sonucu olan değerler zararlar sonuçlanan yıllar neticesindedir. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş., hisse senedi başına en yüksek kâr payını veren firmadır. Firmada yaşanan 2010 yılındaki düşüşün sebebi hisse senedi sayısındaki ani bir artış, 2012 yılındaki yükselişin sebebi de, kâr payındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Bu durum firmanın, sektördeki diğer firmalar arasında en yüksek kârlılık derecesine sahip olduğunu gösterir. Ak Enerji Üretim A.Ş. 2009 ve 2012 yıllarında kâr elde etmiştir. Ancak 2012 yılında 2009 yılında elde edilen kârı yakalayamamıştır. Ayen Enerji A.Ş.'nin oranlarına bakıldığında, hisse başına dağıttığı kâr payının çok düşük olduğu görülmekte, mevcut kâr paylarının yıldan yıla düşüş gösterdiği görülmektedir. Bu durum firmanın kârlılığının yıldan yıla düştüğünün göstergesidir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. çok düşük miktarda kâr payı ödemesi yapmaktadır. Oranın düşüklüğünden dolayı tablo 30'a oran yansımamış olmakla birlikte sektör ortalamasına katılmıştır. Bu durum firma kârlılığının çok düşük olduğunu göstermektedir. Ayrıca firmanın 2010, 2011 ve 2013 yıllarını zararlar kapattığını belirtmekte yarar vardır. Firmanın sektörde rekabet gücü yoktur.

Sektöre genel olarak bakıldığında, kâr payı ödemelerinin düşük seviyede olduğu görülmektedir. Yatırımcılar, kâr payı gelirlerini yükseltebilmek için ellerinde fazla sayıda hisse senedi bulundurmak zorundadır. Bu durum yatırımcıların kararlarını olumsuz yönde etkileyebilecektir. Sektörün, hisse senedi piyasasında diğer sektörlerle rekabetinin zayıf olması olası bir durumdur.

3.2.2.10. Hisse Senedinin Defter Değeri Oranı

Oran, hisse senetlerinin defter (kayıtlı) değerini gösterir.

Oranda, işletmenin öz sermayesi ile ödenmiş sermayesi arasındaki ilişki önemlidir. İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda nominal değerden düşük olacaktır.

Hisse Senedi Defter Değeri Oranı = Öz Kaynak / Hisse Senedi Sayısı formülü ile hesaplanan oranın yeterli olup olmadığının saptanmasında işletmenin geçmiş yıllardaki durumuna ve aynı endüstri kolundaki işletmelerin oranlarına bakılmalıdır.

Tablo 34 Enerji Sektörü Firmalarının Hisse Senetlerinin Defter Değeri Oranları

FİRMALAR	2009	2010	2011	2012	2013
Ak Enerji Üretim A.Ş.	11,00	2,03	1,40	2,51	1,14
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	4,16	4,26	3,50	4,34	4,08
Ayen Enerji A.Ş.	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SEKTÖR ORTALAMASI	3,80	1,58	1,23	1,72	1,31

Tablo 34'te enerji sektörü firmalarının beş yıllık, hisse senetlerinin defter değeri oranları belirtilmiştir. Tablodaki verilere göre; Ayen Enerji Üretim A.Ş.'nin oranlarında görülen, 2010 ve 2013 yıllarındaki düşüşün sebebi, hisse senedi sayısındaki artıştır. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin oranlarında görülen dalgalanmanın sebebi öz kaynaklarda meydana gelen değişimlerdir. Ayen Enerji A.Ş. öz kaynaklarına oranla yüksek sayıda hisse senedi çıkardığından defter değerlerinin düşük seyirde olduğu görülmektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. aşırı miktarda hisse senedi çıkarmıştır. Bu durum, hisse senedi defter değerlerini ciddi oranda etkilediğinden, firmanın oranları tablo 31'e yansımamıştır. Ancak sektör ortalamasında firmanın oranları mevcuttur. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin öz kaynaklarının 2011 yılında negatife düştüğünü belirtmekte yarar vardır.

Sektöre genel olarak bakıldığında, hisse senedi defter değeri açısından firmalar arasında ciddi oranda farklar olduğu görülmektedir. Bu durum firmaların

çıkarmış olduğu hisse senedi sayısından yüksek oranda etkilenmiş olmakla beraber, firmaların öz kaynaklarından da etkilenmiştir.

Kârlılık analizi ile enerji sektörünün kârlılığının ne ölçüde yeterli olduğunun analizi yapılmıştır. Analize göre, sektörün iş hacminin düşük olduğu görülmektedir. Sektörde satışların arttırılması ve satış maliyetlerinin düşürülmesi hakkında önlem alınmasına ihtiyaç vardır. Sektör kârlılığının düşük olmasında yabancı kaynak maliyetlerinin de etkisi büyüktür. Normalin üzerinde kullanılan yabancı kaynaklar sektörün finansal ve ekonomik verimlilik oranları üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Sektör yüksek oranda finansman giderine katlanmıştır. Bu durum, faiz karşılama oranını olumsuz etkilemiştir. Finansman giderlerine ait faizlerin ödenmesinde güçlük çekilmektedir. Ayrıca, finansman giderlerinin çok yüksek olması satışlardan sektöre kalan kârı ciddi oranda düşürmektedir. Kârlılığı arttırıcı, maliyetleri düşürücü önlemler alınmalı ve öz kaynakların etkin kullanımı sağlanmalıdır. Aksi durumda; sektörde yer alan firmalar, iflas riski ile karşı karşıya kalabilir.

Çalışmanın bu bölümünde, enerji sektörü firmalarının oran analizleri yapılmıştır. Yapılan analiz neticesinde, sektörün kısa vadeli yabancı kaynaklardan doğan yükümlülüklerini yerine getirmede likidite sorunu yaşadığı görülmektedir. Yaşanan likidite sorununu etkileyen en önemli etken, alacakların tahsilinde etkili bir politika izlenememiş olmasıdır. Alacak tahsilinin gecikmesine karşın tedarikçi ödemelerinde daha kısa vadelerin olması sektörün likidite sorununun daha da artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca; öz kaynak kapasitesinde de yetersizlik olduğundan, yabancı kaynak kullanımı öz kaynakların üzerindedir. Bu durum finansal ve ekonomik verimlilik yönünden, sektörün olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur. Sektörde, yüksek oranda finansman giderine katlanılmış olması, faiz ödemelerinde güçlük yaşanmasına sebep olmakla beraber, kârlılığın yüksek oranda olumsuz yönde etkilenmesine sebep olmuştur. Sektörde yer alan firmaların iflas riski ile karşılaşmalarının önüne geçilebilmesi için, etkin finansman politikalarına ihtiyaç vardır.

SONUÇ

Enerji, sanayinin ve buna bağılı olarak da teknolojinin gelişmesi sonucunda hayatımızda önemli derecede yer tutmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde hızla artış gösteren enerji tüketimi, ülkelerin gelişmişlik düzeyi hakkında bilgi vermektedir. Enerji tesislerinin yüksek yatırım gerektirmesi, Türkiye gibi dışa bağımlı ülkelerin enerji ihtiyacını karşılamada enerji ithal etmesine, yüksek maliyetlere katlanmasına sebep olmaktadır. Ancak, dışa bağımlı ülkelerde enerjiye duyulan ihtiyaç da hızla arttığı için, dış borçların artışı önemli ölçüde etkilenmekte, bu durum ülke ekonomisine olumsuz yansımaktadır. Bununla beraber, sanayideki gelişimle birlikte oluşan küresel rekabette de güçlü olabilmek için düşük maliyetle sanayi ürünlerinin üretilmesi gerekmektedir.

Dışa bağımlı kalındığında, enerji birim bedelinin yükselmesi ve bu yüksek bedele borçlanma maliyetinin de eklenmesi sanayi ürünlerinin üretim maliyetini arttıracığından, rekabet gücü düşmektedir. Bu durumun önüne geçebilmek için, ülkeler kendi enerji kaynaklarına yönelerek ekonomik ve kaliteli enerji üretme yolunda ilerlemeli ve üretilen enerjiyi de bilinçli tüketmelidir. Tüm bu bilgiler ışığında, enerji sektöründe yer alan firmaların güçlü bir finansal yapıya sahip olması gerektiği görülmektedir.

Çalışmada ele alınan, enerji sektörünün finansal yapısı hakkında daha önce yapılmış olan çalışmalarda Türkiye enerji sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin sermaye yapısı bileşenlerinde en önemli ve tek anlamlı değişkenin, kârlılık olduğu görülmektedir. Bunun sonucunda borçlanma seviyelerinin belirlenmesinde, enerji işletmelerinin öz kaynak kârlılığına dikkat etmeleri gerekmektedir. Aynı zamanda, sektörde yer alan borsaya kayıtlı firmaların kriz dönemlerinde; stoklarına, alacaklarına, aktiflerine sektördeki diğer firmalara göre daha az para bağladığı ve daha verimli kullandığı görülmektedir. Borsaya kayıtlı enerji firmalarının sektördeki diğer firmalara göre daha iyi bir performans göstermektedir. Bu çalışmaların incelenmesi neticesinde; Türkiye’de faaliyet gösteren enerji sektörü firmalarının kârlılık düzeyine önem verdiği, özellikle borsaya kayıtlı firmaların kriz

dönemlerinden minimum derecede etkilenmek adına daha ihtiyatlı davrandığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Türkiye’de halka açık enerji sektörü firmalarının finansal yapılarının ortaya konulması ve analiz edilmesi ile ilgili yapılan olan bu çalışmada, kamu aydınlatma platformunda yer alan firmalardan yararlanılmıştır. Çalışmanın analiz bölümünde yapılan ve 5 yıllık dönemi içeren finansal analizde, rasyo analizi tekniği kullanılarak firmalar; likidite, faaliyet, finansal yapı ve kârlılık durumları açısından ele alınmıştır.

Likidite analizi, likit varlıkların yeterliliği ve kısa vadeli borçları karşılayabilme kabiliyeti hakkında bilgi vermektedir. Enerji sektörü için yapılan analiz, sektörde likit varlıkların yetersiz olduğunu ve borçların ödenmesinde güçlük çekildiğini göstermektedir.

Finansal yapı analizi, kaynak yapısı ve uzun vadeli yabancı borçların ödenebilme kabiliyeti hakkında bilgi vermektedir. Bu durum, öz kaynak kapasitesinin de yeterliliğini ortaya koymaktadır. Yapılan analiz neticesinde; öz kaynak kapasitesinin yetersiz olduğu ve yabancı kaynaklarla finansmana ihtiyaç duyulduğu görülmektedir. Yabancı kaynak kullanımı, ek maliyetleri de beraberinde getirdiğinden, kârlılık derecesinin olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Kârlılık, yabancı kaynakların öz kaynakları aşma derecesi oranında etkilenmektedir.

Faaliyet analizi, varlıkların nakde dönüşüm hızını ölçülmüştür. Varlıklar ne kadar likit hale getirilirse, nakit ihtiyacı o kadar azalacak, yabancı kaynak kullanımı da o oranda düşecektir. Yapılan analize göre, sektörde ciddi bir borç-alacak vade uyumsuzluğu görülmektedir. Borçların ortalama ödeme süresinin, alacakların ortalama tahsil süresinden kısa vadeli olması sektörü nakit sıkıntısına sokmakta ve yabancı kaynak kullanmak zorunda kalınmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda, sektörde varlıklar ve öz kaynaklar da etkin kullanılamamaktadır. Bu yüzden de, sektörde dışa bağımlı finans politikaları takip edilmektedir.

Kârlılık analizi ile firmaların kârlılık performansı ölçülmüştür. Yapılan analize göre; enerji sektörünün iş hacmi düşüktür. Bu durum, yabancı kaynak kullanımının getirdiği ek maliyetlerle birlikte değerlendirildiğinde kârlılığı olumsuz

yönde etkilemektedir. Yabancı kaynakların normalin üzerinde kullanılması ve çok yüksek tutarlarda finansman giderine katlanılıyor olması da kârda görülen düşüşü ciddi oranda olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, sektörün aşırı finansman giderine katlanması, faiz karşılama oranını düşürmüş olup, enerji firmalarının yabancı kaynak faizlerini karşılamada güçlük yaşamasına sebep olmaktadır.

Kısaca özetlenecek olursa; enerji sektörünün dönen varlıkları kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede yetersiz kalmaktadır. Sektörün alacak tahsilinden önce borç ödemesinde bulunmasına yol açan faaliyet süreci sektörü ciddi bir sıkıntıya sokmuştur. Bu nedenle yabancı kaynak kullanımına yönelen sektörün ek maliyetlere katlanmakta olması, kâr marjlarının gerilemesine sebep olmaktadır. Sektördeki yüksek yabancı kaynak kullanım oranı, enerji piyasasında finansal ve ekonomik verimsizliğe yol açmaktadır. Yabancı kaynaklardan finansman giderlerinin aşırı yüksek düzeyi faiz karşılama oranını düşürmektedir. Bu durum, sektörün bazı dönemlerde faaliyetlerinin zararlı sonuçlanmasına neden olmaktadır.

Bu olumsuzlukları aşmak için enerji sektöründeki firmaların geliri arttırıcı, maliyetleri düşürücü, öz kaynakların etkin kullanımını sağlayıcı etkili finans politikaları geliştirmeleri gerekmektedir. Aksi halde, sektörde yer alan firmalar önemli finansal risklerle karşı karşıya kalacaklardır.

KAYNAKÇA

Kitap

Aksoy A., Tanrıöven C., Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007.

Aksoy A., Yalçın K., İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2008.

Akdoğan N., Tenker N., Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007.

Akgüç Ö., Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998

Ercan M.K., Ban Ü., Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2008.

Okka O., Finansal Yönetime Giriş, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2006.

Ayyıldız N., Sermaye Piyasasının Belirleyicileri: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü İşletmeleri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Uygulama, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi, 2013.

Geyikçi U.B. 2001 Krizinin Enerji Sektörü Üzerine Yansımalarının Finansal Analizi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi, 2007.

Süreli Yayın

Aktaş H., Kargın M., “Türk Bankacılık Sektöründeki Yabancı ve Ulusal Bankaların Finansal Oranlar Açısından Karşılaştırılması”, Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 2007, c.14, n.2, ss. 31-45

Aktaş M., “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması”, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, 2008, c.37, n.2, ss. 137-150

Akyüz Y., Genç E., Erdem I., “Finansal Raporlar Arasındaki İlişkinin Faktör Analizi ile İncelenmesi: Aracı Kurumlar Üzerinde Bir Uygulama”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Temmuz 2013, n.37, ss. 85-96

Bobinaite V., “Financial Sustainability of Wind Electricity Sectors In The Baltic States”, Renewable and Sustainable Enegy Rewiews, 2015, n.47, ss. 794-815

Cengiz H., “Türkiye’de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Uygulamasının Finansal Oranlara Etkilerinin Analizi”, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 2014, c.10, n.21, ss. 163-177

Çakır H.M., “Nakit Döngüsünün Firma Kârlılığına Etkisinin Sektörel Analizi”, Journal of Yaşar University, 2013, n.30(8), ss. 4948-4965

- Evans J.R., Mathur A., "Retailing and The Period Leading Up To The Great Recession: A Modal and A 25-Year Financial Ratio Analysis of Us Retailing, The International Rewiew of Retail", Distribution and Consumer Research, 2014, vol 24, n.1, ss. 30-58
- Liao Y., Ni Y., "Evaluating Overseas Convertible Bonds From Financial Statements Using Five Forces Analysis", International Journal of Electronic Business Management, 2014, Taiwan, vol12. n.4, ss. 247-255
- Medina F.J., "Co-operative Wineries: Temporal Solution or Efficient Firms? The Spanish Case During Late Francosim, 1970-1981", Albaladejo, Business History; 2015 vol 57, n.4, ss.589-613
- Mramor D. ve Marmor-Kosta N., "Accounting Ratios as Factors of Rate of Return on Equity. New Operational Approaches for Financial Modeling", Heidelberg: Physica-Verlag, 1997, ss. 335-348.
- Omran, M. ve Ragab, A., "Linear Versus Non-linear Relationships Between Financial Ratios and Stock Returns: Empirical Evidence form Egyptian Firms", Review of Accounting and Finance, 2004, Vol. 3, Issue. 2, ss. 84-102.
- Öz B., Ayriçay Y., Kalkan G., "Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirilerinin Tahmini: İMKB 30 Endeksi Hisse Senetleri Üzerine Diskriminant Analizi ile Bir Uygulama", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2011, c.11, n.3, ss. 51-64
- Özçomak M. S., Gündüz M., "Borsa Performans Oranları ve Diğer Finansal Oranlar Arasındaki İlişkinin Kanonik Korelasyon Analizi ile İncelenmesi", Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2012, 16 (1), ss. 453-466
- Saldanlı A., "Türk Bankacılık Sektörüne Genel Bakış: 2000-2012 Yılları Arası Rasyo Analizi", Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Kasım 2013, n.10, ss.40-52
- Selimoğlu S., Orhan A., "Finansal Başarısızlığın Oran Analizi ve Diskriminant Analizi Kullanılarak Ölçümlenmesi: BİST'te İşlem Gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan 2015, ss. 21-40
- Zor İ., "Tek Düzen Hesap Planı ve UFRS'ye Göre Elde Edilen Finansal Oranların Hisse Getirileri ile İlişkisinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Bist'te Bir Uygulama", Journal of Yaşar University, 2014, n.9(34), ss. 5870-5886

İnternet Kaynağı

- Elektrik Mühendisleri Odası, Türkiye Elektrik Enerjisi İstatistikleri, http://www.emo.org.tr/genel/bizden_detay.php?kod=88369#.VTB-rREcRMs (erişim tarihi: 18.03.2015)
- Koç E., Şenel M.C., Dünyada ve Türkiye'de Enerji Durumu – Genel Değerlendirme, Mühendis ve Makine, cilt 54, sayı 639, s.32-44,

http://www.mmo.org.tr/resimler/dosya_ekler/a8c16d2696b35f9_ek.pdf?dergi=1345
(erişim tarihi: 20.03.2015)

Eti Menkul Kıymetler A.ř., Enerji Sektörü Raporu,
http://www.etiyatirim.com/upload/rapor_sektor/SKR_ENERJI_ETIM_060608.pdf
(erişim tarihi: 18.03.2015)

Kamuyu Aydınlatma Platformu, Enerji Sektörü Firmalarının Finansal Tabloları,
<https://www.kap.gov.tr/bildirim-sorgulari/finansal-tablolar.aspx> (erişim tarihi:
15.05.2015)

Türk Dil Kurumu, Sözlük,
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.552ffb20a8d181.05996521 (erişim tarihi: 13.02.2015)

EKLER

Ek-1 Ak Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Bilanço ve Gelir Tabloları

Bilanço	2008	2009	2010	2011	2012	2013
V A R L I K L A R						
DÖNEN VARLIKLAR	238.049.931	355.375.851	274.879.785	220.195.047	525.686.641	398.264.030
Nakit ve Benzerleri	100.919.999	188.368.722	40.099.092	85.100.382	173.551.094	242.897.506
Ticari Alacaklar						92.060.615
- Diğer Ticari Alacaklar	86.269.717	90.780.377	75.009.878	73.821.560	78.907.245	85.066.252
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	19.469.721	11.358.222	31.618.733	11.756.744	5.160.356	6.994.363
Diğer Alacaklar						7.386.362
- Diğer Alacaklar	1.569.038	427.590	6.963.333	6.868.313	6.732.467	7.042.641
- İlişkili Taraflardan Alacaklar		12.220.518	26.875.685	23.313.831	638.368	343.721
Türev Araçlar						4.483.255
Stoklar	5.831.547	3.876.275	4.388.873	10.333.913	11.894.629	15.195.862
Peşin Ödenmiş Giderler						12.511.677
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar						5.805.264
Diğer Dönen Varlıklar	11.381.909	48.344.147	89.924.191	9.000.304	26.320.145	17.923.489
DURAN VARLIKLAR	622.744.754	1.145.494.184	1.638.294.143	2.009.016.999	2.297.820.973	2.803.118.614
Ticari Alacaklar				29.739.153	20.449.496	17.575.895
Diğer Alacaklar	63.515	89.795				336.094
Finansal Yatırımlar	1.988.942	1.988.942	1.988.942	1.988.942	1.988.942	1.988.942
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	219.874.966	226.437.578	185.195.166		
Maddi Duran Varlıklar	465.508.156	767.938.690	1.226.195.882	1.412.103.667	1.596.371.046	2.392.396.882
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32.016.913	43.696.186	127.112.275	126.397.701	124.069.486	121.186.496
Şerefiye	36.758.891	36.758.891				
Peşin Ödenmiş Giderler						52.774.780
Ertelenmiş Vergi Varlığı			7.401.847	47.449.588	53.889.974	93.346.269
Diğer Duran Varlıklar	86.408.337	75.146.714	49.157.619	206.142.782	501.052.029	123.513.256
TOPLAM VARLIKLAR	860.794.685	1.500.870.035	1.913.173.928	2.229.212.046	2.823.507.614	3.201.382.644
K A Y N A K L A R						
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	111.161.309	416.774.387	471.568.868	644.468.707	484.794.349	381.928.345
Finansal Borçlar	34.541.857	342.441.173	350.633.411	473.795.336	227.902.412	4.868
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları						206.444.281
Ticari Borçlar						119.265.819
- Diğer Ticari Borçlar	52.808.645	57.464.134	89.073.000	80.391.633	68.861.374	106.953.168
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	12.988.578	7.577.672	8.536.666	18.043.275	16.529.768	12.312.651
Diğer Borçlar	4.734.078	6.067.188	14.213.951	11.371.984	6.728.459	15.654.843
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar						1.128.065
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	976.755	1.216.092	302.047	260.219	1.990.854	498.855
Türev Finansal Araçlar			5.838.077	41.921.415	15.679.068	23.238.520
Ertelenmiş Gelirler						1.809.354
Borç Karşılıkları	5.099.172	1.997.888	2.490.993	15.916.903	16.089.481	13.883.740
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.224	10.240	480.723	2.767.942	131.012.933	
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	270.428.208	365.244.225	676.880.446	1.060.163.706	1.394.279.116	1.991.426.717
Finansal Borçlar	260.447.398	363.278.347	575.331.428	945.379.928	1.231.021.886	1.845.729.285
Ticari Borçlar					115.894.568	123.975.785
Diğer ticari borçlar			98.540.567	113.116.776		
Diğer Borçlar				711.717	275.941	216.118
Borç Karşılıkları						1.411.684
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.460.409	1.364.922	742.766	955.285	1.673.875	1.411.684
Türev Araçlar					45.412.846	20.041.630
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	8.520.401	600.956	2.265.685			52.215

ÖZ KAYNAKLAR	479.205.168	718.851.423	764.724.614	524.579.633	944.434.149	828.027.582
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	477.783.295	716.447.039	765.948.448	523.543.044	941.444.272	828.027.582
Ödenmiş Sermaye	167.328.910	167.328.910	375.814.000	375.814.000	375.814.000	729.164.000
Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları			101.988.910	101.988.910	101.988.910	101.988.910
Hisse Senedi İhraç Pirimleri	48.869.596	48.869.596	49.955.227	49.955.227	49.955.227	50.220.043
Sermaye Avansı					353.035.872	
Değer Artış Fonları		231.994.931				
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler						-32.017.080
Finansal Riskten Korunma Fonu			-3.919.731	-30.954.333	-45.103.282	-32.017.080
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	8.045.482	11.071.608	12.106.112	12.351.012	12.616.938	11.803.700
Diğer fonlar				-4.322.722	-4.322.722	-4.322.722
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	164.588.387	232.932.655	256.373.853	229.759.030	18.445.024	98.272.567
Net Dönem Karı/Zararı	88.950.920	24.249.339	-26.369.923	-211.048.080	79.014.305	-127.081.836
AZINLIK PAYLARI	1.421.873	2.404.384	-1.223.834	1.036.589	2.989.877	
TOPLAM KAYNAKLAR	860.794.685	1.500.870.035	1.913.173.928	2.229.212.046	2.823.507.614	3.201.382.644

Gelir Tablosu	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
Satış Gelirleri	607.056.048	463.746.016	428.354.752	559.970.769	801.981.352	771.028.564
Satışların Maliyeti (-)	-507.494.679	-396.685.792	-384.994.697	-450.452.548	-663.360.142	-621.594.161
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)					138.621.210	149.434.403
BRÜT KAR/ZARAR	99.561.369	67.060.224	43.360.055	109.518.221	138.621.210	149.434.403
Genel Yönetim Giderleri (-)	-34.366.376	-32.774.375	-42.997.688	-50.454.484	-48.985.593	-43.861.348
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-992.931	-738.511	-495.575	-58.479		
Diğer Faaliyet Gelirleri	15.648.208	42.318.476	8.886.638	15.089.250	13.456.510	19.040.898
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-12.647.668	-52.289.317	-891.446	-15.169.422	-24.453.961	-48.931.219
FAALİYET KARI/ZARARI	67.202.602	23.576.497	7.861.984	58.925.086	78.638.166	75.682.734
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar		1.212.493	6.562.612	-41.242.412		
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler						13.997.768
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	44.037.621	25.456.340	14.299.178	24.707.760	32.962.440	45.847.463
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-12.176.856	-31.456.046	-55.827.131	-289.861.282	-61.733.005	-326.344.899
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	99.063.367	18.789.284	-27.103.357	-247.470.848	49.867.601	-190.816.934
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-9.910.638	6.106.187				41.059.895
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	-1.390.237	-1.813.258	-2.822.152	-1.349.183	-2.717.128	-1.666.905
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-8.520.401	7.919.445	4.260.973	35.483.615	2.903.149	42.726.800
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	89.152.729	24.895.471	-25.664.536	-213.336.416	50.053.622	-149.757.039
DURDURULAN FAALİYETLER VERGİ SONRASI DÖNEM KARI/ZARARI					31.062.150	22.675.203
DÖNEM KARI/ZARARI	89.152.729	24.895.471	-25.664.536	-213.336.416	81.115.772	-127.081.836
Dönem Karı/Zararının Dağılımı						-127.081.836
Azınlık Payları	201.809	646.132	705.387	-2.288.336	2.101.467	
Ana Ortaklık Payları	88.950.920	24.249.339	-26.369.923	-211.048.080	79.014.305	-127.081.836
Adi Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalama Adedi	65.340.000	65.340.000	375.814.000	375.814.000	375.814.000	729.164.000

Ek-2 Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. Bilanço ve Gelir Tabloları

Bilanço	2008	2009	2010	2011	2012	2013
V A R L I K L A R						
DÖNEN VARLIKLAR	5.161.524	6.349.938	6.514.787	1.704.117	3.678.984	4.670.125
Nakit ve Benzerleri	4.868.959	723.962	5.805.027	1.444.367	3.427.212	4.438.226
Finansal Yatırımlar						42.975
Ticari Alacaklar	51.190	349.704	253.211	122.611	196.930	52.993
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar						52.993
Diğer Alacaklar						95.905
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar		4.750.000				
- Diğer Alacaklar						95.905
Peşin Ödenmiş Giderler						10.066
Diğer Dönen Varlıklar	241.375	526.272	456.549	137.139	54.842	29.960
(Ara Toplam)	5.161.524	6.349.938	6.514.787	1.704.117	3.678.984	4.670.125
DURAN VARLIKLAR	30.585.674	33.025.589	33.674.270	31.430.450	37.488.836	36.538.007
Diğer Alacaklar						75
Finansal Yatırımlar	3.651	3.651	3.651			
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	18.385.005	21.138.735	22.216.450	20.402.027	26.802.002	22.947.450
Maddi Duran Varlıklar	162.659	185.567	148.236	114.037	163.982	3.112.619
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12.034.359	11.697.636	11.305.933	10.914.385	10.522.851	10.477.862
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar						10.477.862
TOPLAM VARLIKLAR	35.747.198	39.375.527	40.189.057	33.134.567	41.167.820	41.208.132
K A Y N A K L A R						
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	172.326	669.319	511.003	115.687	102.085	602.364
Kısa Vadeli Borçlanmalar						498.563
Ticari Borçlar				11.655	15.031	27.868
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar						27.868
Diğer Borçlar						75.933
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	8.829	44.236	34.651	54.376	35.502	27.950
- Diğer Borçlar	22.445	119.598	72.938	36.358	49.789	47.983
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	140.031	505.485	403.414			
Borç Karşılıkları	1.021					
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler				13.298	1.762	
(Ara Toplam)	172.326	669.319	511.003	115.686	102.085	602.364
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.298.456	3.826.594	4.134.814	3.810.696	4.801.392	6.542.895
Uzun Vadeli Borçlanmalar						2.308.525
Uzun Vadeli Karşılıklar						455.328
Kıdem Tazminatı Karşılığı	130.978	179.109	311.373	377.227	484.945	455.328
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.167.478	3.647.485	3.823.441	3.433.469	4.316.447	3.779.042
Ö Z K A Y N A K L A R	32.276.416	34.879.614	35.543.240	29.208.184	36.264.343	34.062.873
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	32.276.416	34.879.614	35.543.240	29.208.184	36.264.343	34.062.873
Ödenmiş Sermaye	8.352.000	8.352.000	8.352.000	8.352.000	8.352.000	8.352.000

Sermaye Düzeltmesi Farkları	12.968.497	12.968.497	12.968.497	12.968.497	12.968.497	12.968.497
Hisse Senedi İhraç Primleri	194.955	194.955	194.955	194.955	194.955	194.955
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.050.847	1.178.759	1.406.793	1.570.456	1.570.456	1.570.456
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	9.204.865	8.237.201	10.243.341	11.199.075	6.122.276	13.178.434
Net Dönem Karı/Zararı	505.252	3.948.202	2.377.654	-5.076.799	7.056.159	-2.201.469
TOPLAM KAYNAKLAR	35.747.198	39.375.527	40.189.057	33.134.567	41.167.820	41.208.132

Gelir Tablosu	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
Satış Gelirleri	858.821	2.936.549	2.806.933	2.036.487	2.776.995	2.282.315
Satışların Maliyeti (-)	-750.941	-759.192	-957.667	-741.311	-1.057.290	-860.933
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)					1.719.705	1.421.382
BRÜT KAR/ZARAR	107.880	2.177.357	1.849.266	1.295.176	1.719.705	1.421.382
Genel Yönetim Giderleri (-)	-247.880	-270.201	-461.916	-378.061	-386.495	-364.933
Diğer Faaliyet Gelirleri	3.479	17.346	12.065	35.990	12.294	62.876
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-282.365	-411.984	-82.985	-4.869.303	-110.135	-368.589
FAALİYET KARI/ZARARI	-418.886	1.512.518	1.316.430	-3.916.198	1.235.369	750.736
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zarar Payları	166.686	2.753.730	1.077.715	-1.814.423	6.399.975	-3.854.552
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	900.531	668.445	564.755	269.466	304.743	365.271
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-16.521	-999	-1.876	-5.616	-950	-329
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	631.810	4.933.694	2.957.024	-5.466.771	7.939.137	-2.738.874
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-126.558	-985.492	-579.370	389.972	-882.978	537.405
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	-140.031	-505.485	-403.414			
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	13.473	-480.007	-175.956	389.972	-882.978	537.405
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	505.252	3.948.202	2.377.654	-5.076.799	7.056.159	-2.201.469
Dönem Karı/Zararının Dağılımı						
Azınlık Payları						
Ana Ortaklık Payları	505.252	3.948.202	2.377.654	-5.076.799	7.056.159	-2.201.469
Adi Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalama Adedi	8.352.000	8.385.000	8.352.000	8.352.000	8.352.000	8.352.000

Ek-3 Ayen Enerji A.Ş. Bilanço ve Gelir Tabloları

Bilanço	2008	2009	2010	2011	2012	2013
V A R L I K L A R						
DÖNEN VARLIKLAR	135.020.216	86.392.716	84.410.348	88.521.817	138.090.340	206.919.140
Nakit ve Nakit Benzerleri	38.492.047	11.305.298	14.256.658	2.600.654	46.395.890	95.281.050
Finansal Yatırımlar	179.345			22.052		
Ticari Alacaklar	10.005.930	14.099.290	14.468.469	17.096.733	27.195.357	46.379.422
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar						307.621
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar						46.071.801
Diğer Alacaklar						1.567.700

- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar						1.470
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar						1.566.230
Diğer Ticari Alacaklar			14.225.337	16.890.867	27.003.167	
İlişkili Taflardan Alacaklar	4.304.495	5.924.802	243.132	205.866	192.190	
Hizmet İmtiyaz Anlaşmaları Alacakları	59.586.679	39.480.797	36.999.105	52.753.439	50.008.259	44.108.340
Peşin Ödenmiş Giderler						5.019.588
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar						184.206
Diğer Dönen Varlıklar	22.451.720	15.582.529	18.686.116	16.048.939	14.490.834	14.378.834
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar						
DURAN VARLIKLAR	390.712.315	408.946.174	408.915.079	821.464.551	821.937.671	961.357.557
Ticari Alacaklar						
Hizmet İmtiyaz Anlaşmaları Alacaklar	213.619.651	189.383.947	164.103.834	161.545.954	112.543.305	104.094.187
Diğer Alacaklar						11.899.501
İlişkili Taraflardan Alacaklar		28.564.948				11.548.366
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar						351.135
Finansal Yatırımlar					33.016	
Finansal Varlıklar			56.346			10.295
Maddi Duran Varlıklar	124.328.169	141.507.122	182.657.937	576.623.745	618.264.701	717.421.599
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	228.928	10.428.907	9.670.393	15.073.738	20.583.172	41.949.591
Şerefiye	17.461.935	17.461.935	17.461.935	22.143.133	22.143.133	22.143.133
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar						19.806.458
Peşin Ödenmiş Giderler						41.011.218
Ertelenmiş Vergi Varlığı	12.149.053	9.021.212	5.515.616	4.514.128	4.238.812	21.939.066
Diğer Duran Varlıklar	22.924.579	12.578.103	29.449.018	41.563.853	44.131.532	22.934.100
TOPLAM VARLIKLAR	525.732.531	495.338.890	493.325.427	909.986.368	960.028.011	1.168.276.697
K A Y N A K L A R						
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	81.502.885	79.751.500	58.386.755	246.718.198	193.082.267	331.113.199
Kısa Vadeli Borçlanmalar						46.441.613
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları						95.775.147
Finansal Borçlar	58.599.152	56.849.291	26.562.521	44.490.006	78.700.416	
Diğer Finansal Yükümlülükler	7.291.762	9.171.688	10.982.059	13.417.859	11.757.891	1.528.052
Ticari Borçlar	984.538	898.968	13.139.460	176.845.964	80.354.786	141.866.502
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar						82.840.693
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar						59.025.809
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar						579.399
Diğer Borçlar						28.126.463
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar						26.361.327
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar						1.765.136
Diğer Ticari Borçlar			11.204.656	160.887.162	33.897.157	
İliskili Tarflara Borçlar	1.838.284	6.073.684	1.934.804	15.958.802	46.457.629	
Ertelenmiş Gelirler						5.335.707
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.462.495	1.966.644	2.816.782	2.624.507	6.995.860	7.554.708
Borç Karşılıkları	6.677.324	2.165.050	2.594.127	320.433	431.673	388.973
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar						388.973
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.649.330	2.626.175	2.291.806	9.019.429	14.841.641	1.015.872
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar						2.500.763
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	203.204.192	161.890.911	174.374.570	366.825.290	478.363.986	594.765.388
Uzun Vadeli Borçlanmalar						592.328.564
Finansal Borçlar	172.629.342	129.025.729	150.007.323	349.028.375	475.379.228	
Diğer Finansal Yükümlülükler	29.871.933	27.857.463	18.072.297	10.569.780	22.722	22.722
Ticari Borçlar			5.454.097	4.691.028		
İliskili Taraflara Borçlar		4.230.017	5.454.097	4.691.028		
Diğer Borçlar						988.822
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar						445.410

- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar						543.412
Uzun Vadeli Karşılıklar						1.425.280
Kıdem Tazminatı Karşılığı	702.917	777.702	840.853	992.441	1.623.543	1.425.280
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler				1.543.666	1.338.493	
Toplam Yükümlülükler	284.707.077	241.642.411	232.761.325	613.543.488	671.446.253	925.878.587
Ö Z K A Y N A K L A R	241.025.454	253.696.479	260.564.102	296.442.880	288.581.758	242.398.110
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	231.345.374	241.888.340	249.067.431	272.536.947	260.196.926	219.855.345
Ödenmiş Sermaye	119.610.000	119.610.000	119.610.000	171.042.300	171.042.300	171.042.300
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler						-89.307
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / Kayıpları						-89.307
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler						8.445.989
Yabancı Para Çevrim Fonları				37.359	85.991	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.007.128	26.351.791	34.780.955	41.124.515	47.370.328	51.589.982
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	50.006.362	49.167.139	53.823.664	36.745.652	19.086.960	37.712.818
Net Dönem Karı/Zararı	41.721.884	46.759.410	40.852.812	23.587.121	22.611.347	-48.846.437
AZINLIK PAYLARI	9.680.080	11.808.139	11.496.671	23.905.933	28.384.832	22.542.765
TOPLAM KAYNAKLAR	525.732.531	495.338.890	493.325.427	909.986.368	960.028.011	1.168.276.697

Gelir Tablosu	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
Satış Gelirleri	100.672.087	113.132.345	123.277.622	142.015.331	193.962.272	368.923.309
Satışların Maliyeti (-)	-47.821.355	-50.934.846	-67.227.792	-102.812.976	-139.976.683	-309.350.074
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)				39.202.355		
BRÜT KAR/ZARAR	52.850.732	62.197.499	56.049.830	39.202.355	53.985.589	59.573.235
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.804.142	-5.080.968	-5.276.371	-6.620.042	-8.796.040	-8.276.890
Diğer Faaliyet Gelirleri	235.631	4.941.125	291.826	2.363.219	1.738.925	6.618.724
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-5.071.368	-4.864.136	-668.093	-481.609	-3.417.270	-5.256.086
FAALİYET KARI/ZARARI	42.210.853	57.193.520	50.397.192	34.463.923	43.511.204	52.658.983
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler						27.340.231
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)						-276.290
Finansal Gelirler	25.916.476	12.114.190	9.229.307	1.860.884	2.377.308	
Finansal Giderler (-)	-14.347.030	-9.204.300	-7.342.590	-4.924.865	-14.361.457	-144.372.861
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	53.780.299	60.103.410	52.283.909	31.399.942	31.527.055	-64.649.937
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri			-10.679.905	-6.262.671	-7.271.176	10.182.384
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	-452.256	-7.789.390	-7.174.309	-5.261.183	-6.995.860	-7.554.708
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-11.093.713	-3.127.841	-3.505.596	-1.001.488	-275.316	17.737.092
DÖNEM KARI/ZARARI	42.234.330	49.186.179	41.604.004	25.137.271	24.255.879	-44.285.169
Dönem Karı/Zararının Dağılımı						-54.467.553
Azınlık Payları	512.446	2.426.769	751.192	1.550.150	1.644.532	-5.621.116
Ana Ortaklık Payları	41.721.884	46.759.410	40.852.812	23.587.121	22.611.347	-48.846.437
Adi Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalama Adedi		11.961.000.000	11.961.000.000	17.104.230.000	17.104.230.000	17.104.230.000

Ek-4 Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Bilanço ve Gelir Tabloları

Bilanço	2008	2009	2010	2011	2012	2013
V A R L I K L A R						
DÖNEN VARLIKLAR	318.055	345.937	383.157	620.388	594.414	586.365
Nakit ve Benzerleri	7.574	43.191	131.396	68.469	134.897	213.833
Finansal Yatırımlar				113.612	52.482	
Türev Finansal Araçlar			1.883		1.588	
Ticari Alacaklar	122.447	192.562	29.048	40.835	35.876	116.133
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar						71.564
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar						44.569
Diğer Alacaklar	16.204	29.719	144.099	222.353	295.110	177.692
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar						173.514
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar						4.178
Stoklar	39.182	6.948	2.598	5.711	12.943	
Peşin Ödenmiş Giderler						26.240
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar						765
Diğer Dönen Varlıklar	132.648	73.517	74.133	169.408	61.518	51.702
DURAN VARLIKLAR	2.275.008	2.068.433	2.228.113	2.789.325	4.389.928	5.767.605
Diğer Alacaklar				201.678	2.112.562	2.566.830
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar						2.566.830
Finansal Yatırımlar	7.640	830	764	22.836	51.485	8.591
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar						87.295
Araştırma ve Değerlendirme Varlıkları	22.426	27.981				
Maddi Duran Varlıklar	1.577.992	1.983.722	2.189.396	2.479.442	1.172.800	3.058.226
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	636.296	36.931	14.905	15.703	973.961	14.849
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar						14.849
Peşin Ödenmiş Giderler						23.627
Ertelenmiş Vergi Varlığı	30.654	18.802	22.343	31.455	25.067	1.235
Diğer Duran Varlıklar	0	167	705	38.211	54.053	6.952
TOPLAM VARLIKLAR	2.593.063	2.414.370	2.611.270	3.409.713	4.984.342	6.353.970
K A Y N A K L A R						
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	509.991	721.476	785.499	964.943	1.491.185	1.685.479
Finansal Borçlar	337.769	532.087	663.243	604.198	892.472	503.183
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları						907.958
Türev Finansal Araçlar				40.147	70.678	56.475
Ticari Borçlar	147.369	176.512	119.203	305.629	298.163	208.324
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar						73.348
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar						134.976
Diğer Borçlar	8.286	940	450	12.256	225.720	582
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar						277
Ertelenmiş Gelirler						5.928
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9.389	990	875	76		470
Borç Karşılıkları	2.723	1.175	821	606	602	733
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.455	9.772	907	2.031	3.550	1.549
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.083.437	1.463.613	1.668.733	2.576.178	2.914.736	3.897.566
Finansal Borçlar	1.458.787	849.352	832.554	1.493.301	1.774.845	2.404.694
Ticari Borçlar	56.089	126.181	215.978	197.015	3.493	
Diğer Borçlar	527.337	428.554	553.363	801.942	1.056.768	
Borç Karşılıkları						1.303
Kıdem Tazminatı Karşılığı	2.388	1.251	1.455	1.855	1.179	1.303
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	38.836	58.275	65.383	82.065	78.451	125.069
Ö Z K A Y N A K L A R	-365	229.281	157.038	-131.408	578.421	770.925
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	-81.821	219.816	155.028	-134.527	576.218	764.217
Ödenmiş Sermaye	81.665	281.665	281.665	281.665	500.000	500.000

Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	102.575	102.575	102.575	102.575	102.575	102.575
Hisse Senedi İhraç Primleri					67	67
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler						529.862
Yabancı Para Çevrim Farkları	-28.588	-19.306	-18.288	99.507	210.870	34.065
- Riskten Korunma Kazanç/Kayıpları					-4.822	-6.514
- Diğer Kazanç/Kayıplar						149
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi						-396.216
Yeniden Değerleme Artış Fonu						898.378
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler						10.307
Diğer fonlar	3.524	2.668	2.688	4.399	10.307	-23.788
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	95.257	-245.677	-146.867	-215.311	-831.972	-45.635
Net Dönem Karı/Zararı	-336.254	97.891	-66.725	-407.362	589.193	-309.171
AZINLIK PAYLARI	81.456	9.465	2.010	3.119	2.203	6.708
TOPLAM KAYNAKLAR	2.593.063	2.414.370	2.611.270	3.409.713	4.984.342	6.353.970

Gelir Tablosu	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
Satış Gelirleri	531.291	547.389	433.996	444.942	525.227	636.237
Satışların Maliyeti (-)	-425.179	-418.970	-423.871	-434.275	-516.515	-621.736
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	106.112	128.419	10.125			
BRÜT KAR/ZARAR	106.112	128.419	10.125	10.667	8.712	14.501
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-7.481	-6.579	-10.807	-11.119	-20.922	-1.607
Genel Yönetim Giderleri (-)	-42.582	-31.338	-34.313	-50.019	-39.416	-24.756
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.679	191.701	64.527	8.871	804.242	26.674
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-12.408	-14.525	-1.077	-9.336	-187	-20.303
FAALİYET KARI/ZARARI	46.320	267.678	28.455	-50.936	752.429	-5.491
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler						5.327
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)						-4.093
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar						3.128
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	427.547	394.349	494.133	440.105	355.681	229.371
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-551.449	-515.626	-609.163	-844.068	-502.290	-617.108
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	-77.582	146.401	-86.575	-454.899	605.820	-388.866
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri						83.167
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	-5.402	-4.440	-2.510	-11.440	-19	-1.235
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-36.031	-1.611	-3.438	-6.331	-10.131	84.402
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	-119.015	140.350	-92.523	-472.670	595.670	-305.699
DÖNEM KARI/ZARARI	-274.633	103.054	-75.631	-472.670	572.670	-305.699
Dönem Karı/Zararının Dağılımı						-305.699
Azınlık Payları	61.621	5.163	-8.906	-65.308	-16.523	3.472
Ana Ortaklık Payları	-336.254	97.891	-66.725	-407.362	589.193	-309.171
Adi Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalama Adedi		12.440.507.603	28.166.535.000	28.166.535.000	39.232.811.781	50.683.770.491

ÖZGEÇMİŞ

2 Ocak 1986 tarihi, İstanbul İli Zeytinburnu ilçesi doğumluyum. İlk, Orta ve Liseyi yine aynı ilçede tamamladıktan sonra, 2004 yılında Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümüne kaydoldum. Bölümdeki eğitimime devam ederken 2006 yılında Gazi Üniversitesi, Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Öğretmenliği Bölümüne kaydoldum. 2009 yılında Anadolu Üniversitesi'ndeki bölümden, 2010 yılında da Gazi Üniversitesi'ndeki bölümden mezun oldum. 2012 yılından beri, özel sektörde muhasebe uzmanı görevini sürdürmekteyim. 2013 yılında Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik stajına başladım. Yine aynı yıl Beykent Üniversitesi, İşletme Yönetimi Anabilim Dalı, Finans Bölümünde yüksek lisans eğitimine kaydoldum.

Özel ilgi alanlarım, işletme yönetimi, finansal muhasebe, finansal tablo analizidir.

Esra DİKBIYIK