

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi

Measuring the Financial Performances of Tourism Firms Traded on the Borsa Istanbul through Gray Relational Analysis Method

Fatih ECER*, **Fatih GÜNAY****

*Yrd. Doç. Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, 03030, Afyonkarahisar.
E-posta: fecer@aku.edu.tr

**Arş. Gör., Afyon Kocatepe Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Gastronomi ve Mutfak Sanatları Bölümü, 03030, Afyonkarahisar.
E-posta: fgunay@aku.edu.tr

MAKALE BİLGİLERİ

Makale işlem bilgileri:

Gönderilme tarihi: 26 Haziran 2013

Birinci değerlendirme: 18 Eylül 2013

İkinci değerlendirme: 24 Ekim 2013

Kabul: 1 Kasım 2013

Anahtar sözcükler:

Turizm şirketleri, Finansal performans, Finansal oranlar, Gri ilişkisel analiz, Türkiye.

ARTICLE INFO

Article history:

Submitted: 26 June 2013

Resubmitted: 18 September 2013

Resubmitted: 24 October 2013

Accepted: 1 November 2013

Key words:

Tourism firms, Financial performance, Financial ratios, Gray relational analysis, Turkey.

ÖZ

Turizm sektörü, gerek ekonomiye sağladığı katkı gerekse istihdam üzerindeki olumlu etkisi nedeniyle ülkelerin ekonomik kalkınmalarında önemli bir yere sahiptir. Bu nedenle turizm şirketlerinin finansal performanslarını ölçmek yöneticiler, yatırımcılar ve sektörde yer alan diğer şirketler açısından oldukça önemlidir. Ancak geçmişte finansal oranlar, turizm şirketlerinin performanslarının ölçülmesine yönelik olarak nadiren kullanılmıştır. Çalışmanın temel amacı, turizm şirketlerinin finansal performanslarını finansal oranlardan yararlanarak ölçmektir. Bu amaçla çalışmada Gri İlişkisel Analiz (GİA) yönteminden yararlanılmış ve Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören dokuz turizm şirketinin 2008-2012 dönemine ilişkin finansal performansı likidite, kaldıraç, kârlılık ve faaliyet göstergeleri kapsamındaki on yedi finansal orana göre değerlendirilmiştir. Elde edilen bulgulara göre turizm şirketlerinin finansal performanslarının ölçülmesinde en önemli gösterge kaldıraç göstergesidir. Çalışmada ayrıca turizm şirketleri performanslarına göre de sıralanmıştır. Bu bağlamda çalışma, turizm sektöründe finansal oranların performans belirlemeye yönelik olarak kullanılabileceğini göstermiştir.

ABSTRACT

Tourism sector is the pupil of countries due to both its contribution to the economy and the positive impact on employment. Measuring the financial performances of the tourism firms, therefore, is crucial for managers, investors and other businesses in the sector. However, financial ratios were used to rarely to measure the financial performances of the tourism firms in the past. The main purpose of the study is to measure the financial performances of the tourism firms utilizing financial ratios. For this purpose, the Gray Relational Analysis (GRA) method is used in this study and financial performances of nine tourism firms traded in Borsa Istanbul (BIST) are evaluated as to seventeen financial ratios including liquidity, leverage, profitability, and activity indicators between the period 2008-2012. According to the findings, the most important indicator to measure the financial performances of the tourism firms is leverage indicator. Moreover, tourism firms are ranked with respect to the performance in the study. In this context, this study showed that financial ratios could be used in order to determine performance in the tourism sector.

GİRİŞ

Turizm sektörü konaklama, yeme içme, acentecilik gibi birçok konuda hizmet sunulan geniş bir sektör konumunda olup aynı zamanda birçok kişiye de istihdam olanağı sağlamaktadır. Bunlara ilave olarak huzurun yerleşmesi, sosyal ve kültürel etkileşim, gelirin dengeli dağılması gibi birçok alanda turizmin olumlu etkilerinden de söz etmek mümkündür.

Performans, amaçların gerçekleştirilmesi için gösterilen planlı tüm çabaların ve sonuçlarının nitel ya da nicel olarak değerlendirilmesidir. Kısaca performans, bir objenin, öncelikleri belirlenmiş bir konuda belli bir süre içinde bir hedefe bağlı olarak sonuçlar üretme yeteneği olarak tanımlanabilir (Erdil ve Kalkan 2005). Şirket performansı ise şirket yapısı, finansal yapı ve sermaye yapısıyla ilgili geniş bir boyut içindeki sorulara yanıt veren analiz,

ölçüm, değerlendirme ve yorumlarla amacına ulaşan nitel ve nicel bir çalışmadır. Şirket performansının ölçümü gerek yöneticiler gerekse ortaklar ve yatırımcılar açısından oldukça önemlidir. Çünkü şirket performansı bir şirketin elindeki kaynakları ne derecede etkin kullandığı tespit edilebilir. Ayrıca, kârlılık düzeyindeki artış ve azalışlar, maliyet düşürme çabalarındaki olumlu gelişmelerin durumu da performans ölçüm ve değerlendirmeleriyle anlaşılabilir (Kabakçı 2008; Ecer vd. 2011). Şirket performansı, finansal ve finansal olmayan performansın bileşiminden oluşur. Finansal performans, bir şirketin hedeflediği ekonomik amaçları ne kadar gerçekleştirdiğini ifade eder (Ecer vd. 2011). Finansal performans analizi ile firmalar sağlıklı karar alma, planlama ve denetim işlevlerini etkin bir biçimde yürütebilmektedir. Finansal performans ile aslında şirketlerin şirket performansına bütünsel bir bakış açısı sağlanabilmektedir (Coşkun 2007; Aydeniz 2009). Turizm alanında performans ölçümüne yönelik yapılmış birtakım çalışmalar bulunmaktadır ve çalışmaların birçoğunda otellerin performanslarının ölçüldüğü görülmektedir (Hwang ve Chang 2003; Rodriguez ve Robaine 2004; Sharma ve Upneja 2005; Jang vd. 2006; Wang vd. 2006; Lee ve Jang 2007; Kandır vd. 2008; Shang vd. 2008; Chen 2009; Fantazy 2010; Chen 2011). Bu çalışmalarda dış kaynak kullanımı ile performans ilişkisi, finansal performans etkileyen mikro ve makro faktörler, web sitesi geliştirme ile finansal performans ilişkisi, pazar çeşitlendirme stratejisinin finansal performans ve istikrarına etkileri, e-ticaretin otel performansı üzerindeki etkisi gibi konular ele alınmıştır. Veri olarak ise otellerin doluluk oranları, oda başına gelir, çalışan başına gelir ve metrekareye düşen gelir, müşterilerle yapılan anket sonuçları ile otellerin gelir, kârlılık ve hisse senedi verilerinin kullanıldığı görülmektedir. Ancak finansal performans ölçümüne yönelik olarak alanyazında tespit edilebildiği kadarıyla bir çalışma dışında (Koyuncugil ve Özgülbaş 2010) finansal oranlardan yararlanılmadığı görülmektedir. Dolayısıyla çalışmanın alanyazındaki önemli bir eksikliği gidereceği düşünülmektedir.

Çok kriterli karar verme teknikleri kapsamında yer alan Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemi aynı zamanda gri sistem teorisinin alt başlıklarından biri olup derecelendirme ve sınıflandırma problemlerinde kullanılmaktadır. Yönteme ismini veren "gri" kelimesi belirsiz bilgiyi (kısmen bilinen

kısmen bilinmeyen) ifade etmektedir. Veri sayısının az olduğu ve dağılımın normal olmadığı problemlere çözümler sunması bu yöntemin en önemli avantajı olarak görülebilir. Özellikle son beş yıldan bu yana GİA yönteminin sosyal bilimlerde alanında sıklıkla kullanılmaya başlandığı görülmektedir (Wang 2009; Kuo ve Liang 2011; Golmohammadi ve Mellat-Parast 2012; Chuang 2013). Yapılan alanyazın incelemesinde görüldüğü kadarıyla turizm şirketlerinin finansal performanslarının GİA yöntemi ile ölçülmesine ilişkin bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Söz konusu çalışmalarda genellikle çok değişkenli istatistiksel yöntemler ve parametrik olmayan analizlerden veri zarflama analizi gibi yöntemler kullanılmıştır. Ancak istatistiksel yöntemlerin uygulanmasında ortaya çıkan veri sayısının az olması, verilerin dağılımının normal olmaması, ölçme düzeyi gibi birtakım kısıtlar araştırmacıları farklı yöntem arayışına itmiştir. Bu çalışmada kullanılan verilerin normal dağılıma uyup uymadığını belirlemek için normallik testleri yapılmış ve dağılımın normal olmadığı belirlenmiştir. Sonuç olarak, turizm şirketlerine ilişkin az verinin olması ve verilerin normal dağılıma uymaması nedeniyle GİA yönteminin kullanılması uygun görülmüştür.

Türk turizm sektöründe borsaya kote olan şirketlerin incelendiği bu çalışmada amaç, turizm şirketlerinin finansal performanslarını oranlar aracılığıyla analiz etmek ve finansal değerlendirme yapmaktır. Böylelikle çalışmanın sektördeki diğer turizm şirketlerine finansal davranış ve kararlar açısından yol gösterici olabileceği düşünülmektedir. Analizlerde BIST'te işlem gören dokuz turizm şirketinin 2008-2012 dönemine ilişkin on yedi finansal oranı kullanılmıştır. Çalışma yedi bölümden oluşmaktadır: İkinci bölümde Türkiye'de turizme kısaca değinilmiştir. Üçüncü bölümde turizm sektöründe finansal performansa yönelik alanyazın taraması, dördüncü bölümde çalışmada yararlanılan finansal oranlar ele alınmıştır. GİA yönteminin algoritması beşinci bölümde sunulduktan sonra altıncı bölümde yapılan uygulama ele alınarak elde edilen bulgular değerlendirilmiştir. Son bölümde ise ulaşılan sonuçlar ele alınmış ve ileride yapılacak çalışmalara ilişkin önerilere yer verilmiştir.

TÜRKİYE TURİZMİNE KISA BAKIŞ

Turizm, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ekonomik, siyasi ve sosyo-kültürel dina-

miklerini olumlu yönde etkileyen, yarattığı katma değer ve istihdam ile dünyada en hızlı gelişen sektör konumundadır. Türkiye açısından milli gelire sağladığı katkı, ödemeler dengesine katkısı, etki alanına giren iş kolları ve yarattığı istihdam ile büyük bir öneme sahiptir (Kandır vd. 2008).

Türkiye açısından aktif dış turizm 1980'li yıllardan itibaren önemli bir gelişme göstermiştir. 1985 yılında ekonomide uygulamaya konulan program ile teşvik edilen sektörler arasında yer alan turizm sektörü, bu alandaki yatırımların artması ile ülke ekonomisine büyük oranda katkı sağlayan kaynaklardan biri durumuna gelmiştir (Çil Yavuz 2006). Türkiye'deki turizm şirketleri geçmişten günümüze sürekli bir artış göstermiş olup 1990 yılında 1250 dolaylarında olan otel sayısı 2011 yılında 2773'e ulaşmıştır. 2000 yılı sonrasına ilişkin Türkiye'nin turizm verilerinin yer aldığı Tablo 1'e göre turizm sektörü bugün yıllık 30 milyar \$'a yakın turizm geliri ve 30 milyona yakın turist sayısı ile kendinden söz ettiren bir noktadadır (www.kultur.gov.tr 2013). Ayrıca turizm gelirlerinin GSMH içindeki payı %3'ler civarında olan Türkiye, turist sayısı açısından 2009 yılında dünya yedincisi, turizm gelirleri sıralamasında ise Hong Kong'un ardından dünya onuncusu durumundadır (TÜROFED 2010).

Tablo 1. Türkiye'ye İlişkin Turizm Verileri Güvenilirlik Katsayıları ve Değişkenler Arasındaki İlişkiler

Yıllar	Turist Sayısı	Turizm Gelirleri (Milyar \$)	Yatak Kapasitesi
2000	10.428.153	7,6	325.168
2001	11.618.969	10,1	368.148
2002	13.256.028	11,9	396.148
2003	14.029.558	13,2	420.697
2004	17.516.908	15,9	454.290
2005	21.124.886	18,2	483.330
2006	19.819.833	16,9	508.632
2007	23.340.911	18,5	532.262
2008	26.336.677	22,0	567.470
2009	27.077.114	21,2	608.765
2010	28.632.204	20,8	645.267
2011	31.456.076	23,0	680.323
2012	36.776.645	29,3	-

Kaynak: Turizm verileri, http://www.kultur.gov.tr/Eklenti/2140_turizmverileripdf.pdf?0

TURİZM ALANINDA FİNANSAL PERFORMANS ÇALIŞMALARI

Daha önce yapılan çalışmalar incelendiğinde turizm şirketlerinin finansal performanslarını ölçmeye yönelik çalışmaların sayısının, özellikle de Türkiye'deki turizm şirketlerine yönelik yapılmış çalışma sayısının oldukça az olduğu görülmektedir. Koyuncuğil ve Özgülbaş (2010), Türk turizm sektörünün finansal analizini yaptıkları çalışmalarında turizm şirketlerinin cari oran bağlamında likidite sorunu yaşamadıklarını, nakit orana göre yine nakit sıkıntısı içinde olmadığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca sektörün borç ağırlıklı bir yapıya sahip olduğu, hatta 2001 krizi döneminde borç oranı artarken 2001'den sonra azaldığı, ancak hala yabancı kaynak ağırlıklı bir sermaye yapısına sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada elde edilen bir diğer bulgu da faaliyet göstergelerinde sektörün tüm etkinlik göstergelerinin düşme eğiliminde olduğudur. Yazarlar son olarak net kâr marjı açısından sektörün kârlılık oranlarının çok düşük olduğunu ve varlıkların kârlılığı açısından turizm şirketlerinin belirli yıllarda performanslarının düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kandır vd. (2008), turizm sektöründeki büyümenin turizm şirketlerinin finansal performanslarına olan etkilerini incelemeyi amaçlamışlardır. Bu çerçevede çalışmada turizm gelirlerinin milli gelire oranı ve turizm şirketlerinin finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada finansal performans; yatırım kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve satışların kârlılığı ile ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlar, turizm şirketlerinin doluluk oranları ile finansal performansları arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu göstermiştir. Diğer yandan üç performans ölçütü ile turizm gelirlerinin milli gelire oranı arasındaki ilişki negatif yönlü olarak saptanmış olup 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerin turizm şirketleri performansını olumsuz şekilde etkilediği saptanmıştır.

Hwang ve Cheng (2003) çalışmalarında veri zarflama analizi kullanarak 45 otelin 1998'deki yönetsel performansını ve 1994'ten 1998'e kadar geçen süredeki etkinliğini ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda yönetsel performansın otellerin uluslararasılaşma düzeyine bağlı olduğunu ortaya koymuştur.

Rodriguez ve Robaina (2004) yaptıkları çalışmada otel şirketlerinde dış kaynak kullanımının performansa ve hizmet kalitesine etkisini incelemişlerdir.

Çalışmanın sonuçlarına göre dış kaynak kullanımı otel performansını etkilemektedir. Sharma ve Upneja (2005), çalışmalarında Tanzanya'daki küçük otellerin finansal performanslarını etkileyen mikro ve makro faktörleri incelemiştir.

Jang vd. (2006), otellerin ilişki pazarlamasında web sitesi geliştirme ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi kanonik korelasyon yöntemi ile incelemiştir. Elde edilen sonuçlar, web site üzerinde e-ilişki pazarlaması geliştirmenin otel şirketlerinin finansal performansları üzerinde güçlü bir etkisinin olduğunu göstermiştir.

Lee ve Jang (2007), otellerde pazar çeşitlendirme stratejisinin otel finansal performans ve istikrarına etkilerini incelemiştir. Çalışmada finansal performans ölçmek için muhasebe ölçümleri, pazar ölçümleri ve risk ayarlı performans ölçümü kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre pazar çeşitlendirme, kâr artışını sağlamamakta ancak kısmen performans istikrarını arttırmaktadır.

Shang vd. (2008), çalışmalarında e-ticaretin otel performansı üzerindeki etkisini veri zarflama analiziyle incelemiştir. Çalışmada dış faktörlerin çıkarılması sonrasında e-ticaretin etkinlik üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı ortaya konulmuştur. Diğer bir ifadeyle e-ticaretin Tayvan'daki uluslararası otel şirketlerinin etkinliğinde ana belirleyici olmadığı belirlenmiştir.

Wu vd. (2008), 1992-2005 döneminde 56 uluslararası otelin performansını belirlemek için aralarında Gri Teoriye Dayalı GM(1,1) yönteminin de bulunduğu çeşitli tahmin modellerini kullanmışlardır. Değerlendirmede veri olarak otellerin doluluk oranları, oda başına gelir, çalışan başına gelir ve metrekareye düşen gelir kullanılmıştır. Sonuç olarak en iyi tahmin yapan modelin GM(1,1) olduğu saptanmıştır.

Veri zarflama analizinin kullanıldığı çalışmada Chen (2009), Tayvan'daki bir otel zincirinin performansını sadece yedi değişken kullanarak değerlendirmiştir. Fantasy (2010), çalışmada Kanada'da 105 otelin tedarik zinciri yönetimi ve stratejik satın alma davranışlarının performans üzerindeki etkilerini incelemiştir.

Chen (2011), dünyada gelişen küresel olayların Tayvan'daki otellerin performansları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Bu amaçla otellerin gelir, kârlılık ve hisse senedi verilerini kullanarak panel veri analizi yapmıştır. Elde ettiği sonuçlarda turizm

mi ilgilendiren krizlerin ve turizm hareketliliğinin genişlemesinin otel performans ölçütleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Wang vd. (2006), yaptıkları çalışmada toplam kalite yönetimi, pazar oryantasyonu ve otel performansını incelemiştir. 588 örnek üzerinde yapılan araştırmada yapısal eşitlik modellemesi ve diskriminant (ayırma) analizi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, pazar oryantasyonunun ve toplam kalite yönetiminin otel performansını pozitif şekilde etkilediğini göstermiştir. Çalışmada ayrıca dış çevre faktörlerinin toplam kalite yönetimi, pazar oryantasyonu ve otel performansı arasında arabulucu rol oynadığı belirlenmiştir.

ÇALIŞMADA KULLANILAN FİNANSAL ORANLAR

Türkiye'de borsaya kote olan turizm şirketlerinin finansal performanslarını ölçmeye yönelik yapılan bu çalışmada dört temel finansal gösterge (likidite, kaldıraç, kârlılık ve faaliyet) kapsamında yer alan on yedi finansal oran kullanılmıştır. Finansal performans ölçümünde kullanılacak birçok oran olmakla birlikte rastgele her oranın kullanılması ulaşılmak istenen amaçtan sapmalara neden olabilmektedir. Bu nedenle uzman görüşlerinden yararlanarak çalışmada on yedi oran kullanılmıştır. Çalışmada yararlanılan kaldıraç göstergesi, şirketlerin sahip olduğu borçların varlıklarına oranlarını gösterir. Kârlılık göstergesi, şirketlerin yapmış olduğu yatırımlardan elde ettiği kârları ortaya koyar. Likidite göstergesi, şirketlerin kısa vadeli yabancı kaynaklarını dönen varlıklarıyla karşılayabilme gücünü gösterir. Faaliyet göstergesi ise şirketin varlıklarını ne ölçüde verimli kullandığını ortaya koyar. Şirket yönetimine, şirketin faaliyet gösterdiği sektöre ya da ekonominin içinde bulunduğu duruma göre değişebilmekle birlikte genellikle bu göstergelerden likidite, kârlılık ve faaliyet göstergelerinin maksimum, kaldıraç göstergelerinin ise minimum olması arzu edilen bir durumdur (Akgüç 2010; Uçkun ve Girginer 2011). Tablo 2'de çalışmada kullanılan oranlara ve bu oranlara ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

Likidite Göstergesi Kapsamındaki Oranlar

Çalışmada, likidite göstergeleri kapsamında cari oran, asit test oranı ve nakit oran kullanılmıştır. Genel olarak bu oranların yüksek olması istenen bir durumdur.

Tablo 2. Performans Ölçmede Kullanılan Finansal Oranlar

Finansal Gösterge	Formülasyon	Kod	Hedef
Likidite	Cari Oran=Dönen Varlık/Kısa Vadeli Borç	FO1	Maksimum
	Asit Test Oranı=(Dönen Varlık-Stoklar)/Kısa Vadeli Borçlar	FO2	Maksimum
	Nakit oran=(Hazır değerler+Menkul Kıymetler)/Kısa Vadeli Borçlar	FO3	Maksimum
Kaldıraç	Borç/Öz Sermaye Oranı=Uzun Vadeli Borçlar/Öz Sermaye	FO4	Minimum
	Borç Oranı=Toplam Borç/Toplam Varlıklar	FO5	Minimum
	Kısa Vadeli Borçların Ağırlığı Oranı=Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar	FO6	Minimum
	Öz Sermaye Çarpanı Oranı=Toplam Varlıklar/Öz Sermaye	FO7	Minimum
	Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı=Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar	FO8	Minimum
Karlılık	Brüt Kâr Marjı=Brüt Satış Kârı/Net Satışlar	FO9	Maksimum
	Net Kâr Marjı=Net Kâr/Net Satışlar	FO10	Maksimum
	Toplam Varlık Kârlılığı=Net Kâr/Toplam Varlıklar	FO11	Maksimum
	Öz Sermaye Kârlılığı=Net Kâr/Öz Sermaye	FO12	Maksimum
	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Toplam Varlık Oranı=Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Toplam Varlıklar	FO13	Maksimum
Faaliyet	Alacak Devir Hızı=Net Satışlar/Ticari Alacaklar	FO14	Maksimum
	Stok Devir Hızı=Satışların Maliyeti/Ortalama Stok	FO15	Maksimum
	Aktif Devir Hızı=Satışlar/Aktif Toplamı	FO16	Maksimum
	Ticari Borçlar Devir Hızı=Kredili Alışlar Tutarı/Ticari Borçlar	FO17	Minimum

Cari Oran

Yaygın olarak kullanılan cari oran, firmanın toplam likiditesini ölçer. Cari oran, şirketin cari aktiflerinin cari pasiflerini (borçlarını) kaç defa kapsadığını, yani onun kaç katı olduğunu gösterir ve aşağıdaki formülle bulunur (Peker ve Baki 2011; Okka 2012):

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

Cari oran ne kadar büyük olursa şirketin vadesi gelen borçlarını ödeme kabiliyeti o derece yükselir. Bunun yanı sıra cari aktiflerin paraya dönüşebilme hızı da önemlidir. Cari aktiflere, nakit ve pazarlanabilir menkul değerler, ticari alacaklar, stoklar ve diğer cari aktifler; cari pasiflere ise kısa vadeli finansal borçlar, ticari borçlar, uzun vadeli borçların vadesi gelmiş kısımları ve diğer kısa vadeli borçlar dâhildir. Sektör ortalaması önemli olmakla birlikte yüksek olması birçok şirket için uygun olacağı genelde kabul görmektedir (Okka 2012).

Asit Test Oranı

Cari aktifler arasında yer alan paraya dönüşme hızı nispeten düşük olan stokların dönen varlıklardan düşülmesiyle elde edilir. Stoklar, nakde ve pazarlanabilir menkul değerler ile ticari alacaklara göre daha az likit kabul edilmektedir ve likit hale getirmek zaman alacaktır. Asit test oranı ile öğrenilmek istenen şey, şirketin borçlarının ne kadarını ödeye-

bileceğidir. Stoklara güvenmeden borç ödeme gücünü gösteren bu oranın 1.0 veya bundan büyük olması iyi olarak nitelendirilir ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Okka 2012):

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Nakit Oranı

Bir işletmenin en likit varlıkları, hazır değerler ile menkul kıymetlerdir. İşletme likiditesi analiz edilirken genellikle nakit orana da bakılır. Genel olarak yüksek olması beklenmekle birlikte şirket kısa sürede borçlanabilirse nakit oranının düşüklüğü pek önemli görülmez. Hesaplama işlemi ise aşağıdaki gibi yapılır (Aydın vd. 2007):

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

Kaldıraç Göstergesi Kapsamındaki Oranlar

Sermaye Yapısını Dengeleme (trade off) teorisi, hedef borç oranlarının şirketten şirkete değişebileceğini kabul eder. Mali açıdan güçlü, maddi duran varlıkları olan ve vergilendirilebilir kârı tasarruf sağlamaya yeterli olan şirketlerin hedef borç oranları yüksek olmalıdır. Riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip kârsız şirketler ise öz kaynak finansmanına dayanmalıdırlar. Bu teoriye göre, şir-

ketin borç-öz sermaye arasındaki seçimi, borçlanmanın sağladığı avantaj ile neden olduğu dezavantaj arasındaki bir denge noktasında yer almalıdır. Şirket, borçlanma sayesinde ödenen faizin sağlayacağı vergi tasarrufu, serbest nakit akım probleminin azaltılması ve yöneticileri finansal bir disipline sokması gibi avantajlara sahip olur. Bunun yanında şirket aşırı borçlanma nedeniyle doğabilecek finansal sıkıntılara ve ortaklar ile kredi verenler arasında doğacak olan temsil maliyetlerine katlanmak zorundadır. Böylece şirketler borçlanmanın getireceği maliyetler ile sağlayacağı avantajlar arasında bir dengeleme yapmak durumunda kalırlar (Okuyan ve Taşcı 2010). Çoğu araştırmacı kaldıraç göstergesinin düşük olmasının istenen bir durum olduğunu (Akgüç 2010) belirtmesinden dolayı çalışmada bu durum göz önünde bulundurulmuştur.

Borç/Öz Sermaye Oranı

Kredi verenlerin ortaklara oranla şirkete ne büyüklükte yatırım yaptıklarını gösteren bu orana şirketin finansal kaldıraç derecesi de denir ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Okka 2012):

$$\text{Borç/Öz Sermaye Oranı} = \text{Uzun Vadeli Borçlar/Öz Sermaye}$$

Borç Oranı

Kaldıraç oranı olarak da adlandırılan borç oranı, şirket varlıklarının hangi oranda borçlarla karşılandığını gösterir. Oranın düşük olması şirkete kredi verenler için iyi bir gösterge iken oranın yüksek olması, şirketin finansal riskinin arttığını gösterir. Bu riskin yükselmesi şirketin kredi almasını zorlaştırır, sermaye maliyetini yükseltir ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Peker ve Baki 2011):

$$\text{Borç Oranı} = \text{Toplam Borç/Toplam Varlıklar}$$

Kısa Vadeli Borçların Ağırlığı Oranı

Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı şirketin borçlarının vade yapısı hakkında bir fikir verir (Akgüç 2010). Oranın yüksek olması şirket borçlarının ödenme vadelerinin yaklaştığını, ödeme riskinin arttığını ve şirketin gerekli nakit ihtiyacı için tedbirler alması gerektiğini gösterir. Bu bakımdan mümkün olan en düşük seviyede olması istenir ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Peker ve Baki 2011):

$$\text{Kısa Vadeli Borçların Ağırlığı Oranı} = \text{Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar}$$

Öz Sermaye Çarpanı Oranı

Şirket varlıklarının öz sermayenin kaç katı olduğunu gösterir. Bu oranın düşük olması şirketin az borç yükü altında olduğunu gösterir ve dolayısıyla mümkün olan en düşük seviyede olması istenir ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Peker ve Baki 2011):

$$\text{Öz Sermaye Çarpanı Oranı} = \text{Toplam Varlıklar/Öz Sermaye}$$

Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı

Elde edilen oran toplam varlık değerlerinin ne kadarının uzun süreli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir (Civan 2009). Düşük olması beklenmekle birlikte oranın elde edilmesinde kullanılan formül ise aşağıdaki gibidir (Gülcan 2011; Kobitek 2013):

$$\text{Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı} = \text{Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar}$$

Kârlılık Göstergesi Kapsamındaki Oranlar

Genel olarak bu oranların yüksek olması istenen bir durumdur.

Brüt Kâr Marjı

Bütün giderleri karşılayıp net kâra katkı sağlayan değerdir. Net satışlar ile satılan malın maliyeti arasındaki farkın, satışlara bölünmesiyle hesaplanır (Peker ve Baki 2011).

$$\text{Brüt Kâr Marjı} = \text{Brüt Satış Kârı/Net Satışlar}$$

Net Kâr Marjı

Satılan her liralık malın yüzde kaçının vergiden sonraki net kâr ifade ettiğini gösterir. Bu noktaya kadar bütün giderler yapıldığı için net kâr, şirkete bir katkı mahiyetindedir. Aşağıdaki formülle hesaplanır (Peker ve Baki 2011; Okka 2012):

$$\text{Net Kâr Marjı} = \text{Net Kâr/Net Satışlar}$$

Toplam Varlıkların Kârlılığı Oranı

Varlıklara yapılan toplam yatırımın bir dönem içinde ne kadar kâr sağladığını başka bir ifadeyle etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir (Peker ve Baki 2011). Aktif getiri oranı, aktif kârlılık oranı olarak da isimlendirilir ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Okka 2012):

$$\text{Toplam Varlıkların Kârlılığı Oranı} = \text{Net Kâr/Toplam Varlıklar}$$

Öz Sermaye Kârlılık Oranı

Ortaklarca firmaya yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir ve aktif öz sermaye getiri oranı olarak da adlandırılır. Bu oranın aktif kârlılık oranından farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Finansal kaldıraç iyi kullanılmışsa öz sermaye kârlılık oranı da yüksek olur ve aşağıdaki formülle hesaplanır (Peker ve Baki 2011; Okka 2012):

$$\text{Öz Sermaye Kârlılık Oranı} = \text{Net Kâr} / \text{Öz Sermaye}$$

Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Toplam Varlık Oranı

Genel olarak faiz ve vergi öncesi kârın kaynaklara oranlanmasıyla bulunan ekonomik rantabilite olarak ifade edilen (Aydın vd. 2007; Akgüç 2010) oran, işletmenin varlıklarından ne derece kâr elde ettiğini göstermektedir. Kârla yatırım arasındaki ilişki, işletmenin finansman şekline bağlı olarak incelenebilmektedir. Faiz ve vergi öncesi kâr ele alındığından işletme kârlılığı, finansman şekline bağlı olarak değerlendirilebilmektedir. Varlıkların kârlılığı net kâr rakamı ele alınarak incelendiğinde, diğer koşullar aynı iken daha yüksek faizle borçlanan işletmenin kârlılığı daha düşük olacaktır (Aydın vd. 2007). Aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Toplam Varlık Oranı} = \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr} / \text{Toplam Varlıklar}$$

Faaliyet Göstergesi Kapsamındaki Oranlar

Faaliyet göstergeleri olarak genellikle alacak devir hızı, alacakların ortalama tahsil süresi, stok devir hızı, stokların ortalama tahsil süresi, aktif devir hızı, sabit varlık devir hızı ve ticari borçlar devir hızı değerlendirilmektedir. Bu çalışmada, alacak ve stok devir hızları kullanılmış olup ortalama tahsil süreleri kullanılmamıştır. Ayrıca sabit varlık devir hızlarında, bir işletmenin diğerlerine oranla yüksek satış rakamına karşılık düşük sabit varlık kullanması nedeniyle yükseklik göstermesinden dolayı değerlendirmede bir sıkıntıya yol açacağı kanısıyla dahil edilmemiştir.

Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızı, şirketin alacaklarının yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir (Okka 2012). Devir hızının düşük olması, işletmenin alacaklarını tahsil edilmeme riskini artırır. Alacak devir hızı arttıkça

işletmenin likiditesi artabilir. Diğer yandan alacak devir hızının yüksek olması işletmenin standarttan daha düşük bir likidite oranıyla çalışabileceğini de gösterir (Aydın vd. 2007). Orana ulaşırken kredili satışlar ile ticari alacaklar kullanılır. Ancak kredili satışlar verisine ulaşılamaması durumunda net satışlar kullanılır (Okka 2012). Çalışmada da kullanılan hesaplama formülü şu şekildedir:

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

Stok Devir Hızı

Satılan malın maliyetinin stoklara bölünmesiyle bulunan oran stokların ortalama yılda kaç kez yenildiğini gösterir. Makul ölçülerde, stok devir hızı arttıkça şirketin likiditesi artar ve kârlılığı yükselir. Aşırı yükselmesi ise şirketin stok yetersizliği içinde bulunduğu ve stok riskine maruz kaldığını gösterir (Okka 2012). Stok devir hızı hesaplanırken kullanılan formül aşağıdaki gibidir (Akgüç 2010); Stok Devir Hızı = Satışların Maliyeti / Ortalama Stok Formüldeki ortalama stok tutarı, hesap dönemi başında ve sonundaki stok tutarlarının aritmetik ortalamasının alınmasıyla elde edilir (Akgüç 2010).

Aktif Devir Hızı

Toplam aktifin yılda kaç kez döndüğünü gösterir. Aktif devir hızı, şirkete yapılan yatırımların nasıl kullanıldığının bir göstergesidir. Aynı sektörde aktif devir hızı yüksek olan şirketlerin, diğer şirketlere oranla, aktif varlıklarını daha verimli kullandığı anlaşılır. Aktif devir hızının yükselmesi firma kârlılığını ve dolayısıyla hisse başına kârı artırır (Okka 2012).

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Aktif Toplamı}$$

Ticari Borçlar Devir Hızı

Bu oran ile yılda kaç kez borçların ödendiğine ulaşırlar. Kredili alımların ticari borçlara bölünmesiyle elde edilen oran için kredili alışlar verilmemişse bütün alışlar kredili gibi düşünülerek, satılan malın maliyeti ticari borçlara oranlanır (Okka 2012). Ticari borçlar devir hızının genel olarak düşük olması beklenen bir durumdur ve şirket likidite sıkıntısı içine girmez, ancak düşük olmasının nedeni vadesi gelmesine karşın ödenemeyen borçlar ise işletme kredi riskini arttıracaktır (Akgün 2002). Aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\text{Ticari Borçlar Devir Hızı} = \text{Kredili Alışlar Tutarı} / \text{Ticari Borçlar}$$

GRI İLİŞKİSEL ANALİZ (GİA) YÖNTEMİ

GİA yöntemi, pek çok kriterin bulunduğu durumlarda alternatifler arasından seçim yapmada kullanılabilen bir yöntemdir. GİA özellikle örneklemin küçük olduğu ve örneklem dağılımının bilinmediği durumlarda değişkenleri gruplandırmada tercih edilir (Feng ve Wang 2000). Gri sistem teorisi ilk olarak Deng (1982) tarafından ortaya atılmıştır. Buradaki "gri" terimi, bilginin eksik olmasını ya da hiç bilinmemesini ifade etmektedir. Belirli bir sistem içerisinde iki eleman ya da iki alt sistem arasındaki benzerlikler ya da farklılıklar "gri ilişki" olarak isimlendirilmektedir. Elemanlar arasındaki benzerlik ve farklılıklardaki değişimlerin derecesindeki gelişmeleri ölçmekte yararlanılan yöntem ise GİA olarak adlandırılmaktadır. Bu yöntem, gri bir sistemdeki her bir faktör ile kıyas yapılan faktör (referans) serisi arasındaki ilişki derecesinin belirlenmesini sağlamaktadır. Her bir faktör bir dizi (sıra veya sütun) olarak tanımlanır. Faktörler arası etki derecesi ise gri ilişkisel derece olarak adlandırılır (Feng ve Wang 2000; Sofyalıoğlu 2011).

GİA, performans ölçümlerinde sıklıkla kullanılmaktadır. Özellikle çeşitli finansal rasyolar yardımıyla değerlendirmeler yapılabilmektedir (Peker ve Baki 2011). GİA'nın kullanılma amaçlarından bir diğeri ise pek çok değişken arasından önemsiz olanları ayırt ederek önemli olanları kendi arasında gruplara ayırmaktır. Bir gruptaki değişkenler birbiriyle ilişkili değişkenler olmakta ve böylelikle diğer gruplardan ayrılabilirlerdir. Veri seti büyük olduğunda ve veri seti normal dağılıma sahip olduğunda faktör analizi, kümeleme analizi, ayırma analizi gibi yöntemler kullanılabilir. Ancak veri sayısı az ve verilerin dağılımı normal olmadığında yapılan analizlerin güvenilirliği azalmaktadır. Böyle durumlara bir de veri setinin eksik olması eklendiğinde GİA ile gerçekten önemli olan değişkenlerin analizlere dahil edilebilmesi sağlanabilmektedir (Ho ve Wu 2006).

GİA yönteminin adımları şunlardır (Wu, 2002):

1. Adım: Karar matrisinin oluşturulması

$$X_i = \begin{bmatrix} x_1(1) & x_1(2) & \cdots & x_1(n) \\ x_2(1) & x_2(2) & \cdots & x_2(n) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_n(1) & x_n(2) & \cdots & x_n(n) \end{bmatrix} \quad (1)$$

2. Adım: Karşılaştırma matrisinin oluşturulması

Referans serisi $x_0 = (x_0(1), x_0(2), \dots, x_0(j), \dots, x_0(n))$ şeklindedir. Burada $X_0(j)$, j . kriterin normalize değerleri içindeki en büyük değerini göstermektedir. Referans serisi karar matrisinin ilk satırına yazılarak karşılaştırma matrisi oluşturulur.

3. Adım: Normalizasyon işlemi ve normalizasyon matrisinin oluşturulması

Bu adımda veri seti normalize edilir. Farklı birimlere ve büyüklüklere sahip olan verileri aynı standarda getirmek amacıyla normalizasyon işlemleri yapılmaktadır. Burada 3 olası durumla karşılaşılabılır:

i. *Fayda durumu*: Eğer amaç daha iyi ya da büyük değer elde etmekse (2) numaralı formül kullanılır.

$$x_i^* = \frac{x_i(j) - \min_j x_i(j)}{\max_j x_i(j) - \min_j x_i(j)} \quad (2)$$

ii. *Maliyet durumu*: Eğer amaç daha küçük ya da az bir değer elde etmekse (3) numaralı formül kullanılır.

$$x_i^* = \frac{\max_j x_i(j) - x_i(j)}{\max_j x_i(j) - \min_j x_i(j)} \quad (3)$$

iii. *Optimallik durumu*: Eğer amaç optimal bir değer elde etmekse (4) numaralı formül kullanılır.

$$x_i^* = \frac{|x_i(j) - x_{0b}(j)|}{\max_j x_i(j) - x_{0b}(j)} \quad (4)$$

(4) numaralı formülde $X_{0b}(j)$, j . kriterin hedef değeridir ve $\max_j x_i(j) \geq x_{0b}(j) \geq \min_j x_i(j)$ aralığında bir değer alır. Bu işlemlerin ardından (1)'deki karar matrisi şu hale dönüşür:

$$X_i^* = \begin{bmatrix} x_1^*(1) & x_1^*(2) & \cdots & x_1^*(n) \\ x_2^*(1) & x_2^*(2) & \cdots & x_2^*(n) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_n^*(1) & x_n^*(2) & \cdots & x_n^*(n) \end{bmatrix} \quad (5)$$

4. Adım: Mutlak değer tablosunun oluşturulması

X_0^* ile X_i^* arasındaki mutlak değer aşağıdaki formülle bulunur:

$$\Delta_{oi}(j) = |x_{0i}^*(j) - x_i^*(j)| = \begin{bmatrix} \Delta_{o1}(1) & \Delta_{o1}(2) & \dots & \Delta_{o1}(n) \\ \Delta_{o2}(1) & \Delta_{o2}(2) & \dots & \Delta_{o2}(n) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \Delta_{om}(1) & \Delta_{om}(2) & \dots & \Delta_{om}(n) \end{bmatrix} \quad (6)$$

5. Adım: Gri ilişkisel katsayı matrisinin oluşturulması

$$\gamma_{oi}(j) = \frac{\Delta \min + \xi \Delta \max}{\Delta_{oi}(j) + \xi \Delta \max} \quad (7)$$

formülü kullanılarak hesaplanır. (7) numaralı formülde ξ ayırıcı (distinguish) katsayısıdır ve $[0,1]$ aralığında değer alır. Ancak işlemlerde 0,5 alınması tavsiye edilmektedir. Ayrıca $\Delta \max = \max_i \max_j \Delta_{oi}(j)$ ve $\Delta \min = \min_i \min_j \Delta_{oi}(j)$ şeklinde hesaplanır.

6. Adım: İlişki derecesinin hesaplanması

$$\Gamma_{oi} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n \gamma_{oi}(j) \quad (8)$$

(8) numaralı formülde Γ_{oi} elemanın gri ilişki derecesini göstermektedir ve kriterlerin eşit önem düzeyinde olduğu varsayıldığında kullanılır. Eğer kriterlerin farklı ağırlıkları söz konusu ise

$$\Gamma_{oi} = \sum_{j=1}^n [W_i(j) \gamma_{oi}(j)] \quad (9)$$

formülünden yararlanılır.

ANALİZ VE BULGULAR

Şirketlerin performans değerlemelerinde genellikle finansal oranlar tercih edilmektedir. Çünkü şirketlerin geçmiş dönemlerinde gösterdikleri performansları karşılaştırmanın en basit yolu finansal oranları kullanmaktır. Çalışmada kullanılan veriler BIST'te halka arz edilen dokuz turizm şirketinin 2008-2012 dönemine ilişkin en güncel verileridir. Bu şirketler konaklama, acenta ve yiyecek içecek kollarında faaliyet göstermektedir. BIST'te işlem gören turizm şirketi sayısının az olması nedeniyle farklı kollardaki şirketler bir arada analizlere tabi tutulmak zorunda kalınmıştır. Çalışmanın kısıtı olarak değerlendirilebilecek bu zafiyet gelecekte borsada işlem göreceği şirket sayısının artması halinde analizlerin tek bir iş koluna odaklanılarak yapılmasıyla ortadan kaldırılabilir.

Turizm şirketlerinin performanslarını değerlendirebilmek için önceki bölümde bahsedilen on yedi finansal orandan yararlanılmıştır. Tablo 3'teki veriler turizm şirketlerinin 2008-2012 dönemine ilişkin finansal oranlarının ortalamaları alınarak elde edilmiştir.

GİA yönteminin ilk aşamasında karşılaştırma matrisi oluşturulur. Tablo 4'teki karşılaştırma matrisi, aynı zamanda Tablo 3'teki gerçek veri setinden oluşmuş olan matristir. Tek farkı yüksek olması istenen sütunlardaki en büyük değer ve minimum olması istenen her sütundaki en küçük değer eklenmesiyle oluşturulan referans serisi satırının Tablo 4'te yer almasıdır.

Tablo 4 esas alındığında *likidite göstergesine* göre en iyi likiditeye sahip şirket B'dir. Oranlar bazında (FO1, FO2, FO3) değerlendirme yapmak gerekirse B, D ve J şirketlerinin diğer şirketlere göre daha iyi durumda olduğu görülmektedir. Sonuç olarak belirtilen turizm şirketlerinin vadesi gelen borçlarını ödeme kabiliyetinin yüksek olduğu ve stoklara güvenmeden borçlarını daha kolay ödeyebilecekleri ifade edilebilir. Ayrıca kısa vadeli borçlar karşısında bu şirketlerin mevcut varlıklarına göre daha dirençli olduğu söylenebilir.

Kaldıraç göstergesi kapsamında yer alan FO4'e göre B ve J en düşük değeri almıştır ve en iyi durumdadırlar. Benzer şekilde FO5'e göre B, FO6'ya ve FO7'ye göre C, FO8'e göre ise B ve H en iyi durumda olan turizm şirketleridir. Genel olarak bakıldığında ise B ve C turizm şirketlerinin kaldıraç göstergeleri bakımından diğer şirketlere göre daha iyi olduğu görülmektedir. Böylece genel olarak bu turizm şirketlerinin varlıklarının daha küçük oranda borçlarla karşılandığı ve toplam borçlar içinde kısa vadeli yabancı kaynakların daha az yer tuttuğu söylenebilir.

Kârlılık göstergesi içindeki oranlar incelendiğinde ise FO9'a göre A, FO10'a ve FO11'e göre D, FO12'ye göre F ve FO13'e göre ise D turizm şirketlerinin yüksek değerler alarak en iyi konumda oldukları ifade edilebilir. Özetle A, D ve F turizm şirketlerinin ortakları tarafından yapılan yatırımın etkin kullanıldığı ve varlıklara yapılan yatırımların önemli ölçüde kâr sağlamış olduğu söylenebilir.

Faaliyet göstergesi kapsamında yer alan oranlardan FO14 ve FO16'ya göre B, FO15'e göre A ve FO17'ye göre C turizm şirketlerinin diğerlerine göre daha iyi pozisyonda oldukları söylenebilir. Do-

layısıyla bu şirketlerin faaliyetlerini gerçekleştiren verimli şekilde varlıklarını kullandıkları söylenebilir.

Karşılaştırma matrisin oluşturulmasından sonraki aşamada normalize matris elde edilir. Şirket sahipleri, yöneticileri ve hissedarları genellikle şirketlerinin likidite, kârlılık ve faaliyet oranlarının yüksek, kaldıraç oranlarının ise düşük olmasını isterler. Bu bakımdan normalize matrisin elde edilmesinde likidite, kârlılık ve faaliyet oranlarında (FO17 hariç) (2) numaralı formül, kaldıraç oranlarında ise (3) numaralı formül kullanılmıştır. Örneğin FO1 oranı için normalize işlemi şöyle yapılmıştır:

$$\frac{0,47 - 0,25}{31,03 - 0,25} = 0,0071 \cong 0,01$$

Yapılan hesaplamalar sonucunda elde edilmiş olan normalize matris Tablo 5'teki gibidir.

Normalize matrisin bulunmasından sonra (6) numaralı formül kullanılarak mutlak değerler tablosu oluşturulur. Mutlak değerler tablosu oluşturulurken normalize değerler ile referans değerleri arasındaki uzaklıklar hesaplanır. Daha açık bir ifadeyle referans değerlerinden normalize değerler çıkartılarak Tablo 6'daki mutlak değerler tablosu elde edilmiştir.

deyle referans değerlerinden normalize değerler çıkartılarak Tablo 6'daki mutlak değerler tablosu elde edilmiştir.

Tablo 7'deki Gri İlişkisel Katsayılar Matrisi, gri ilişki katsayısı ζ 'nin olarak alınması ve (7) numaralı formülün kullanılmasıyla elde edilmiştir.

Dört temel finansal göstergenin farklı ağırlıkları söz konusu olduğundan bu değerlerin hesaplanmasında (9) numaralı formülden yararlanılmıştır. Tablo 7'ye göre oranlar bakımından tam etkinliğe (1,00) ulaşmış turizm şirketleri şunlardır: Cari oran, asit test oranı, nakit oran, borç/öz sermaye oranı, borç oranı, uzun vadeli borç/toplam varlık oranı, alacak devir hızı ve aktif devir hızı oranına göre B, kısa vadeli borçların ağırlığı oranı, öz sermaye çarpanı oranı ve ticari borçlar devir hızı oranına göre C, brüt kâr marjı ve stok devir hızı oranına göre A, net kâr marjı, toplam varlık kârlılığı ve faiz ve vergi öncesi kâr/toplam varlık oranına göre D ve son olarak öz sermaye kârlılığı oranına göre ise F.

Son olarak Tablo 8'de turizm şirketlerinin gri ilişkisel derecelerini gösteren değerler yer almaktadır. Tablo 8'deki bulgulara göre turizm şirketlerinin finansal performansında etkili olan en önemli finan-

Tablo 3. Turizm Şirketlerinin Finansal Oranları (2008-2012)

	Likidite Göstergesi			Kaldıraç Göstergesi				Kârlılık Göstergesi				Faaliyet Göstergesi					
	FO1	FO2	FO3	FO4	FO5	FO6	FO7	FO8	FO9	FO10	FO11	FO12	FO13	FO14	FO15	FO16	FO17
A	0,47	0,42	0,22	0,13	0,17	0,36	1,20	1,70	0,66	-0,16	-0,02	-0,03	-0,01	19,09	39,76	0,15	6,49
B	31,03	31,03	30,33	0,02	0,08	0,81	1,09	0,01	0,13	-0,31	-0,02	-0,02	-0,01	256,75	0,00	54,13	222,26
C	0,25	0,15	0,02	0,88	0,87	0,17	0,56	0,71	-0,54	-2,54	-0,06	0,24	-0,02	11,24	6,27	0,05	1,72
D	4,31	4,20	3,88	0,10	0,14	0,32	1,16	0,09	0,62	0,13	0,04	0,04	0,04	23,12	22,61	0,25	6,90
E	0,82	0,54	0,32	0,48	0,57	0,66	2,40	0,23	-3,46	0,01	0,00	0,00	0,00	2,24	1,93	0,19	3,64
F	1,19	0,76	0,75	3,90	0,91	0,61	8,71	0,37	0,21	-2,21	-0,10	0,36	-0,01	26,95	0,51	0,13	13,61
G	1,51	1,09	1,01	0,08	0,29	0,80	1,38	0,05	0,27	-0,21	-0,01	-0,05	0,02	4,25	1,70	0,09	6,52
H	0,50	0,43	0,23	0,03	0,57	0,97	2,32	0,01	0,25	0,05	0,03	0,06	0,03	6,59	4,40	0,66	37,11
J	3,96	3,93	3,58	0,02	0,13	0,72	1,15	0,02	0,47	0,03	-0,01	-0,02	-0,01	9,04	29,12	0,14	2,72

Tablo 4. Karşılaştırma Matrisi

	Likidite Göstergesi			Kaldıraç Göstergesi				Kârlılık Göstergesi				Faaliyet Göstergesi					
	FO1	FO2	FO3	FO4	FO5	FO6	FO7	FO8	FO9	FO10	FO11	FO12	FO13	FO14	FO15	FO16	FO17
Referans	31,03	31,03	30,33	0,02	0,08	0,17	0,56	0,01	0,66	0,13	0,04	0,36	0,04	256,75	39,76	54,13	1,72
A	0,47	0,42	0,22	0,13	0,17	0,36	1,20	1,70	0,66	-0,16	-0,02	-0,03	-0,01	19,09	39,76	0,15	6,49
B	31,03	31,03	30,33	0,02	0,08	0,81	1,09	0,01	0,13	-0,31	-0,02	-0,02	-0,01	256,75	0,00	54,13	222,26
C	0,25	0,15	0,02	0,88	0,87	0,17	0,56	0,71	-0,54	-2,54	-0,06	0,24	-0,02	11,24	6,27	0,05	1,72
D	4,31	4,20	3,88	0,10	0,14	0,32	1,16	0,09	0,62	0,13	0,04	0,04	0,04	23,12	22,61	0,25	6,90
E	0,82	0,54	0,32	0,48	0,57	0,66	2,40	0,23	-3,46	0,01	0,00	0,00	0,00	2,24	1,93	0,19	3,64
F	1,19	0,76	0,75	3,90	0,91	0,61	8,71	0,37	0,21	-2,21	-0,10	0,36	-0,01	26,95	0,51	0,13	13,61
G	1,51	1,09	1,01	0,08	0,29	0,80	1,38	0,05	0,27	-0,21	-0,01	-0,05	0,02	4,25	1,70	0,09	6,52
H	0,50	0,43	0,23	0,03	0,57	0,97	2,32	0,01	0,25	0,05	0,03	0,06	0,03	6,59	4,40	0,66	37,11
J	3,96	3,93	3,58	0,02	0,13	0,72	1,15	0,02	0,47	0,03	-0,01	-0,02	-0,01	9,04	29,12	0,14	2,72

Tablo 5. Normalize Matris

	Likidite Göstergesi			Kaldıraç Göstergesi				Kârlılık Göstergesi				Faaliyet Göstergesi					
	FO1	FO2	FO3	FO4	FO5	FO6	FO7	FO8	FO9	FO10	FO11	FO12	FO13	FO14	FO15	FO16	FO17
Referans	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
A	0,01	0,01	0,01	0,97	0,90	0,77	0,92	0,00	1,00	0,89	0,59	0,06	0,10	0,07	1,00	0,00	0,98
B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,21	0,94	1,00	0,87	0,84	0,62	0,09	0,14	1,00	0,00	1,00	0,00
C	0,00	0,00	0,00	0,78	0,05	1,00	1,00	0,59	0,71	0,00	0,29	0,70	0,00	0,04	0,16	0,00	1,00
D	0,13	0,13	0,13	0,98	0,93	0,82	0,93	0,96	0,99	1,00	1,00	0,22	1,00	0,08	0,57	0,00	0,98
E	0,02	0,01	0,01	0,88	0,41	0,39	0,77	0,87	0,00	0,95	0,74	0,13	0,26	0,00	0,05	0,00	0,99
F	0,03	0,02	0,02	0,00	0,00	0,46	0,00	0,79	0,89	0,12	0,00	1,00	0,10	0,10	0,01	0,00	0,95
G	0,04	0,03	0,03	0,98	0,75	0,21	0,90	0,98	0,90	0,88	0,66	0,00	0,73	0,01	0,04	0,00	0,98
H	0,01	0,01	0,01	1,00	0,41	0,00	0,78	1,00	0,90	0,97	0,93	0,27	0,78	0,02	0,11	0,01	0,84
J	0,12	0,12	0,12	1,00	0,95	0,32	0,93	1,00	0,95	0,96	0,65	0,09	0,12	0,03	0,73	0,00	1,00

Tablo 6. Mutlak Değerler Tablosu

	Likidite Göstergesi			Kaldıraç Göstergesi				Kârlılık Göstergesi				Faaliyet Göstergesi					
	FO1	FO2	FO3	FO4	FO5	FO6	FO7	FO8	FO9	FO10	FO11	FO12	FO13	FO14	FO15	FO16	FO17
A	0,99	0,99	0,99	0,03	0,10	0,23	0,08	1,00	0,00	0,11	0,41	0,94	0,90	0,93	0,00	1,00	0,02
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,79	0,06	0,00	0,13	0,16	0,38	0,91	0,86	0,00	1,00	0,00	1,00
C	1,00	1,00	1,00	0,22	0,95	0,00	0,00	0,41	0,29	1,00	0,71	0,30	1,00	0,96	0,84	1,00	0,00
D	0,87	0,87	0,87	0,02	0,07	0,18	0,07	0,04	0,01	0,00	0,00	0,78	0,00	0,92	0,43	1,00	0,02
E	0,98	0,99	0,99	0,12	0,59	0,61	0,23	0,13	1,00	0,05	0,26	0,87	0,74	1,00	0,95	1,00	0,01
F	0,97	0,98	0,98	1,00	1,00	0,54	1,00	0,21	0,11	0,88	1,00	0,00	0,90	0,90	0,99	1,00	0,05
G	0,96	0,97	0,97	0,02	0,25	0,79	0,10	0,02	0,10	0,12	0,34	1,00	0,27	0,99	0,96	1,00	0,02
H	0,99	0,99	0,99	0,00	0,59	1,00	0,22	0,00	0,10	0,03	0,07	0,73	0,22	0,98	0,89	0,99	0,16
J	0,88	0,88	0,88	0,00	0,05	0,68	0,07	0,00	0,05	0,04	0,35	0,91	0,88	0,97	0,27	1,00	0,00

Tablo 7. Gri İlişkisel Katsayılar Matrisi

	Likidite Göstergesi			Kaldıraç Göstergesi				Kârlılık Göstergesi				Faaliyet Göstergesi					
	FO1	FO2	FO3	FO4	FO5	FO6	FO7	FO8	FO9	FO10	FO11	FO12	FO13	FO14	FO15	FO16	FO17
A	0,33	0,34	0,33	0,95	0,83	0,68	0,86	0,33	1,00	0,82	0,55	0,35	0,36	0,35	1,00	0,33	0,96
B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,39	0,89	1,00	0,80	0,75	0,57	0,35	0,37	1,00	0,33	1,00	0,33
C	0,33	0,33	0,33	0,69	0,35	1,00	1,00	0,55	0,63	0,33	0,41	0,63	0,33	0,34	0,37	0,33	1,00
D	0,37	0,37	0,36	0,96	0,88	0,73	0,87	0,92	0,98	1,00	1,00	0,39	1,00	0,35	0,54	0,33	0,96
E	0,34	0,34	0,34	0,81	0,46	0,45	0,69	0,79	0,33	0,92	0,66	0,37	0,40	0,33	0,34	0,33	0,98
F	0,34	0,34	0,34	0,33	0,33	0,48	0,33	0,71	0,82	0,36	0,33	1,00	0,36	0,36	0,34	0,33	0,90
G	0,34	0,34	0,34	0,97	0,66	0,39	0,83	0,96	0,84	0,80	0,60	0,33	0,65	0,34	0,34	0,33	0,96
H	0,34	0,34	0,33	0,99	0,46	0,33	0,70	1,00	0,83	0,94	0,88	0,41	0,70	0,34	0,36	0,34	0,76
J	0,36	0,36	0,36	1,00	0,90	0,42	0,87	0,99	0,91	0,93	0,58	0,35	0,36	0,34	0,65	0,33	0,99

sal gösterge %72,76 ile kaldıraç göstergesidir. Onu sırasıyla %62,89 ile kârlılık, %54,26 ile faaliyet ve %41,64 ile likidite göstergesi takip etmektedir.

Elde edilen bulgular likidite göstergesi açısından değerlendirildiğinde B turizm şirketinin %100 ile tam etkinliğe ulaşmış olduğu ve likit kaynaklarında oldukça etkin olduğu söylenebilir. Diğer sekiz turizm şirketinin ise birbirine yakın değerler alarak etkinlikten oldukça uzak oldukları tespit edilmiştir. Özetle, B turizm şirketi likit kaynakları yönünden oldukça iyi durumda olup diğer şirketler ise zor durumdadırlar.

Kaldıraç göstergesi çerçevesinde elde edilen sıralamalar incelendiğinde D turizm şirketinin %87,23

ile en iyi durumda olduğu ve tam etkinliğe yaklaşmış olduğu bulunmuştur. Bu şirketi sırasıyla %85,45 ile B, %83,75 ile J ve %76,22 ile G turizm şirketleri izlemektedir. F ise %43,73 ile tam etkinlikten oldukça uzak bir noktadadır.

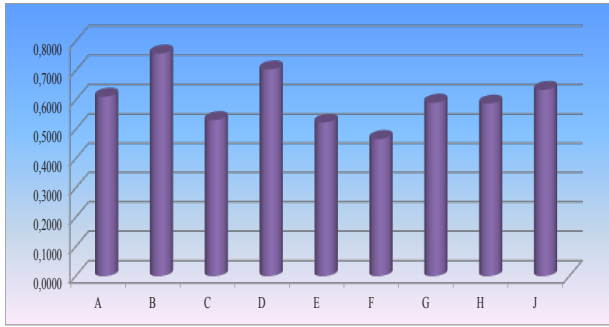
Kârlılık göstergesi esas alındığında tam etkinliğe ulaşmış turizm şirketinin olmadığı görülmektedir. Hesaplanan etkinlik oranları %46 ile %87 arasındadır. Ayrıca en iyi kârlılık göstergelerine sahip turizm şirketleri sırasıyla D, H ve G şirketleridir. Özellikle brüt kâr marjı yüksek olan D şirketi bu nedenle kârlılık göstergelerinde en iyi durumda olan turizm şirkettir.

Tablo 8. GİA Sonuçları

	Likidite Göstergesi (%41,64)		Kaldıraç Göstergesi (%72,76)		Kârlılık Göstergesi (%62,89)		Faaliyet Göstergesi (%54,26)		İlişki Düzeyi	Genel Sıralama
	Etkinlik	Sıra	Etkinlik	Sıra	Etkinlik	Sıra	Etkinlik	Sıra		
A	%33,50	8	%73,08	5	%61,50	5	%66,03	2	%61,16	4
B	%100	1	%85,45	2	%56,78	7	%66,67	1	%75,88	1
C	%33,33	9	%71,69	6	%46,78	9	%51,18	5	%53,22	7
D	%36,50	2	%87,23	1	%87,40	1	%54,47	4	%70,47	2
E	%33,64	6	%64,02	8	%53,51	8	%49,86	6	%52,38	8
F	%33,89	5	%43,73	9	%57,51	6	%48,22	8	%46,76	9
G	%34,12	4	%76,22	4	%64,41	3	%49,25	7	%59,12	5
H	%33,51	7	%69,64	7	%75,17	2	%44,75	9	%58,81	6
J	%36,24	3	%83,75	3	%62,92	4	%57,88	3	%63,49	3

Faaliyet göstergesine göre ise etkinlik sıralamasının ilk üç sırasında B, A, J yer almıştır. G, F, H şirketleri ise son üç sıradaki şirketlerdir. Hesaplanan etkinlik oranları ise %44 ile %66 arasında değer almıştır.

Şekil 1'e göre en iyi finansal performansa sahip turizm şirketleri sıralamasında ilk sırada B, ikinci sırada D ve üçüncü sırada ise J yer almıştır. En kötü performansa sahip turizm şirketleri ise %53,22 ile C, %52,38 ile E ve %46,76 ile F'dir. B'nin diğerlerinden daha iyi finansal performans göstermesinin temelinde likit kaynaklarını doğru ve etkin kullanması, borç kullanımını başarılı bir şekilde yönetmesi ve varlıklarını verimli kullanması yatmaktadır. D, gerçekleşen kârlılığın etkisiyle ve borçlarını iyi yönetmesiyle sıralamada ikinci olmuştur. Özellikle D şirketi, likidite göstergesine göre de oldukça iyi durumdadır ve gerekli likiditeye sahip olmasının sıralamaya katkısı pozitif yönde olmuştur. Sıralamada üçüncü olan J, tüm göstergelere göre birbirine yakın sıralamalarda yer almıştır.



Şekil 1. Turizm Şirketlerinin Finansal Performansları

Son olarak Tablo 8'deki GİA sonuçları hem göstergeler bazında hem de genel bazda incelendiğinde şu hususlar dikkat çekmektedir: B, kaldıraç göstergelerinde ikinci, kârlılık göstergelerinde ise yedinci sırada olmasına rağmen genel sıralamada ilk sıradadır. Bunun ana nedeni şirketin likidite ve faaliyet göstergelerinin diğer şirketlere nazaran oldukça yüksek durumda olmasıdır. Kaldıraç ve kârlılık göstergesinde ilk sırada, likidite göstergesinde ise ikinci sırada yer alan D turizm şirketi bu performansıyla genel sıralamada ikinci sırada yer almıştır. Likidite, kaldıraç ve faaliyet göstergelerine göre üçüncü sıradaki J şirketi ise genel sıralamada üçüncü olmuştur. Diğer yandan borçlarını ödemede güçlükler yaşadığı görülen ve varlıklarını verimli kullanmadığı tespit edilen F turizm şirketi sıralamada sonuncu olmuştur.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bir faaliyetin finansal açıdan iyi yönetilerek uzun yıllar üstün performans göstermesi yatırımın sürekliliği ve sağladıkları açısından önemlidir. Yöneticilerin kendilerini değerlendirmede finansal performansın önemli bir gösterge olması yanında şirkete ortak olmak isteyen yatırımcıların şirketlerin performanslarını dikkate aldıkları bilinmektedir. Ayrıca finansal performans ölçümüyle bir şirket kendi bulunduğu noktayı tespit ederek rakiplerinin ne kadar önünde ya da gerisinde olduğunu da görebilmektedir.

Turizm şirketleri, büyük yatırımların gerektiği ve verilen karar ile yatırımın geri dönüşünün uzun

yıllar mümkün olmadığı sektörlerden biridir. Dolayısıyla bu tür şirketler açısından finansal performansın ölçülmesi son derece önemlidir. Çalışmada BIST'te işlem gören dokuz turizm şirketinin performansı finansal oranlardan yararlanılarak ölçülmüştür. Gerçekte Türkiye'deki turizm şirketi sayısı üç bin civarında olmasına rağmen bu şirketlere ilişkin gerekli tüm verilere ulaşılamadığı için bu şirketler çalışmada analizlere dahil edilememiştir. Çalışmaya dahil edilen turizm şirketleri likidite göstergesinden üç, kaldıraç ve kârlılık göstergelerinden beşer ve faaliyet göstergesinden dört finansal orana göre değerlendirilmişlerdir. Elde edilen bulgulara göre turizm şirketlerinin finansal performans ölçümünde en önemli gösterge, kaldıraç göstergesidir. Kaldıraç göstergesinde etkinlik değerleri %43-%87 aralığında bulunmuştur. Çok iyi olarak yorumlanmasa da bu değer aralığı iyi şekilde değerlendirilebilir. En önemli göstergenin kaldıraç göstergesi olmasından hareketle turizm sektöründe yer alan şirketlerin borç kullanma kararlarında biraz daha dikkatli davranmaları gerektiği açıkça görülmektedir. Kaldıraç göstergesini sırasıyla kârlılık, faaliyet ve likidite göstergeleri izlemektedir. Kârlılık göstergesinde etkinlik değer aralığı %46-%87'dir ve turizm şirketlerinin yöneticileri kârlarını biraz daha arttırıcı yönde yatırım kararı vermeye özen göstermelidirler. Faaliyet göstergesinde %44-%66 olarak gerçekleşen etkinliğin orta derecede bir etkinliğe işaret ettiği dikkat çekmektedir. Bu bağlamda turizm şirketlerinin varlıklarını verimli kullanmadıkları söylenebilir. Likidite göstergesinde ise etkinlik değerleri %33-%100 şeklinde ortaya çıkmıştır. Her ne kadar tam etkinliğe ulaşılmış gibi görülsede sadece bir şirketin tam etkinliğe ulaştığı, diğer şirketlerin etkinliğinin ise %35 civarında ve düşük olarak nitelendirilebilecek bir etkinliğe sahip olduğu ifade edilebilir. Dolayısıyla turizm şirketlerinin kısa vadeli borçlarını dönen varlıklarıyla karşılamada başarılı olamadıkları ve bu konuda daha fazla çaba göstermeleri gerektiği vurgulanabilir. Diğer taraftan elde edilen bulgular turizm şirketlerinin etkinlikleri çerçevesinde yorumlanırsa likidite göstergelerine göre B turizm şirketi en iyi performans sergileyen turizm şirketi olmuştur. Diğer turizm şirketlerinin ise düşük ve birbirine yakın performans gösterdikleri belirlenmiştir. Bu durum B'nin kısa vadeli yabancı kaynaklarını rahatlıkla dönen varlıklarıyla karşılayabildiğini göstermektedir. Kaldıraç

göstergelerine göre yapılan değerlendirmede turizm şirketleri arasında D, B ve J en iyi performansa sahip şirketlerdir. Bu şirketlerin varlıklarını borç ile finanse etmede diğer turizm şirketlerine göre daha başarılı oldukları söylenebilir. Kârlılık göstergeleri açısından değerlendirildiğinde ise D, H ve G turizm şirketlerinin en iyi, C'nin ise en kötü performansa sahip turizm şirketleri olduğu görülmüştür. Böylece, D, H ve G turizm şirketlerinin daha kârlı yatırımlar yaptığı söylenebilir. Son olarak faaliyet göstergeleri çerçevesinde en iyi durumda olan şirket B, en kötü durumdaki şirket ise H'dir. Bu bağlamda B'nin varlıklarını oldukça verimli şekilde kullandığı ifade edilebilir. Sonuç olarak turizm şirketlerinin genel finansal performans sıralaması şu şekilde gerçekleşmiştir:

B > D > J > A > G > H > C > E > F.

Çalışmanın alanyazına katkısının iki şekilde olacağı düşünülmektedir. Birincisi, çalışmanın sektördeki diğer turizm şirketlerine finansal davranış ve kararlar açısından yol gösterici niteliklere sahip olmasıdır. İkincisi ise BIST'te işlem gören turizm şirketi sayısının az olması ve bu şirketlere ilişkin geçmişten günümüze değin tüm verilere erişimin mümkün olmaması nedeniyle çalışmanın GİA yönteminin turizm alanında uygulanabilirliğinin ortaya konulmasıdır. Böylelikle çalışmanın Türk turizm sektörüne farklı bir bakış açısı kazandıracığı ve katkı sağlayacağı söylenebilir.

Çalışmanın kısıtı turizm şirketlerinin borsa performans verilerine ulaşamaması nedeniyle bu verilerin analizde yer almamış olmasıdır. İleride yapılacak çalışmalarda bu veriler de eklenerek finansal performans ölçümü gerçekleştirilebilir. Ayrıca sonraki çalışmalarda turizm şirketlerinin finansal performansları yıllar itibarıyla ölçülebilir. Böylece turizm şirketlerinin yıllara göre performanslarındaki değişimler incelenebilir. Bunun yanı sıra eğer çok sayıda turizm şirketine ilişkin verilere ulaşılabılırsa analitik hiyerarşi yöntemi, TOPSIS, veri zarflama analizi gibi yöntemlerle de performans ölçümü yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayım.
Akgün, M. (2002). İşletmelerde Etkinlik ve Nakit Çevirme Süresi Analizi, *İSMMM Mali Çözüm Dergisi*, 60 (12): 186-198.

- Aydeniz, A. S. (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: IMKB'ye Kote Gıda ve İçecek Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27 (2): 263-277.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2007). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Genç Matbaası.
- Chen, T. H. (2009). Performance Measurement of an Enterprise and Business Units with an Application to a Taiwanese Hotel Chain, *International Journal of Hospitality Management*, 28: 415-422.
- Chen, M. H. (2011). The Response of Hotel Performance to International Tourism Development and Crisis Events, *International Journal of Hospitality Management*, 30 (1): 200-212.
- Chuang, C. L. (2013). Application of Hybrid Case-Based Reasoning for Enhanced Performance in Bankruptcy Prediction, *Information Sciences*, 236: 174-185.
- Civan, M. (2009). Finansal Tablolar Analizi ve Örnek Uygulamalar, http://www.tiso.org.tr/dosyalar/finansal_analiz.doc, Erişim tarihi: 15.09.2013.
- Coşkun, A. (2007). *Stratejik Performans Yönetimi ve Performans Karnesi*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Çil Yavuz, N. (2006). Türkiye'de Turizm Gelirlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisinin Testi: Yapısal Kırılma ve Nedensellik Analizi, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7/2: 162-171.
- Deng, J. (1982). Control Problems of Grey Systems, *Systems and Control Letters*, 5: 288-294.
- Ecer, F., Ulutağay, G. ve Nasiboglu, E. (2011). Does Foreign Ownership Affect Financial Performance? An Industrial Approach, *Middle Eastern Finance and Economics*, 14: 152-166.
- Erdil, O. ve Kalkan, A. (2005). Kobilere Sağlanan Desteklerin Kobilerin Performanslarına Etkisi, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4/7: 103-122.
- Fantazy, K. A., Kumar, V. ve Kumar, U. (2010). Supply Management Practices and Performance in the Canadian Hospitality Industry, *International Journal of Hospitality Management*, 29: 685-693.
- Feng, C. M. ve Wang, R. T. (2000). Performance Evaluation for Airlines Including the Consideration of Financial Ratios, *Journal of Air Transport Management*, 6: 133-142.
- Golmohammadi, D. ve Mellat-Parast, M. (2012). Developing a Grey-Based Decisionmaking Model for Supplier Selection, *International Journal of Production Economics*, 137 (2): 191-200.
- Gülcan, N. (2011). Finansal Oranlar Yardımıyla İşletmelerin Finansal Başarısızlıklarının Tespit Edilmesi: IMKB'de Bir Uygulama (*Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*). Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı.
- Ho, C. T. ve Wu, Y. S. (2006). Benchmarking Performance Indicators for Banks, *Benchmarking: An International Journal*, 13 (1/2): 147-159.
- Hwang, S. N. ve Chang, T. Y. (2003). Using Data Envelopment Analysis to Measurement Hotel Managerial Efficiency Change in Taiwan, *Tourism Management*, 24: 357-369.
- Jang, S. C. S., Hu, C. ve Bai, B. (2006). A Canonical Correlation Analysis of E-Relationship Marketing and Hotel Financial Performance, *Tourism and Hospitality Management*, 6/4: 241-250.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye Yapısı ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 8 (1): 167-182.
- Kandır, S. Y., Karadeniz, E., Özmen, M. ve Önal, Y. B. (2008). Türk Turizm Sektöründe Büyüme Göstergelerinin Turizm Şirketlerinin Finansal Performansına Etkisinin İncelenmesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (1): 211-237.
- Kobitek Kobilerin İş Portalı, http://kobitek.com/kobilerde_mali_dili_okumak_1_-_mali_analiz_ve_teknikleri, Erişim tarihi: 16.05.2013.
- Koyuncugil, A. S. ve Özgülbaş, N. (2010). Türk Turizm Sektörünün Finansal Analizi. I. Disiplinlerarası Turizm Araştırmaları Kongresi: 27-30 Mayıs 2010 (Nevşehir), 45-64.
- Kuo, M. S. ve Liang, G. S. (2011). Combining VIKOR with GRA Techniques to Evaluate Service Quality of Airports Under Fuzzy Environment, *Expert Systems with Applications*, 38: 1304-1312.
- Kültür ve Turizm Bakanlığı web sitesi, www.kultur.gov.tr, Erişim tarihi: 14.06.2013.
- Lee, M. J. ve Jang, S. C. (2007). Market Diversification and Financial Performance and Stability: A Study of Hotel Companies, *Hospitality Management*, 26: 362-375.
- Okka, O. (2012). *Analitik Finansal Yönetim*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okuyan, H. A. ve Taşcı, H. M. (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 4 (1): 105-120.
- Peker, İ. ve Baki, B. (2011). Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Türk Sigortacılık Sektöründe Performans Ölçümü, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 4/7: 1-18.
- Rodriguez, T. F. E. ve Robaina, V. P. (2004). Outsourcing and Its Impacts on Operational Objectives and Performance: A Study of Hotel in the Canary Islands, *Hospitality Management*, 23: 287-306.
- Shang, J. K., Hunt, W. T., Lo, C. F. ve Wang, F. C. (2008). E-commerce and Hotel Performance: Three-Stage DEA Analysis, *The Service Industries Journal*, 28 (4): 529-540.
- Sharma, A. ve Upneja, A. (2005). Factors Influencing Financial Performance of Small Hotels in Tanzania, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 17 (6): 504-515.
- Sofyaloğlu, Ç. (2011). Süreç Hata Modu Etkileri Analizi Gri Değerlendirme Modeli, *Ege Akademik Bakış*, 11 (1): 155-164.
- Turizm Verileri (2013). <http://www.kultur.gov.tr/Eklenti/2140,turizmverileripdf.pdf?0>, Erişim tarihi: 14.05.2013.
- TÜROFED (2010). <http://www.turofed.org.tr/PDF/uyePDFler/turkiye-turizm-verileri-TUROFED%20TURİZM%20.pdf>, Erişim tarihi: 02.06.2013.
- Uçkun, N. ve Girginer, N. (2011). Türkiye'deki Kamu ve Özel Bankaların Performanslarının Gri İlişki Analizi ile İncelenmesi, *Akdeniz İİBF Dergisi*, 21: 46-66.
- Wang, F. C., Hung, W. T. ve Shang, J. K. (2006). Measuring Pure Managerial Efficiency of International Tourist Hotel in Taiwan, *The Service Industries Journal*, 26: 59-71.
- Wang, Y. J. (2009). Combining Grey Relation Analysis with FCMGDM to Evaluate Financial Performance of Taiwan Container Lines, *Expert Systems with Applications*, 36 (2): 2424-2432.
- Wu, H. H. (2002). A Comparative Study of Using Grey Relational Analysis in Multiple Attribute Decision Making Problems, *Quality Engineering*, 159 (2): 209-217.
- Wu, W. Y., Hsiao, S. W. ve Tsai, C. H. (2008). Forecasting and Evaluating the Tourist Hotel Industry Performance in Taiwan Based on Grey Theory, *Tourism and Hospitality Research*, 18 (2): 137-152.