

## Finansal Performans ve Fiyat/Kazanç Oranı: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma

*Erdinç KARADENİZ* (<https://orcid.org/0000-0003-2658-8490>), Department of Tourism Management, Mersin University, Turkey; e-mail: [ekaradeniz@mersin.edu.tr](mailto:ekaradeniz@mersin.edu.tr)

*Levent KOŞAN* (<https://orcid.org/0000-0001-7630-6354>), Department of Tourism Management, Mersin University, Turkey; e-mail: [lkosan@mersin.edu.tr](mailto:lkosan@mersin.edu.tr)

### Financial Performance and Price to Earnings Ratio: A Research in Borsa Istanbul Tourism Companies

#### Abstract

The purpose of this study is to determine the differences in financial performance among tourism companies whose shares show different price to earnings ratios. For this purpose, tourism companies categorized with low and high price to earnings ratios were compared in terms of liquidity, solvency, activity, profitability, growth, size and stock return ratio variables. Data belonging to tourism companies listed in Borsa Istanbul for the period 2012-2018 were used in the analyses. As a result of the Mann-Whitney U test, a statistically significant difference was found between the tourism companies with high and low price to earnings ratios in terms of inventory turnover, return on asset, return on equity, return on sales, profit growth rate and stock returns.

**Keywords** : Price to Earnings Ratio, Ratio Analysis, Tourism Companies, Borsa İstanbul.

**JEL Classification Codes** : L83, Z3, O16.

#### Öz

Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketleri içinde pay senetleri yüksek ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip olanlar arasındaki finansal performans farklılıklarının tespit edilmesidir. Bu amaçla turizm şirketlerinin 2012-2018 yılları arasındaki fiyat/kazanç, likidite, finansal yapı, faaliyet, kârlılık, büyüme, büyüklük ve pay senedi getiri oranları hesaplanarak düşük ve yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketler açısından karşılaştırılmıştır. Araştırmada gerçekleştirilen Mann-Whitney U testi sonucunda fiyat/kazanç oranı yüksek ve düşük olan turizm şirketleri arasında stok devir hızı, aktif kârlılık oranı, öz sermaye kârlılık oranı, net kâr marjı, kârların büyüme oranı ve pay senedi getirileri bağlamında istatistiksel olarak anlamlı farklılık olduğu saptanmıştır.

**Anahtar Sözcükler** : Fiyat/Kazanç Oranı, Oran Analizi, Turizm Şirketleri, Borsa İstanbul.

## 1. Giriş

Günümüzde uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olan sermaye piyasaları ve bu piyasalardaki gelişmeler ekonomideki tüm aktörleri yakından ilgilendirmektedir. Sermaye piyasaları; tasarrufların menkul kıymetlere yatırılması suretiyle halkın ekonomik kalkınmaya etkin bir şekilde katılımını sağlaması, reel sektördeki şirket ve girişimlere düşük maliyetle kaynak elde tutma imkânı sunması, sermayeyi tabana yayması, özel sektörü güçlendirmesi, gerçekleşecek yatırımlarla işsizlik sorununu azaltması ve gayrisafi milli hâsılayı büyütmesi açısından ülke ekonomileri bağlamında son derece önemli bir işlev görmektedirler.

Sermaye piyasalarında özellikle şirketlerin uzun vadeli olarak gerçekleştirecekleri reel yatırımların düşük maliyetli ve uygun vadede finanse edilmesi imkânı yaratılmaktadır. Bu piyasalarda fon fazlası olan ekonomik birimler (hane halkı, şirketler, devlet ve yabancılar), fonlarını güvenilir bir şekilde fon açığı olan ekonomik birimlere (özellikle şirketler) aktarabilmektedirler. Sermaye piyasalarında fon transferini gerçekleştirmede kullanılan pay senedi, tahvil, bono gibi çok çeşitli menkul kıymet bulunmaktadır. Özellikle şirketlere ortaklık olma hakkı sağlayan pay senetleri, sahiplerine şirketin kârından pay almaya pay senedinin değerinin artması durumunda sermaye kazancı elde etme imkânı sunmaktadır. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar pay senetlerine yatırım yaparken temel, teknik, sektör ve şirket analizleri gerçekleştirmektedirler. Söz konusu analizlerdeki amaç üstlenilen riske göre en uygun getiriyi elde etmek ve pay senedi yatırımı yapılması düşünülen şirketin gelecekteki kazanma gücünü saptamaktır. Özellikle yatırım analizlerinde öncelikle finansal tablolar üzerinden hesaplanan finansal oranlar değerlendirilmekte, bu oranların yanında piyasalarda oluşan fiyat ve değerlerin ölçüldüğü piyasa çarpanları da (borsa performans oranları) kullanılmaktadır.

Borsa performans oranlarından biri olan fiyat/kazanç oranı hem finansal analistler hem de kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından pay senedi alım-satım kararlarında en fazla kullanılan oranlardan birisidir. Bunun en büyük nedeni fiyat/kazanç oranının hesaplanmasının ve yorumlanmasının kolay olmasıdır. Fiyat/kazanç oranı, sektör veya rakiplere göre düşük olan pay senetlerinin satın alınması piyasalardaki yatırımcılara önerilen bir yatırım stratejisi olabilmektedir. Çünkü düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin cari değerinin, pay senedinin gelecekte sağlayacağı getiriye göre düşük fiyatlandığı kabul edilmektedir (Liem & Basana, 2012: 7). Bu bağlamda şirket yöneticilerinin de pay senetlerinin menkul kıymet piyasalarında oluşan değerini, yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyatları ve bu fiyatların oluşumunda makroekonomik değişkenler ile şirketin finansal performansının etkilerini yakından takip etmeleri gerekmektedir. Özellikle turizm sektörü talep esnekliği ile risk ve belirsizliğin yüksek olduğu bir sektördür. Ayrıca bu sektörde sabit sermaye yatırımları büyük miktarlara ulaştığı için turizm sektöründeki şirketlerin uzun vadeli fon gereksinimleri de çok yüksektir. Bu bağlamda hem turizm şirketlerinin pay senetlerine etkin yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların hem de turizm şirket yöneticilerinin pay senetlerinin piyasada fiyatlanma düzeyini etkileyen finansal performans unsurlarını yakından takip etmeleri büyük önem arz etmektedir.

Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören turizm şirketlerinde pay senetleri yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olanlarla, düşük fiyat/kazanç oranına sahip olanlar arasındaki finansal performans farklılıklarının tespit edilmesidir. Bu amaçla 11 adet BIST turizm şirketinin 2012- 2018 yıllarına ait fiyat/kazanç oranları hesaplanmış ve ortanca değerine göre yüksek ve düşük olanlar saptanmıştır. Saptanan düşük ve yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin finansal oranları hesaplanmış ve farklılık analizine tabi tutulmuştur. Belirlenen amaçlar doğrultusunda araştırma altı bölümden oluşmaktadır. Araştırmanın ikinci bölümünde konuyla ilgili kuramsal kavram ve bilgiler sunulmuştur. Üçüncü bölümde konuyla ilgili literatür taramasının sonuçları paylaşılmıştır. Dördüncü bölümde araştırmanın verileri ve analiz yöntemi açıklanmıştır. Beşinci bölümde analiz sonucunda elde edilen bulgular sunulmuştur. Son bölümde ise genel bir değerlendirme yapılmış ve gelecek araştırmalar için öneriler geliştirilmeye çalışılmıştır.

## 2. Kuramsal Çerçeve

Fiyat/kazanç oranı, yatırım amaçlı gerçekleştirilen analizlerde mevcut ve potansiyel hissedarlar tarafından çok sık kullanılan bir orandır. Hissedarlar, menkul kıymet borsalarından satın aldıkları ya da almayı düşündükleri pay senetlerine yatırdıkları / yatıracakları paraya karşılık ne kadar kazanç elde ettiklerini / edeceklerini saptamak isterler (Bakır & Şahin, 2009: 148). Fiyat/kazanç oranı, bir şirketin her bir pay senedi başına elde edeceği kara karşılık yatırımcıların pay senedine ne kadar ödemeye hazır olduğunu veya pay senedini satın almak için ne kadar ödemesi gerektiğini göstermektedir (Şamiloğlu & Akgün, 2015: 440). Fiyat/kazanç oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Toroslu & Durmuş, 2016: 171);

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Pay Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Pay Başına Kâr} \quad (1)$$

Formülde kullanılan pay senedinin piyasa fiyatı, pay senedinin borsada işlem gördüğü fiyattır. Pay başına kâr ise şirket ortaklarının sahip oldukları her bir pay senedi başına şirketin elde ettiği net kârdan ne kadarlık bir pay aldığını göstermektedir (Toroslu & Durmuş, 2016: 171). Pay başına kazanç oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Akgüç, 2013: 522);

$$\text{Pay Başına Kazanç} = \text{Dönem Net Kârı} / \text{Dolaşımda Bulunan Pay Senedi Adedi} \quad (2)$$

Fiyat/kazanç oranının mevcut ortaklar açısından yüksek olması, potansiyel yatırımcılar açısından ise düşük olması istenir. Potansiyel yatırımcıların şirkete duyduğu güvene dayalı olarak pay senedi için ödeyeceği fiyat yükselebilmektedir (Asiri & Hameed, 2014: 1). Diğer bir ifadeyle yatırımcılar eğer şirketten yüksek bir kârlılık bekliyorlarsa, şirketin düşük riskli olduğunu kabul ediyorlarsa ve şirketin elde ettiği kârın önemli bir kısmının dağıtılmasına karşılık ortalama bir kâr payı büyüme oranına sahip olduğunu düşünüyorlarsa söz konusu şirketin pay senetlerine yüksek fiyat ödeyebilmektedirler. Ancak yüksek bir oran, pay senetlerinin piyasa değerlerinde aşırı bir şişkinliği gösterebileceği gibi, düşük bir oran ise pay senetlerinin piyasada düşük değerlendirildiğini gösterebilmektedir (Aydın vd., 2007: 108; Brealey vd., 1997: 478). Bu nedenle söz konusu oranın, aynı sektör

içerisindeki diğer şirketlere ait fiyat/kazanç oranlarıyla karşılaştırılması suretiyle değerlendirilmesi gerekmektedir (Gücenme, 2005:197).

Fiyat/kazanç oranına göre şirketlerin pay senetlerinin ucuz mu pahalı mı olduklarını ve prim potansiyellerini tespit etmek mümkündür. Yıllık kara göre şirketin son fiyat/kazanç oranı, pay senedine yapılan yatırımın kendisini amorti edeceği süreyi gösterir. Bu oran ne kadar düşükse pay için ödenen paranın geri dönüşünün o kadar kısa olduğunu gösterir. Tarihsel fiyat/kazanç oranına göre şirketin son verisi, ortalamalara göre ucuz ya da pahalı olduğunun sinyalini verir. Sektör ortalamasına göre karşılaştırma, şirketin fiyat/kazanç oranının sektöre göre ucuz mu pahalı mı olduğu gösterir. Şirketin fiyat/kazanç oranı, sektör ortalamasının altında ise sektöre göre ucuz, üzerinde ise sektöre göre pahalı olduğu kabul edilir. Borsa ortalamasına göre karşılaştırmada ise borsa ortalamasına göre şirketin fiyat/kazanç oranının ucuz mu pahalı mı olduğu saptanabilir. Şirketin fiyat/kazanç oranı, borsa ortalamasının altında ise pay senetlerinin geneline göre ucuz, üzerinde ise borsanın geneline göre pahalı olduğu kabul edilir (Yatırımcının Analiz Seti, 2018: 1).

### 3. Literatür Taraması

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde, turizm sektörü dışındaki sektörlerle yönelik araştırmaların oldukça fazla olduğu saptanmıştır. Turizm sektörüne yönelik olarak ise doğrudan fiyat/kazanç oranıyla ilgili herhangi bir araştırmaya rastlanılmamış, fiyat/kazanç oranının hesaplandığı veya kullanıldığı dolaylı araştırmaların olduğu belirlenmiştir. Bu bölümde konuyla ilgili literatür taramasının sonuçları turizm sektörü dışındaki sektörlerle yönelik araştırmalar ve turizm sektörüne yönelik gerçekleştirilen araştırmalar olmak üzere iki alt başlıkta sunulmaya çalışılmıştır.

#### 3.1. Turizm Sektörü Dışındaki Diğer Sektörlere Yönelik Gerçekleştirilen Araştırmalar

Literatür incelendiğinde, turizm sektörü dışındaki diğer sektörlerle yönelik olarak fiyat/kazanç oranıyla ilgili belirli başlıklar altında araştırmalar yapıldığı gözlemlenmiştir. Gerçekleştirilen araştırmalarda; fiyat/kazanç oranını etkileyen değişkenler, fiyat/kazanç oranı ile pay senedi getirileri ve değerleri, kâr payı dağıtımı, şirket değeri ve şirket büyüklüğü arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Yine düşük ve yüksek fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin performansları arasındaki farklılıklar ve fiyat/kazanç oranının hesaplanması ile fiyat/kazanç oranı kullanılarak şirket değerlendirilmesi gibi konular üzerinde durulduğu gözlemlenmiştir.

Nicholson (1960), finans sektörü dışındaki 100 adet şirketin pay senetlerinin 1939-1959 yılları arasındaki fiyat/kazanç oranlarını hesaplayarak söz konusu oranları küçükten büyüğe doğru 5 adet kartile ayırmıştır. Daha sonra 5 adet kartildeki pay senetlerinin fiyat değişimlerini belirlemiş ve en düşük fiyat/kazanç oranından en yüksek fiyat/kazanç oranına sahip pay senedi fiyat değişimlerini karşılaştırmıştır. Bu işlemi kimya sektörü özelinde 29 kimya şirketinin pay senetleri üzerinde de gerçekleştirmiştir. Araştırma sonucunda en düşük fiyat/kazanç oranına sahip 20 pay senedinin bütün analiz döneminde, en yüksek fiyat/kazanç oranına sahip 20 pay senedine göre daha yüksek değerlendirildiği saptanmıştır.

McWilliams (1966), 1953-1964 tarihleri arasındaki 300 adet pay senedini, fiyat/kazanç oranlarına göre düşük ve yüksek olmak üzere iki ayrı portföye ayırarak getiri farklılıklarını incelemiştir. Araştırma sonucunda düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinden oluşan portföyün daha yüksek bir performans gösterdiği saptanmıştır. Bireysel olarak pay senetleri incelendiğinde de düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin satış sürecinde kazançlarına göre daha yüksek prim sağladıkları belirlenmiştir.

Basu (1977), fiyat/kazanç oranı düzeyi ile pay senetleri getirileri arasındaki finans teorisinde kabul edilen ters ilişkinin varlığını araştırmıştır. Bu bağlamda New York Borsası'nda 1956-1971 yılları arasında işlem gören imalat şirketlerinde düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin getirilerinin, yüksek fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerine göre daha yüksek gerçekleşip gerçekleşmediğini test etmiştir. Araştırma sonucunda düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin pay senetlerinin, yüksek fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerine göre daha yüksek getiri sağladıkları saptanmış ve bu açıdan yatırımcıların düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerine yatırım yapması gerektiğini vurgulanmıştır.

Basu (1983), 1977 yılında gerçekleştirdiği ve yukarıda özetlenen araştırmasındaki veri setine şirket büyüklüğünü ekleyerek analizini tekrarladığında bu sefer yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin pay senetlerinin, düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerine göre daha yüksek getiri sağladıklarını saptamıştır.

Tseng (1988), 1975Q4-1985Q4 tarihleri arasında fiyat, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değerlerine göre oluşturulmuş portföylerde riske göre düzeltilmiş pay senedi getirilerini incelemiştir. Araştırma sonucunda düşük fiyat, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değerlerine sahip portföylerin, yüksek olanlara göre daha yüksek pay senedi getirisi sağladığı saptanmıştır.

Ramcharran (2002), gelişmekte olan 21 ülke piyasasında, ülkelerin ekonomik büyüme ve kredi risklerinin, pay senetlerinin fiyat/kazanç oranlarına etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda ekonomik büyüme ve kredi risk düzeylerinin fiyat/kazanç oranını etkilediği saptanmış ve bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye yönelik politikaların önemsenmesi gerektiği vurgulanmıştır.

Ahmed (2003), S&P 500 endeksinde yer alan şirketlerde fiyat/kazanç oranı ile yıllık pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranı ile yıllık pay senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır.

Aras & Yılmaz (2008), 1997-2003 yılları arasında 12 adet gelişmekte olan ülke piyasasında pay senedi getirilerinin tahmininde fiyat/kazanç oranı, temettü oranı ve piyasa değeri / defter değeri oranının tahmin gücünü incelemiştir. Araştırma sonucunda piyasa değeri / defter değeri oranının gelecek 12 aylık dönemdeki pay senedi getirilerini en güçlü tahmin eden değişken olduğu, daha sonra temettü oranının ve en düşük ise fiyat/kazanç oranının olduğu saptanmıştır. Araştırmada ayrıca fiyat/kazanç oranı, sadece 4 gelişmekte olan ülke piyasalarında (Polonya, Güney Afrika, Tayvan ve Türkiye) pay senedi getirilerini

tahmin etme gücü istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Türkiye özelinde ise fiyat/kazanç oranı ile bir sonraki 12 aylık dönem pay senedi getirileri arasında negatif bir ilişki saptanmıştır.

Horasan (2009), Borsa İstanbul'da 2000-2006 yılları arasında Ulusal-30 endeksinde işlem gören şirketlerde fiyat/kazanç oranının bir sonraki dönemdeki pay senedi kapanış fiyatına ve pay senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranının bir sonraki dönemdeki pay senedi kapanış fiyatı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu buna karşın bir sonraki dönemdeki pay senedi getirisi üzerinde de negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır.

Kumar & Warne (2009), Hindistan sermaye piyasasında işlem gören şirketlerde fiyat/kazanç oranını etkileyen değişkenleri belirlemeye çalışmışlardır. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranını en fazla etkileyen değişkenlerin; piyasa fiyatlarındaki değişkenlik, şirket büyüklüğü, kaldıraç oranı ve piyasa fiyatlarındaki büyüme oranı olduğu saptanmıştır.

Nargelecekenler (2011), Borsa İstanbul'da 2000-2008 döneminde işlem gören çeşitli sektör şirketlerinin fiyat/kazanç oranları ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda bazı sektörlerde altışar aylık dönem için bazı sektörlerde ise üçer aylık dönem için fiyat/kazanç oranları ile pay senedi fiyatları arasında bir ilişki saptanmıştır. Üçer aylık dönemde de metal eşya sanayi sektörü dışında anlamlı ilişki bulunan tüm sektörlerde düşük fiyat/kazanç oranı ilişkisinin geçerli olduğu, diğer bir ifadeyle düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin yüksek getiriye sahip oldukları belirlenmiştir.

Afsa & Tahir (2012), Pakistan kimya sektöründe faaliyet gösteren şirketlerde 2005-2009 yılları arasında fiyat/kazanç oranını etkileyen değişkenleri saptamak amacıyla bir araştırma gerçekleştirmişlerdir. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranını en güçlü olarak etkileyen değişkenlerin pay başına temettü oranı ile Tobin Q oranı olduğu belirlenmiştir.

Özçomak & Gündüz (2012), Borsa İstanbul'da işlem gören imalat şirketlerinde borsa performans oranları ile diğer finansal oranlar arasındaki ilişkileri kanonik korelasyon analiziyle incelemiştir. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranı özelinde, kâr payı verim oranı, pay başı kazanç oranı, öz sermaye karlılığı, net kâr marjı ve stok devir hızı ile fiyat/kazanç oranı arasında negatif ama anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. Buna karşın cari oran ve kaldıraç oranıyla fiyat/kazanç oranı arasında pozitif ama anlamlı olmayan bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Emamgholipour vd. (2013), Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda 2006-2010 yılları arasında işlem gören 80 şirketin pay senedi getirileri ile borsa performans oranları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırma sonucunda pay senedi başına kazanç oranı ile pay senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki saptanırken, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri / defter değeri oranları ile pay senedi getirileri arasında negatif bir ilişki saptanmıştır.

Arslan vd. (2017), Borsa İstanbul'da 2000-2014 yılları arasında işlem gören 186 şirketin fiyat/kazanç oranlarını etkileyen değişkenleri saptamaya çalışmışlardır. Araştırma sonucunda, tahmini temettü verimi oranının fiyat/kazanç oranını en fazla etkileyen değişken olduğu saptanmıştır. Yine yatırımları hızla artan ve büyüyen şirketlerin fiyat/kazanç oranının

yükseldiği buna karşın kaldıraç oranları ile çalışma sermayesi gereksinimi artan şirketlerin ise fiyat/kazanç oranlarının düştüğü saptanmıştır.

Yaman vd. (2017), Borsa İstanbul'da işlem gören gıda şirketlerinin pay senedi getirileri ile finansal oranları arasındaki ilişkileri 2006-2015 yılları ve 2008 küresel finansal krizi öncesi ve sonrası dönem için incelemiştir. Araştırma sonucunda, pay senedi getirileri üzerinde anlamlı etkiye sahip finansal oranların tüm dönem için; cari oran, fiyat/kazanç oranı ve pay başına kazanç oranı olduğu saptanmıştır. Kriz öncesi dönem için; cari oran ve fiyat/kazanç oranı, kriz sonrası dönem için ise; cari oran, fiyat/kazanç oranı ve pay başına kazanç oranı oldukları belirlenmiştir.

### 3.2. Turizm Sektörüne Yönelik Gerçekleştirilen Araştırmalar

Fiyat/kazanç oranıyla ilgili olarak turizm sektörüne yönelik literatür incelendiğinde, doğrudan fiyat/kazanç oranıyla ilgili araştırmalar yerine dolaylı olarak fiyat/kazanç oranlarının farklı finansal performans verileriyle incelendiği araştırmaların varlığı dikkat çekmektedir.

Singh & Schmidgall (2002), otelcilik sektöründeki finans yöneticilerinin finansal oranlara verdikleri önem düzeyini farklı otel grupları açısından incelemiştir. Araştırma sonucunda, fiyat/kazanç oranının, yedi adet finansal performans oranı içinde en önemli üçüncü oran olarak belirtildiği saptanmıştır. Ayrıca fiyat/kazanç oranının zincir otellerde en önemli finansal performans oranı olarak kabul edildiği belirlenmiştir.

Kim & Ayoun (2005), turizm sektörünün alt sektörleri olan konaklama, restoran, havayolu ve eğlence sektörlerindeki şirketlerin 1997-2001 yılları arasındaki finansal performanslarını oran analizi yöntemiyle karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranı özelinde en az dalgalanmayı restoran alt sektöründeki şirketlerin fiyat/kazanç oranlarının gösterdiği (3,9 - 9,4 arası), konaklama alt sektöründeki otellerin ise en yüksek dalgalanmayı gösterdiği (-40,0 - 41,0) saptanmıştır. Araştırmada ayrıca fiyat/kazanç oranlarının ortalaması; otellerde 15,47, restoranlarda 8,63, rekreasyon ve eğlence şirketlerinde -20,07 ve havayolu şirketlerinde 16,45 olarak hesaplanmıştır.

Akmeşe vd. (2016), Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketleri içinde sosyal medya kullanım durumları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla öncelikle analiz kapsamındaki 11 turizm şirketinin 4 tanesinin etkin olarak sosyal medya kullandığı, 7 tanesinin ise kullanmadığı belirlenmiştir. Daha sonra bu iki grup arasında net satışlar, net kar, piyasa değeri, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri / defter oranı ve piyasa değeri / net satışlar oranı bağlamında anlamlı bir fark olup olmadığı Mann-Whitney U testiyle incelenmiştir. Araştırma sonucunda sosyal medyayı etkin kullanan şirketler ile kullanmayan şirketler arasında net kar, piyasa değeri, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri / net satışlar oranı bağlamında istatistiksel olarak anlamlı farklılık saptanmıştır. Bununla birlikte sosyal medyayı daha etkin olarak kullanan turizm şirketlerinin fiyat/kazanç oranlarının daha yüksek olduğu saptanmıştır.

Bhamornsathit & Katawandee (2016), 2010-2014 yılları arasında Tayland Borsasında işlem gören otellerin finansal performanslarını oran analizi yöntemiyle ölçerek ASEAN Ekonomik İşbirliği ülkelerindeki benzer şirket ortalamalarıyla karşılaştırmışlardır. Araştırmada hesaplanan finansal oranlardan birisi de fiyat/kazanç oranıdır. Söz konusu oran açısından analiz kapsamındaki otellerin değerlerinin analiz sürecinde dalgalanma gösterdiği ve 14,77 ile 48,31 değerleri arasında yer aldığı ortalama olarak da 30,15 olduğu saptanmıştır. Otellerin 2014 yılındaki fiyat/kazanç oranı oranları karşılaştırıldığında, Tayland borsasında işlem gören otellerin fiyat/kazanç oran ortalamasının (32,68), Singapur'daki otellerin fiyat/kazanç oran ortalamasından (29,34) daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Padmashantha & Karunarathne (2016), Sri Lanka'da faaliyet gösteren turizm şirketlerinde kâr payı dağıtım politikasının finansal performansa etkisini analiz etmişlerdir. Araştırma sonucunda fiyat/kazanç oranı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki saptanamamış ancak aktif karlılığı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Altın & Süslü (2018), Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarını düzeltilmiş en küçük kareler yöntemi ve oran analizi kullanarak ölçmüşlerdir. 2017 yılına ait 8 turizm şirketinin fiyat/kazanç oranının da hesaplandığı araştırma sonucunda 5 şirketin fiyat/kazanç oranının sıfır olduğu saptanmış ve bunun nedeninin turizm şirketlerinin maruz kaldıkları jeopolitik riskler nedeniyle oluşan faaliyet zararları olduğu vurgulanmıştır. Yine fiyat/kazanç oranı açısından en yüksek değere sahip şirketin Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş. olduğu saptanmıştır.

#### 4. Veri ve Yöntem

Bu araştırmanın temel amacı; BIST'te pay senetleri işlem gören turizm şirketleri içinde yüksek fiyat/kazanç oranı ile düşük fiyat/kazanç oranlarına sahip olanlar arasındaki finansal performans farklılıklarının tespit edilmesidir. Bu doğrultuda araştırmanın örneklemini; BIST Lokanta ve Oteller alt sektöründe işlem gören 11 adet turizm şirketi oluşturmaktadır. Söz konusu turizm şirketleri ağırlıklı olarak konaklama faaliyetleri olmak üzere yiyecek-içecek işletmeciliği, ulaştırma, turizm yatırımı, inşaat, taahhüt ve kiralama gibi alanlarda faaliyet göstermektedirler. Tablo 1'de BIST Lokanta ve Oteller alt sektöründe işlem gören ve analiz kapsamında incelemeye dâhil edilen turizm şirketlerinin isimleri verilmektedir.

**Tablo: 1**  
**Analiz Kapsamındaki Turizm Şirketleri**

1. Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.
2. Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler A.Ş.
3. Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş.
4. Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş.
5. Martı Otel Şirketleri A.Ş.
6. Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.
7. Metemtur Otelcilik ve Turizm Şirketleri A.Ş.
8. Petrokent Turizm A.Ş.
9. Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.
10. Ulaşlar Turizm Yatırım ve Dayanıklı Tüketim Malları A.Ş.
11. Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.



Analiz kapsamındaki BIST turizm şirketlerinin hesaplamalarda kullanılan finansal verilerine Kamuyu Aydınlatma Platformu internet adresinden (www.kap.gov.tr), ve Thomson Reuters Eikon Veri Tabanından ulaşılmıştır. Analiz sürecinde öncelikle şirketlerin 2012-2018 yıllarına ait fiyat/kazanç oranları yıllık olarak hesaplanmıştır. Fiyat/kazanç oranlarının yıllık olarak hesaplanmasının nedeni, turizm sektörünün mevsimsellik özelliği gereği özellikle yaz dönemlerindeki finansal verilerinin kış dönemindeki finansal verilerine göre daha büyük dalgalanma göstermesi ve bu nedenle finansal verilerin karşılaştırılmasını güçleştirmesidir. Bu bağlamda 11 şirket ve 7 yıl üzerinden 77 adet fiyat/ kazanç oranı hesaplanmıştır. Hesaplanan fiyat/kazanç oranları içerisinde negatif değer alan 37 tanesi analiz kapsamı dışında tutulmuş ve pozitif olan 40 tanesi dikkate alınmıştır. Analiz kapsamındaki 40 adet fiyat/kazanç oranı içerisinde çok yüksek veya çok düşük uç değerler bulunduğu için yüksek ve düşük gruplamasını doğru yapabilmek için aritmetik ortalama yerine ortanca (medyan) değeri dikkate alınmıştır. Bu bağlamda analiz kapsamındaki 40 adet fiyat/kazanç oranının ortanca değeri 11,10 olarak hesaplanmış ve bu değer altında fiyat/kazanç oranları düşük, üstünde olan fiyat/kazanç oranları ise yüksek olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla 20 adet düşük fiyat/kazanç oranı, 20 adet ise yüksek fiyat/kazanç oranı saptanmıştır. Daha sonra yüksek ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlere ait 12 adet finansal oran hesaplanmıştır. Bu oranlar şirketlerin likidite, finansal yapı, faaliyet, kârlılık, büyüme, büyüklük ve pay senedi getirisi performanslarına yönelik bilgi vermektedir. Söz konusu finansal oranlar, hesaplanma şekilleri ve hesaplanma amaçları Tablo 2’de sunulmaktadır.

**Tablo: 2**  
**Analizde Hesaplanan Finansal Oranlar**

Finansal Oran Adı	Hesaplanma Şekli	Hesaplanma Amacı
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Şirketin dönen varlıklarıyla kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek.
Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Şirketin satışlarının durması durumunda kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek.
Nakit Oran	(Hazır Değerler + Serbest Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Şirketin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumunda kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek.
Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ticari Alacaklar	Şirketin alacaklarının yılda kaç defa tahsil ettiğini ölçmek.
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Stok Miktarı	Şirketin stoklarını yılda kaç defa satışa dönüştürdüğünü ölçmek.
Kaldıraç Oranı	Yabancı Kaynaklar / Aktif (Kaynak)Toplamı	Şirketin varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ve bu bağlamda finansal riskini ölçmek.
Aktif Kârlılık Oranı	Net Kâr / Aktif Toplamı	Şirketin, aktiflerini ne ölçüde karlı kullandığını ölçmek.
Öz Sermaye Kârlılık Oranı	Net Kâr / Öz Sermaye Toplamı	Ortakların şirkete koydukları sermayenin bir birimine isabet eden net kâr oranını ölçmek.
Net Kâr Marjı	Net Kâr / Net Satışlar	Şirketin net satışları üzerinden sağladığı net kârın yüzdesini ölçmek.
Büyüklük	Ln (Aktif Toplamı)	Şirketin aktif toplamı açısından büyüklüğünü ölçmek.
Kârdaki Büyüme Oranı	(Cari Dönem Kâr - Önceki Dönem Kâr) / Önceki Dönem Kârı	Şirketin cari net kârının bir önceki dönem göre değişimini ölçmek.
Pay Senedi Getirisi	(Dönem Sonu Fiyat - Dönem Başı Fiyat + Kâr Payı) / Dönem Başı Fiyat	Şirketin pay senedi sahiplerinin belirli bir dönemde elde ettiği pay senedi getirisini ölçmek.

*Kaynak: (Şamiloğlu & Akgün, 2015: 424-440; Bakır & Şahin, 2009: 137-147; Toroslu & Durmuş, 2016: 167-175; Akgüç, 2013: 521-523).*

Tablo 2’de sunulan 12 adet finansal oran, düşük ve yüksek fiyat/kazanç oranlarına sahip turizm şirketleri açısından hesaplandıktan sonra bu iki grup arasında finansal oranlar bağlamında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı saptanmaya çalışılmıştır. Farklılık testinin gerçekleştirilmesinde normal dağılım varsayımı altında parametrik testlerden iki grubun ortalamalarının karşılaştırıldığı t-testi’nin uygulanması gerekir. Ancak

verilerin öncelikle normal dağılıp dağılmadığının belirlenmesi önem arz etmektedir. Verilerin normal dağılıp dağılmadığını anlamak amacıyla büyük gruplar için Kolmogorov-Smirnov, küçük gruplar için ise Shapiro-Wilk normallik testleri gerçekleştirilmektedir. Bu araştırmada küçük gruplar için önerilen Shapiro-Wilk normallik testi uygulanmıştır. Shapiro-Wilk normallik test sonuçları Tablo 3’de sunulmaktadır.

**Tablo: 3**  
**Yüksek ve Düşük Fiyat/Kazanç Oranlarına Sahip Şirketlerin Finansal Oranları Üzerinde Uygulanan Shapiro-Wilk Normallik Test Sonuçları**

Finansal Oranlar	Yüksek F/K Şirket Grubu			Düşük F/K Şirket Grubu		
	İstatistik	df	p	İstatistik	df	p
Cari Oran	0,819	20	0,000	0,826	20	0,002
Asit-Test Oranı	0,818	20	0,001	0,718	20	0,000
Nakit Oran	0,680	20	0,000	0,616	20	0,000
Kaldıraç Oranı	0,749	20	0,000	0,788	20	0,000
Alacak Devir Hızı	0,570	20	0,000	0,632	20	0,000
Stok Devir Hızı	0,817	20	0,002	0,536	20	0,000
Aktif Kârlılık Oranı	0,846	20	0,005	0,726	20	0,000
Öz Sermaye Kârlılık Oranı	0,852	20	0,006	0,753	20	0,000
Net Kâr Marjı	0,893	20	0,007	0,545	20	0,000
Büyükük (Aktif)	0,935	20	0,009	0,975	20	0,021
Karların Büyüme Oranı	0,908	20	0,008	0,847	20	0,004
Pay Senedi Getirisi	0,825	20	0,004	0,978	20	0,024

Tablo 3 incelendiğinde gerçekleştirilen Shapiro-Wilk test sonucunda her iki grup açısından da finansal oranların veri dağılımının anlamlılık düzeyinin 0,05’ten küçük olduğu ( $p < 0,05$ ) ve her iki grubun finansal oranlarının normal dağılıma sahip olmadığı görülmektedir. Bu nedenle veriler, farklılık analizinde kullanılan t-testinin parametrik olmayan alternatifi olan Mann-Whitney U testine tabi tutulmuştur. Mann-Whitney U testi, normal dağılım özelliği göstermeyen bir dağılımda iki bağımsız grup ortalamalarını karşılaştırmak amacıyla kullanılan parametrik olmayan bir yöntemdir. Bu test, sürekli değişkenlerin iki grup içerisinde değerlerini sıralı hale dönüştürür. Böylece, iki grup arasındaki sıralamanın farklı olup olmadığını değerlendirilir. Değerler sıralı hale dönüştürüldüğü için, değerlerin asıl dağılımları önemli değildir (Karagöz, 2010: 23; Akmeşe vd., 2016: 708). Verilerin analizinde SPSS istatistiki paket programı kullanılmış ve anlamlılık düzeyi 0,01 ve 0,05 olarak kabul edilmiştir.

## 5. Bulgular

Araştırmanın bu bölümünde, öncelikle BIST’te işlem gören 11 konaklama şirketinin 2012-2018 yılları arasındaki analiz kapsamındaki fiyat/kazanç oranlarının minimum, maksimum, ortalama, ortanca ve standart sapma değerleri hem genel olarak hem de yüksek ve düşük fiyat/kazanç oran grupları açısından Tablo 4’de sunulmaktadır. Tablo 4 incelendiğinde analiz kapsamındaki turizm şirketlerinin 2012-2018 yılları arasındaki fiyat/kazanç oranlarının minimum 0,01 maksimum 63,73 olarak değer aldığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle 2012-2018 yılları arasında analiz kapsamındaki şirketlerin pay senedi fiyatlarının, pay başı kazancına göre minimum 0,01 katı, maksimum ise 63,73 katı kadar fiyatlandığını söylemek mümkündür. Tüm örneklemin fiyat/kazanç oranı ortalaması 15,99 ortanca değeri 11,10 olarak, standart sapması ise 16,79 olarak saptanmıştır. Standart

sapmanın yüksek olması BIST turizm şirketlerinin pay senedi fiyatlamalarının dalgalı bir seyir izlediğini göstermektedir.

**Tablo: 4**  
**Fiyat/Kazanç Oranlarına Ait Özet İstatistikler**

Finansal Oran Adı	n	Minimum	Maksimum	Ortalama	Ortanca	St. Sap.
Fiyat/Kazanç Oranı	40	0,01	63,73	15,99	11,10	16,79
Düşük Fiyat/Kazanç Oranı	20	0,01	10,80	3,14	2,05	3,23
Yüksek Fiyat/Kazanç Oranı	20	11,40	63,73	28,85	26,29	14,84

Tablo 4'te sunulan düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin ise analiz döneminde maksimum 10,80 değerini aldığı, ortalamasının ise 3,14 olduğu görülmektedir. Yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlere ait fiyat/kazanç oranlarının ise minimum 11,40 değerini aldığı, ortalamasının 28,85 ve ortanca değerinin 26,29 olduğu görülmektedir. Standart sapma değerlerine bakıldığında; yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin standart sapmalarının yüksek, düşük fiyatlanmış pay senetlerine sahip şirketlerin fiyat/kazanç oranlarının ise daha düşük standart sapmaya sahip oldukları görülmektedir. Bu bağlamda yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin pay senetlerinin piyasa fiyatlamasının daha dalgalı bir seyir izlediğini söylemek mümkündür.

Tablo 5'te ise 2012-2018 yılları arasında yüksek ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlere ait hesaplanan 12 adet finansal oranın ortalama değerleri ve analiz sürecinde finansal oranlar bağlamında farklılık olup olmadığına dair gerçekleştirilen Mann-Whitney U testine ait sonuçlar yer almaktadır.

**Tablo: 5**  
**Düşük ve Yüksek Fiyat/Kazanç Oranına Sahip Şirketlerin Finansal Oranları Arasındaki Farklılık Analizi Sonuçları**

Oranlar	Yüksek F/K Şirket Ortalaması (n=20)	Düşük F/K Şirket Ortalaması (n=20)	Mann-Whitney U Değeri	Z Değeri	p Değeri
Cari Oran	4,79	4,48	184	-0,419	0,674
Asit-Test Oranı	4,76	3,62	193,5	0,162	0,873
Nakit Oran	3,21	2,10	142	1,555	0,118
Kaldıraç Oranı	0,18	0,31	179	-0,554	0,582
Alacak Devir Hızı	38,52	37,74	158	-0,095	0,920
Stok Devir Hızı	130,42	40,82	28	3,255	0,007*
Aktif Karlılık Oranı	0,05	0,17	83,5	-3,138	0,002*
Öz Sermaye Karlılık Oranı	0,07	0,32	84,5	-3,110	0,002*
Net Kâr Marjı	0,30	1,35	104,5	2,099	0,036**
Büyüklik (Aktif)	18,18	17,52	112,5	2,353	0,018**
Karların Büyüme Oranı	0,67	2,26	123,5	-2,056	0,039**
Pay Senedi Getirisi	-0,09	0,16	110	-2,420	0,015**

\* 0,01 düzeyinde anlamlıdır; \*\* 0,05 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 5 incelendiğinde pay senetleri yüksek ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketleri arasında; stok devir hızı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılık oranları bağlamında 0,01 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu görülmektedir. Bununla beraber her iki grup arasında net kâr marjı, aktif büyüklüğü, kârların büyüme oranı ve pay senedi getirisi bağlamında 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu görülmektedir. Buna karşın cari oran, asit-test oranı, nakit

oran, kaldıraç oranı ve alacak devir hızı oranları açısından iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı görülmektedir.

Analiz kapsamındaki incelenen iki gruptaki şirketlerin finansal oranlarının ortalamaları incelendiğinde; pay senetleri yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin cari oran, asit-test oranı, nakit oranı, alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif büyüklüğü ortalamasının pay senetleri düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Buna karşın kaldıraç oranı, aktif kârlılık oranı, öz sermaye kârlılık oranı, net kâr marjı, kârların büyüme oranı ve pay senedi getirisinin pay senetleri düşük olarak fiyatlanmış şirketlerde ise daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir.

## 6. Sonuç

Günümüzde sermaye piyasaları özellikle şirketlerin uzun dönemdeki reel yatırımlarının finansmanının sağlanması, fon transferinin etkin, düşük maliyetli ve uygun koşullarla temin edilmesi ve ulusal ekonominin gelişmesi bağlamında kritik bir role sahiptirler. Sermaye piyasalarının etkin olabilmesi, bu piyasaların gelişebilmesi açısından son derece önemlidir. Sermaye piyasalarında etkinliğin sağlanmasında önemli bir gereklilik asimetrik bilginin olmaması ve piyasada oluşan fiyatların bilgileri doğru yansıtmasıdır. Piyasalarda fon fazlası bulunan yatırımcılar fon fazlalıklarını, sermaye piyasalarında fon transferinin gerçekleştirilmesinde kullanılan pay senetleri, tahvil, bono vb. menkul kıymetler aracılığıyla risk ve getiri beklentilerini karşılayacak şekilde fon gereksiniminde olan ekonomik birimlere aktarmaktadırlar. Menkul kıymetler içerisinde önemli bir yatırım aracı olan pay senetlerine yatırım yapılırken, ortaklık hakkı sağlamak, kâr payı getirisi veya sermaye kazancı elde etmek ve yönetime katılma gibi haklardan yararlanmak amaçlanmaktadır. Pay senetlerine yatırım sürecinde şirketin gelecekteki kazanma gücü, pay senedi getirisi ve sermaye kazancı sağlama potansiyeli belirlenmeye çalışılmaktadır. Sermaye piyasalarında pay senetlerine yatırım kararı alınırken en fazla kullanılan göstergelerden birisi fiyat/kazanç oranıdır. Fiyat/kazanç oranı piyasadaki yatırımcıların, piyasada işlem gören şirketlerin sunduğu pay başına kazancına karşılık ne kadarlık bir fiyat ödemeye razı olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda fiyat/kazanç oranı, şirketlerin işlem gören pay senetlerinin fiyatının pahalı mı yoksa ucuz mu olduğunu net bir şekilde göstermektedir. Fiyat/kazanç oranlarına göre, şirketlerin pay senetlerinin pahalı veya ucuz olup olmadığı belirlenirken sektör ortalamasına göre, yıllık net kara göre, tarihsel fiyat/kazanç oranına göre veya borsa ortalamasına göre karşılaştırma yapılabilmektedir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören turizm şirketlerinde pay senetleri yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olanlarla, düşük fiyat/kazanç oranına sahip olanlar arasındaki finansal performans farklılıkları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda 11 adet BIST turizm şirketinin 2012-2018 yıllarına ait fiyat/kazanç oranları hesaplanmış ve genel sektör ortanca değerine göre yüksek ve düşük olan olanlar saptanmıştır. Analizde öncelikle BIST turizm şirketlerinin fiyat/kazanç oranlarının ortanca değeri sektör ortalaması olarak hesaplanmıştır. Ortanca değere göre 20 adet yüksek fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketi, 20 adet de düşük fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketi olduğu tespit edilmiştir. Daha sonra bu iki gruptaki şirketlerin; likidite durumunu,

faaliyetlerinin verimliliğini, finansal yapılarını, kârlılık performanslarını, şirket büyüklüğünü, kârların büyümesini ve pay senedi performansını ölçen 12 adet finansal oran hesaplanmış ve bu oran ortalamalarının her iki grup açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığa sahip olup olmadığı analiz edilmeye çalışılmıştır.

Analiz sürecinde BIST turizm şirketlerinin fiyat/kazanç oranlarının ortalama değeri 15,99, ortanca değeri ise 11,10 olarak hesaplanmıştır. Fiyat/kazanç oranının analiz sürecinde minimum 0,01 maksimum ise 63,73 şeklinde değer aldığı ve standart sapmasının yüksek olduğu saptanmıştır. Bu bulgu, Kim & Ayoun (2005) çalışmasında otellerin fiyat/kazanç oranlarındaki standart sapmanın yüksek çıkması sonucuyla paralellik göstermektedir.

Araştırmada turizm şirketlerinin likidite performansını belirleyebilmek için her iki gruptaki şirketlerin cari, asit-test ve nakit oranları hesaplanarak ortalamaları belirlenmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde pay senetleri yüksek fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketlerine ait likidite oran ortalamalarının, düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlere göre daha yüksek gerçekleştiği ancak her iki grubun ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı saptanmıştır. Pay senetleri yüksek fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketlerine ait likidite oran ortalamalarının, düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlere göre daha yüksek gerçekleştiği bulgusu finans teorisiyle paralellik göstermektedir. Finans teorisine göre bir şirketin fiyat/kazanç oranı, şirketin riski azaldıkça yükselmektedir (Aydın vd., 2017: 113). Şirketlerin kısa vadeli borç ödeme gücünü ve çalışma sermayesi yeterliliğini, diğer bir ifadeyle likidite riskini ölçen oranların yüksek olması şirketin likidite riskinin düştüğü anlamına gelmektedir. Bu bağlamda likidite riski daha düşük olan şirketlerin pay senetlerine piyasada yatırımcılar tarafından daha yüksek fiyat ödendiğini söylemek mümkündür. Elde edilen bu bulgu daha önce gerçekleştirilen araştırma bulgularıyla da (Arslan vd., 2017; Özçomak & Gündüz, 2012) paralellik göstermektedir.

Araştırmada finansal yapı durumunu ve finansal risk düzeyini her iki grup açısından belirleyebilmek için kaldıraç oranı hesaplanmış ve bu oran açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde düşük fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketlerinin kaldıraç oranlarının daha yüksek olduğu belirlenmiş ancak kaldıraç oranlarında her iki grup şirket açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık saptanmamıştır. Bu bağlamda finansmanda daha fazla yabancı kaynağa yer veren turizm şirketlerinin daha fazla finansal risk taşıdığı için piyasadaki yatırımcılar tarafından daha düşük fiyatlandığını söylemek mümkündür. Elde edilen bu sonuç da finans teorisiyle uyumludur (Aydın vd., 2017: 113). Günümüzde önemli risk unsurlarında birisi olan finansal riskin şirketler açısından yükselmesi, yatırımcıları şirketlerin pay senetlerine daha düşük fiyat ödemeye yöneltmektedir. Elde edilen bu bulgu daha önce gerçekleştirilen araştırma bulgularıyla da (Arslan vd., 2017) paralellik göstermektedir.

Şirket faaliyetlerindeki verimliliğini her iki grup açısından ölçmek için alacak devir hızı ve stok devir hızı oranları hesaplanmış ve bu oranlar açısından her iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiştir. Alacak devir hızı açısından yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin alacak devir hızlarının daha yüksek olduğu ancak düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin ortalamasıyla istatistiksel olarak

anlamli bir fark olmadığı belirlenmiştir. Bu bağlamda alacak tahsilât başarısı daha yüksek olan şirketlerin pay senetlerinin daha yüksek fiyatlandığını söylemek mümkündür. Ancak alacak tahsilât başarısındaki bu farklılık istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Elde edilen söz konusu bulgu yine finans teorisiyle uyumludur. Alacakların tahsilât riskini de gösteren bu orandaki yükselme, alacak tahsilât riskini azaltmakta aynı zamanda şirketin likidite riskini de olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla alacak tahsilât başarısı yüksek olan şirketlerin yatırımcılar tarafından daha güvenilir buldukları için pay senetlerine daha yüksek fiyat ödemeyi kabul ettikleri söylenebilir. Stok devir hızı bağlamında yüksek fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketlerinin ortalamasının daha yüksek gerçekleştiği ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip turizm şirketlerinin ortalamasıyla istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğu saptanmıştır. Bu bağlamda stokların etkin kullanılıp kullanılmadığını ve yine likidite riskini belirlemek için hesaplanan bu oran açısından daha başarılı olan şirketlerin pay senetlerine, yatırımcıların daha yüksek fiyat ödedikleri söylenebilir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuç finans teorisiyle uyumludur ve daha önce gerçekleştirilen Özçomak & Gündüz (2012) çalışmasıyla paralellik göstermektedir.

Kârlılık performansını her iki grup açısından belirleyebilmek için aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, net kâr marjı ve net kârdaki büyüme oranları hesaplanmış ve bu oranlar açısından her iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin kârlılık oranları ile net kârdaki büyüme oranlarının daha yüksek gerçekleştiği ve kârlılık performansını açısından her iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu saptanmıştır. Finans teorisiinde kârlılık performansının gelecek yıllarda artacağı beklentisiyle düşük karlı olan şirketlerin pay senetlerine daha yüksek fiyat ödenebileceği gibi, fiyat/kazanç oranının yüksek bir değer olması kârlardaki veya kâr payı büyüme oranının yüksek olmasına dayanıyorsa kabul edilebilir bir durum olduğu ifade edilmektedir (Günay, 2019:224). Bu bağlamda daha düşük karlılığa ve net kârdaki büyüme oranına sahip şirketlerin pay senetlerinin daha yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olması yatırımcıların rasyonel olarak pay senetlerini fiyatlayamadıklarını ve daha çok spekülâtif olarak pay senetlerine yatırım yaptıklarını göstermektedir. Elde edilen bu sonuç öz sermaye karlılığı ve net kâr marjı oranları açısından Özçomak & Gündüz (2012) çalışmasıyla paralellik göstermektedir.

Şirket büyüklüğü bağlamında her iki grup açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirleyebilmek için her iki gruptaki şirketlerin aktif toplamalarının doğal logaritması hesaplanmıştır. Gerçekleştirilen analiz neticesinde fiyat/kazanç oranı daha yüksek olan şirketlerin aktif büyüklüğünün daha fazla olduğu ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin aktif büyüklüğü ile arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç finans teorisiyle uyumludur. Çünkü finans teorisinde büyük şirketlerin yatırımcılar açısından daha güvenilir buldukları için pay senetlerine daha yüksek fiyat ödedikleri ifade edilmektedir. Elde edilen söz konusu bulgu daha önce gerçekleştirilen araştırmalarla paralellik göstermektedir (Kumar & Warne, 2009; Arslan vd., 2017).

Pay senedi getiri performansı bağlamında yüksek ve düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketler açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirleyebilmek için her iki gruptaki şirketlerin pay senedi getirileri hesaplanmıştır. Gerçekleştirilen analiz neticesinde pay senetleri yüksek fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin pay senedi getirilerinin ortalaması negatif olarak saptanmıştır. Buna karşın pay senetleri düşük fiyat/kazanç oranına sahip şirketlerin pay senedi getirilerinin ise pozitif gerçekleştiği ve bu bağlamda her iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu saptanmıştır. Finans teorisinde düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin (değer pay senetleri), yüksek fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerine (büyüme pay senetleri) göre daha yüksek getiri sağlamasına, fiyat/kazanç oranı etkisi denilmektedir. Fiyat/kazanç oranı etkisinin varlığı ise zayıf formda piyasa anomalisi olarak kabul edilmektedir (İçke & Aytürk, 2011: 103-104). Bu bağlamda BIST Lokanta ve Oteller alt sektörünün zayıf formda etkin olmadığını ve bilgisel etkinlikte sorunlar olduğunu söylemek mümkündür. Dolayısıyla BIST Lokanta ve Oteller alt sektöründe, yatırımcıların düşük fiyat/kazanç oranlı pay senetlerini yüksek fiyat/kazanç oranlı pay senetlerine tercih etmek suretiyle geliştirdikleri yatırım stratejisinin, yatırımcılar açısından değer yaratacağı ifade edilebilir. Bu bağlamda düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin iskontolu olduğu yönündeki finans teorisindeki bakış açısı BIST turizm şirketleri açısından doğrulanmaktadır. Finans teorisinde, fiyat/kazanç oranı, sektör veya rakiplere göre düşük olan pay senetlerinin satın alınması, piyasalardaki yatırımcılara önerilen bir yatırım stratejisi olabilmektedir. Çünkü düşük fiyat/kazanç oranına sahip pay senetlerinin cari değerinin, pay senedinin gelecekte sağlayacağı getiriye göre düşük fiyatlandığı kabul edilmektedir (Liem & Basana, 2012: 7). Araştırmada elde edilen bu sonuçla ilgili daha önce gerçekleştirilen araştırmalarla (Nicholson, 1960; McWilliams, 1966; Basu, 1977; Tseng, 1988; Ahmed, 2003; Emamgholipour vd., 2013) paralellik göstermektedir.

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde turizm dışındaki diğer sektörlerle yönelik olarak fiyat/kazanç oranını etkileyen değişkenlerle, pay senedi getirileri ile fiyat/kazanç oranı arasındaki ilişkilerin daha çok incelendiği saptanmıştır. Turizm sektörüne yönelik literatür incelendiğinde ise dünya genelinde ve Türkiye’de fiyat/kazanç oranını doğrudan inceleyen bir araştırmaya tarafımızca ulaşılamamıştır. Turizm işletmelerine yönelik gerçekleştirilen araştırmalarda genellikle dolaylı olarak fiyat/kazanç oranının hesaplandığı saptanmıştır. Bu açıdan araştırmanın turizm sektörüne yönelik literatüre katkı sağlaması açısından önem arz ettiği söylenebilir. Araştırmadan elde edilen sonuçların BIST turizm şirketlerinin fiyat/kazanç oranı performansını ve fiyat/kazanç oranı performansındaki farklılıklar ile şirketlerin likidite durumu, faaliyetlerinin verimliliği, finansal yapıları, kârlılık performansları, şirket büyüklüğü, kârların büyümesi ve pay senedi performansı düzeyleri arasındaki ilişkileri görmelerine yardımcı olacağı ümit edilmektedir. Bununla beraber araştırma bulgularının turizm sektöründe faaliyet gösteren şirket yöneticilerine, ortaklara ve kurumsal ile bireysel yatırımcılara katkı sağlaması bağlamında faydalı olacağı düşünülmektedir. Araştırma sonuçları değerlendirilirken analiz kapsamının BIST Lokanta ve Oteller alt sektöründe pay senetleri işlem gören turizm şirketlerinin 2012-2018 yılları arasındaki yıllık verileri ile sınırlı olduğu, fiyat/kazanç oranının piyasada zaman zaman piyasadaki tüm pay senetlerinin ucuz veya pahalı fiyatlanmasından etkilenebildiği için şirketlerin risk ve büyüme potansiyellerini tam olarak yansıtamadığı ve yüksek fiyat/kazanç

oranına sahip pay senetlerinin elden çıkarıldığında ekonomik trendin dipte olması nedeniyle düşük karlılığa sahip olabildiği göz önünde bulundurulmalıdır. Gelecek araştırmalarda turizm sektöründeki şirketlerde uluslararası karşılaştırmalı olarak fiyat/kazanç oranını etkileyen değişkenlerin veya fiyat/kazanç oranı ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin kısa ve uzun dönemli olarak incelenmesinin literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca fiyat/satış oranı ile piyasa değeri/defter değeri oranlarının hesaplanabileceği şirketlerde de benzer analizlerin gerçekleştirilmesinin literatür açısından önemli olduğu söylenebilir.

## Kaynaklar

- Afza, T. & S. Tahir (2012), "Determinants of Price-Earnings Ratio: The Case of Chemical Sector of Pakistan", *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(8), 331-343.
- Ahmed, M. (2003), "The Performance of Common Stocks in Relation to Their P/E Ratio", *Unpublished Thesis: University of Nevada*.
- Akgüç, Ö. (2013), *Mali Tablolar Analizi (Genişletilmiş 15. Baskı)*, İstanbul: Arayış Yayınevi.
- Akmese, H. & S. Aras, & K. Akmese (2016), "Financial Performance and Social Media: A Research on Tourism Enterprises Quoted in Istanbul Stock Exchange (BIST)", *Procedia Economics and Finance*, 39, 705-710.
- Altın, H. & C. Süslü (2018), "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi: Lokanta ve Oteller Üzerine Bir Uygulama", *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(109), 31-50.
- Aras, G. & M.K. Yılmaz, (2008), "Price-Earnings Ratio, Dividend Yield, and Market-to-Book Ratio to Predict Return on Stock Market: Evidence from the Emerging Markets", *Journal of Global Business and Technology*, 4(1), 18-30.
- Arslan, H. & Y. Iltas & T. Kayhan (2017), "Target P/E Ratio Determinants in the Turkish Stock Market: Earning Volatility Effect", *Theoretical & Applied Economics*, 24(4), 65-74.
- Asiri, B.K. & S.A. Hameed (2014), "Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse", *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 1-9.
- Aydın, N. & M. Başar & M. Coşkun (2007), *Finansal Yönetim*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Bakır, H. & C. Şahin (2009), *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Basu, S. (1977), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Basu, S. (1983), "The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- Bhamornsathit, S. & P. Katawadee (2016), "An Analysis of Thai Listed Hotels: Financial and Operational Performance", *Journal of Business and Behavioral Sciences*, 28(2), 55.
- Brealey, R.A. & S.C. Myers & A.J. Marcus (1997), *Fundamentals of Corporate Finance*, Boston: The McGraw - Hill Companies, Inc.
- Emamgholipour, M. & A. Pouraghajan & N.A.Y. Tabari & M. Haghparsat, & A.A.A. Shirsavar, (2013), "The Effects of Performance Evaluation Market Ratios on the Stock Return: Evidence from the Tehran Stock Exchange", *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(3), 696-703.



- Gücenme, Ü. (2005), *Mali Tablolar Analizi ve Enflasyon Muhasebesi*, İstanbul: Aktüel Yayınları.
- Horasan, M. (2009), "Fiyat/Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(1), 181-192.
- İçke, B.T. & Y. Aytürk (2011), "Fiyat-Kazanç Oranı Etkisinin Değer Yatırım Stratejileri Kapsamında Analizi: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama", *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(35),103-115.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (2019), *Sektörler*, <<https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>>, 18.01.2020.
- Karagöz, Y. (2010), "Nonparametrik Tekniklerin Güç ve Etkinlikleri", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(33), 18-40.
- Kim, W.G. & B. Ayoun (2005), "Ratio Analysis for the Hospitality Industry: A Cross Sector Comparison of Financial Trends in the Lodging, Restaurant, Airline and Amusement Sectors", *Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1), 1-33.
- Kumar, S. & D.P. Warne (2009), "Parametric Determinants of Price - Earnings Ratio in Indian Capital Markets", *IUP Journal of Applied Finance*, 15(9), 63-82.
- Liem, P.F. & S.R. Basana (2012), "Price Earnings Ratio and Stock Return Analysis (Evidence from Liquidity 45 Stocks Listed in Indonesia Stock Exchange)", *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 14(1), 7-12.
- McWilliams, J.D. (1966), "Prices, Earnings and PE Ratios", *Financial Analysts Journal*, 22(3), 137-142.
- Nargelecekenler, M. (2011), "Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz", *Business and Economics Research Journal*, 2(2), 165-184.
- Nicholson, S.F. (1960), "Price - Earnings Ratios", *Financial Analysts Journal*, 16(4), 43-45.
- Özçomak, M. & M. Gündüz (2012), "Borsa Performans Oranları ve Diğer Finansal Oranlar Arasındaki İlişkinin Kanonik Korelasyon Analizi ile İncelenmesi", *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(1), 453-466.
- Padmashantha, K.G.D. & W.V.A.D. Karunarathne (2016), "Impact of Dividend Policy on Financial Performance: With Special Reference to the Listed Hotels and Travelling Companies in Sri Lanka", *In Proceedings of the Undergraduates Research Conference - 2016*, 11th January 2017, Department of Accountancy, Faculty of Commerce and Management Studies, University of Kelaniya, Sri Lanka.
- Ramcharran, H. (2002), "An Empirical Analysis of the Determinants of the P/E Ratio in Emerging Markets", *Emerging Markets Review*, 3(2), 165-178.
- Singh, A.J. & R.S. Schmidgall (2002), "Analysis of Financial Ratios Commonly Used by US Lodging Financial Executives", *Journal of Retail & Leisure Property*, 2(3), 201-213.
- Şamiloğlu, F. & A.İ. Akgün (2015), *Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Finansal Tablolar Analizi*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Toroslu, V.M. & N.C. Durmuş (2016), *Finansal Tablolar Analizi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tseng, K.C. (1988), "Low Price, Price - Earnings Ratio, Market Value and Abnormal Stock Returns", *Financial Review*, 23(3), 333-343.
- Yaman, S. & T. Korkmaz & E. Açıkgöz (2017), "Pay Getirilerine Etki Eden Finansal Oranların Panel Veri Analizi Yöntemi ile Tespiti: BİST Gıda Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(4), 187-204.

Karadeniz, E. & L. Koşan (2021), "Finansal Performans ve Fiyat/Kazanç Oranı: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma", *Sosyoekonomi*, 29(47), 249-266.

Yatırımcının Analiz Seti (2018), *Fiyat/Kazanç Oranına Göre Hisse Senedi Seçimi*,  
<<https://www.borsagundem.com/yazarlar/fiyatkazanc-oranina-gore-hisse-senedi-secimi-yazisi/1276751>>, 04.12.2019.