

BORSA'DA İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI İŞLETMELERİNİN BİRLEŞİK ORAN ANALİZİ (DUPONT) YÖNTEMİYLE PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

Umut Tolga GÜMÜŞ¹

Erkan ÇİBİK²

Atıf/©: Gümüş, U., T., ve Çıbık, E. (2018). Borsa'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı işletmelerinin birleşik oran analizi (dupont) yöntemiyle performansının ölçülmesi, *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(3). 2178-2194. doi. 10.17218/hititsosbil.421602

Özet: Günümüzde şirketler için verimlilik çok önemli olduğu bilinmektedir. Bu sebeptendir ki öz sermaye verimliliği şirketlerin performansının ölçülmesi için önemli bir unsur olduğu herkes tarafından bilinen bir gerçektir. Türkiye'de Bir Şirketin büyümesini gösteren en önemli unsurlardan bir tanesi genellikle öz sermaye verimliliğindeki yaşanan artışlar olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Bir şirketin öz sermaye verimliliği birleşik oranlar analizi yöntemi olan Dupont analizi ile ölçümü sağlanabilmektedir. Dupont analizi işletmelerin öz sermaye karlılığının nereden, nasıl ve ne oranda sağlandığını bulmaya yarayan bir analiz sistemidir. Birleşik oranlar analizinde ise birden çok oranın tespit edilip bir formül ile oluşturularak şirketin başarısını hesaplamaya yarayan bir yöntemdir. Genellikle üç oranın birlikte kullanılmasıyla Dupont oranı hesaplanmaktadır. Bu oranlar işletmenin karlılık yapısı, varlıkların yönetimi kısacası aktif devir hızı ve finansal kaldıraçtan oluşmaktadır. Bu çalışmanın amacı, Dupont yöntemini kullanarak borsamızda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin içindeki 25 şirketin öz sermaye verimlilik analizlerinin yapılmasıdır. Yapılan bu analizler sonucunda, Dupont yöntemine göre öz sermaye verimliliği en iyi ve en kötü olan işletmeler belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Birleşik Oranlar Yöntemi, Dupont Analizi, Oran Analizi, Öz Sermaye Karlılığı, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Şirketleri

Measurement of Performance by the Dupont Method of Real Estate Investment Partnerships

Citation/©: Gümüş, U., T., And Çıbık, E., (2018). Measurement of performance by the dupont method of real estate investment partnerships, *Hitit University Journal of Social Sciences Institute*. 11(3), 2178-2194. doi. 10.17218/hititsosbil.421602.

Abstract: Today, productivity is very important for companies. It is evident that it is a well-known fact that equity efficiency is an important element in measuring the performance of companies. One of the most important factors indicating the growth of a company in Turkey is an undeniable fact that there are often rise in equity capital efficiency. A company's equity efficiency can be measured by Dupont analysis, which is a combined ratio analysis method. Dupont analysis is an analytical system that helps businesses find out where, how, and where the profitability of their equity is provided. In the analysis of combined ratios, it is a method to calculate the success of the company by determining multiplier ratios and creating them with a formula. Generally, the Dupont ratio is calculated by using

Makale Geliş Tarihi: 7.5.2018.

Makale Kabul Tarihi: 15.11.2018.

¹ Dr. Öğr. Üyesi Umut Tolga GÜMÜŞ, Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İİBF, İşletme Bölümü, Aydın, Türkiye, E-mail: ugumus@adu.edu.tr

² Yüksek Lisans Öğrencisi Erkan ÇİBİK, Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İİBF, İşletme Bölümü, Aydın, Türkiye, E-mail: erkancibik16@gmail.com Orcid:0000-0002-3688-6291

three ratios together. The seratios consist of the profitability structure of the entity, the management of the assets, in short, the assetturnover rate and financial leverage. The purpose of this study is to conduct equity efficiency analyzes of 25 companies in the real estate investment trustcompanies traded in our stock market using the Dupont method. As a result of the seanalyzes, the enterprises with the best and the worst equity efficiency according to the Dupont method have been determined.

Keywords: *Combined ratio method, Dupont analysis, Rate analysis, Equity profitability, Real estate investment partnership companies*

1. GİRİŞ

Şirket ortaklarının en önemli amaçlarından bir tanesi işletmenin bünyesine koydukları sermayenin ve benzeri unsurların kısacası öz kaynakların artmasını sağlamaktır. Bu sebeple ortaklar öz kaynaklardaki artışa önem verirler. İşletmelerin hızlı gelişen rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilmeleri ve gelişebilmeleri için iyi bir öz sermayeye sahip olmaları ve bu öz sermayeyi en etkin şekilde kullanmaları gerekmektedir. Bir şirketin öz sermayesinin ne kadar iyi olduğunun hesaplanabilmesi onun öz sermaye verimliliğinin hesaplanmasıyla bulunmaktadır. Öz sermaye verimliliğini etkileyen birçok oran bulunmaktadır. Bu oranlar bir firmanın öz kaynaklarındaki değişimler ile diğer firmaların veya sektörün öz kaynaklarındaki değişimleri karşılaştırmaya olanak sağlar. Bu oranlar bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin bir sonucu olarak hesaplanarak bulunmuştur. Dupont analizinde birden çok oranın tespit edilip hesaplanmasıyla şirketin öz sermaye performansının ölçülmesi planlanmıştır.

Birleşik oranlar analizi Dupont yöntemi, bilanço ve gelir tablosunun belirli ana kalemleri ve bunların bir birleriyle ilişkilerini gösteren bir yöntemdir. Bu Dupont yöntemiyle herhangi bir sektördeki şirketlerin öz sermaye verimliliklerinin karşılaştırılması ve yorumlanması yapılabilmektedir.

Bu çalışmayla Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin öz sermaye verimlilikleri birleşik oranlar yöntemi ile analiz edilip öz sermayesi diğerlerine göre iyi durumda olan şirketler belirlenmiş ve yorumlanmıştır. Ayrıca şirketlerin öz kaynaklarındaki değişimlerin yıllar içerisinde ne oranda değiştikleri de saptanmıştır. Bu da Türkiye borsasında önemli bir yere sahip olan gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin öz sermayesinin nasıl yönetildiğini ve performanslarının ne ölçüde değiştiği hakkında önemli bulgular sağlayacaktır. Bu çalışmada 25 şirket ele alınmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe ise 33 şirket işlem görmektedir. Trend Gyo, Peker Gyo, Mistral Gyo, Panora Gyo işletmelerinin geçmiş yıllık bilançolarının olmadığı için, Körfez Gyo, Servet Gyo, Yeni Gimat Gyo'nun ise 2012 ve 2013 verileri bulunmadığı için bu çalışmaya dâhil edilmemişlerdir. Ayrıca İdealist Gyo şirketinin de gelir tablosunda net satış verileri birçok dönem 0 değer gösterildiği için bu çalışmadan çıkartılmıştır.

Çalışmamızda ilk olarak, birleşik oranlar sistemi olan Dupont yöntemi hakkında bilgiler verilmiş ve uygulaması gösterilmiştir. Daha sonra yukarıda bahsedilen 25 şirketin 6 yıllık verileri ile belirli oranları hesaplanmış sonrasında Dupont oranları ortaya konulmuştur.

Son olarak borsada gayrimenkul sektöründe işlem gören en önemli 25 şirketin öz sermaye verimliliklerinin analizleri Dupont tablosunda oluşturulmuş ve verimliliği en iyi olan şirketler tespit edilerek yorumlanmıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Öner 2015 yılındaki çalışmasında, işletmelerin öz sermaye verimliliğinde meydana gelen değişimlerin Dupont kontrol sistemi ile analizi konusu kapsamında BİST 30' da işlem gören

üretim işletmeleri ile Dupont analizleri yapmıştır. Bu analizlerde 15 işletmenin üç yıllık verisini kullanmış, ortalama öz sermaye verimlilikleri sonucunda performansı en iyi olan şirket Türk Telekom olarak belirlenirken performansı en kötü olarak belirlenen şirket Tekfen olmuştur. Sonuç olarak öz sermaye verimliliğinin şirket performanslarının ölçülmesinde önemli bir unsur olduğu ortaya konulmuştur.

Gider, 2011 yılındaki bir çalışmada, özel hastanelerin oran analizleriyle finansal performansına bakış ile bu konuda farklı bir çalışma ortaya koymuştur. Hem oran analizlerine hem de bu işletmelerin öz sermaye verimliliklerine dikkat çekmiştir. Kâr amaçsız hastaneler genelde finansal performans ölçümünde finansal oran analizlerini kullanmaktadır sonucuna ulaşmıştır.

Kaderli 2006 yılındaki tez çalışmada, İMKB'de işlem gören gıda sektörü şirketlerinin finansal performansının ölçülmesi ve öz sermaye karlılığını etkileyen faktörlerin belirlenmesi konusu kapsamında işletmelerin finansal oranlarını analiz etmiş ayrıca şirketlerin öz sermaye verimliliklerini de Dupont kontrol şeması ile ortaya koyarak yorumlamıştır. Bu sonuçlar ile belirlediği yıllara göre hesapladığı Dupont oranları ile en iyi performansa sahip şirketi Kent gıda olarak belirlemiş, en kötü performansa sahip şirketi ise Frigo olarak belirlediği görülmüştür.

Ardalan, 2017 yılında yayınlanan bir makalesinde, Dupont kontrol sistemi ile yapmış olduğu çalışmada Dupont denkleminin yorumlanmasını ele almış ve bu çalışmada Dupont da yer alan üç terimin özel bir yorumlanması yapılmıştır. Sonuç olarak bu tarz yapılan analizlerin öncelikle mali tablolar analizi ile başlanması daha sonra Dupont denklemi kurularak firmaların performanslarının ölçülmeye çalışılması üzerinde durulmuştur. Dupont sisteminin yorumlanması hakkında bilgiler verilmiştir.

Sunardi 2018 yılındaki bir çalışmada, Dupont sistemine farklı bir boyut kazandırarak analizlerini gerçekleştirmiştir. Bu çalışmada yazar 2013-2017 yıllarında Endonezya Borsası'nda ki inşaat sanayi şirketlerinin Dupont kontrol sistemi ile zaman serisi ve kesitsel yaklaşım sonuçları ile çalışmalar yaparak aralarındaki ilişkiyi ve finansal performanslarını yorumlamaya çalışmıştır. 2013 ten 2017 yılına gidildikçe zaman serisi yaklaşımında bir azalma görülürken Dupont sisteminin iyi bir performans gösterdiği söylenmiştir.

Fatini, Dimitrias ve George isimli yunan yazarların 2000 yılında yayınladıkları bir makalede, Yunanistan' da faaliyet gösteren imalat KOBİ'leri işletmelerinin sermaye yapısını belirlemeyi amaçlamak adına Dupont kontrol sistemini de kullanarak analiz ve araştırmalar yapmışlardır. Bu çalışmada KOBİ'lerin sermaye yapısı ele alınmış ve önceki ampirik çalışmalar tartışılmıştır. Yunanistan'da 143 imalat KOBİ şirketi bulunduğu tespit edilmiş ve bu şirketler ile bazı finansal oranlar arasında karşılaştırmalar yapılarak KOBİ'lerin yunan üretiminin sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Nenden, Ratnave Dinda, yazarların 2017 yılındaki bir çalışmada, Dupont kontrol sistemi kullanılarak işletmelerin finansal performansının karşılaştırılması yapılmıştır. Bu çalışmada Pt Kalbe Farma (TBK) Ve Kimyasal Farma PT arasında finansal oranlar hesaplanmış Dupont analizi kullanılarak yorumlamalar yapılmıştır. Sonuç Olarak Pt Kalbe Farma (TBK)'nın diğerine göre daha iyi performansa sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Nurul, Shah ve Monzur'a göre ise yazarların 2018 yılında yeni yayınlamış oldukları bir makalede, Bangladeş' de ki ilaç şirketlerin performans değerlendirmesine dayanarak ve Dupont analizi kullanılarak ortakların hisse senedini ve hisse senedi paylarını ölçmeye çalışmışlardır. Bu çalışmada 2011 ve 2015 yılları kullanılarak ilaç sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin Dupont

kontrol şeması ile analizleri yapılmış ve işletmelerin hisse senedi payları analiz edilmiş ve yorumlanmıştır.

Sylvia, Eva ve Petra isimli yazarların ortak yapmış oldukları 2018 yılındaki bir çalışmada ise, yazarlar finansal olmayan kurumlarda Dupont modelinin uygulanmasına değinmiş. Bu kurumlarda Dupont kontrol sisteminin uygun bir şekilde çalışıp çalışmadığını ölçümlemişlerdir. 138 finansal olmayan kurumlardan oluşan bir örnekleme şirketlerin verileri Slovak Cumhuriyeti'nin veri tabanından alınarak ve Dupont oranları kullanılarak şirketlerin performansları ölçülmüş ve yorumlanmıştır. Araştırma sonucunda faktörlerin etkisi grafik olarak çizilmiş ve sonuç olarak değerlerin çok çeşitli olduğu ve net bir sonucun çıkarılamayacağı saptanmıştır.

Son olarak Liliek, Diah isimli yazarların 2017 yılında yayınlamış oldukları bir makalede, Dupont analiz sistemi kullanılarak borsalarında işlem gören mülk ve gayrimenkul işletmelerinin finansal performansına yönelik Dupont analizleri yapılmış ve yorumlanmıştır. Bu şirketlerin 2010 ve 2014 yılları arasındaki finansal performansları ölçülmüştür. Literatür açısından ve sektör açısından bakılacak olursa bizim çalışmamıza en yakın çalışma bu olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmada Endonezya' da ki Gyo sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin Dupont kontrol sistemi ile ölçümleri yapılmış ve bulunan bulgular yorumlanmıştır.

Bu çalışmamızı diğer çalışmalardan ayıran en önemli özellik Türkiye'de GYO sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin bugüne kadar hiç Dupont analizlerinin yapılmaması ve öz sermaye verimliliğine de dikkat çekerek sonuçların yorumlanması bu çalışmayı diğer çalışmalardan farklı kılmaktadır. Bilinmelidir ki öz sermaye verimliliği şirketlerin finansal performansları için önemli bir unsurdur. Dupont kontrol sistemi kullanılarak finansal tablosu bulunan her işletmenin analizi mümkündür. Ama asıl önemli olan bu sonuçları anlamlandırmaktır. Yukarıda literatür taramasında görüldüğü gibi farklı yerlerde farklı sektörlerde ki işletmeler analiz edilmiş ve finansal performansları ile Dupont sistemi yapılarak sonuçlar anlamlandırılmaya çalışılmıştır.

Yapılan bu çalışmalar ve sektörler neticesinde literatürde gayrimenkul yatırım ortaklığı ile Dupont analizi bir tek Endonezya'da faaliyet gösteren GYO işletmelerinin analizleri tespit edilebilmiştir. Bu neticede çalışmanın amacı doğrultusunda sektördeki finansal performansı en iyi olan şirketler için Dupont ölçümleri yapılmıştır. Daha önce Dupont yöntemiyle BİST'de işlem gören birçok şirket analiz edilmiştir. Ama önemli bir sektör olan gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründeki işletmelerin finansal performanslarını ve öz sermaye verimliliklerini kapsamlı bir şekilde analiz eden ve yorumlayan bir çalışma olmaması bu çalışmayı diğer çalışmalardan ayıran önemli bir faktör olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmada şöyle bir sıra izlenmiştir. Öncelikle Dupont sisteminden birleşik oran analizindeki oranlardan ve öz sermaye verimliliğinden bahsedilerek çalışmaya başlanmıştır. Daha sonra gayrimenkul yatırım ortaklığı işletmelerinin 6 yıllık finansal tabloları ile Dupont analizi için üç adet oran hesaplanmıştır. Bu oranların çarpımı ile birleşik oran analizi hesaplanmış ve öz sermaye verimlilikleri yani diğer adı ile öz sermaye karlılığı belirlenmiştir. Son olarak işletmelerin Dupont oranları tablolar halinde oluşturulmuş ve yorumlanmıştır.

Ayrıca bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak Dupont oranlarının ve işletmelerin sıralı bir şekilde tablolar halinde sunulması bu çalışmanın avantajları arasındadır. Fakat BİST'de işlem gören daha çok GYO işletmesi olmasına rağmen bunların sadece 25 tanesi analizlere dâhil edilebilmesi bu çalışmanın dezavantajı olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin finansal

tablolarındaki tutarsız veriler analiz yapmayı olanaksız kılmaktadır. Sonuç olarak 25 şirket ile de analiz yapılmış ve anlamlı sonuçlar elde edilip yorumlanmıştır.

3. BİRLEŞİK ORANLAR ANALİZİ (DU-PONT YÖNTEMİ)

“Birleşik oranlar analizi kısacası Dupont ilk kez 1919 yılında bir kimya firması olan Du-pont firması tarafından kullanıldığı için bu analiz türüne Dupont analizi denilmektedir.” Dupont analizi öz kaynak karlılığının nereden, nasıl ve ne oranda sağlandığını bulmaya yarayan analiz türüdür (Ceylan ve Korkmaz, 2017, s. 78).

İşletme ortaklarının en önemli amaçlarından bir tanesi işletmeye koydukları sermaye ve benzeri bir takım unsurların yani öz sermayenin artmasını sağlamaktır. Bu sebeple ortaklar öz sermayedeki artışa özellikle bakarlar. Öz kaynaklardaki büyüme oranı dönemler itibariyle işletmenin öz kaynaklarındaki değişimleri ölçmede kullanılır. Bu oran işletmenin öz kaynaklarındaki değişimle diğer işletmelerin öz kaynaklarındaki değişimleri karşılaştırmaya imkân tanır. Ortakların firmadaki paylarının gelecekteki sağlayacağı büyüme hakkında tahmin edebilme olanağı sağlar. Kısacası işletmenin gelecekte sahip olacağı öz kaynaklar hakkında önceden bir fikir verir (Elmas, 2016, s. 242).

“Bazı karlılık ve verimlilik oranları kullanışlı bir biçimde birbirleriyle ilişkilendirilebilir. Bu ilişkiler çoğu kez, bunları herkese benimseten kimya şirketine atfen, Dupont sistemi diye anılır” (Brealey ve diğ., 2006, s.480).

Bu Analiz türü işletmenin yatırımları üzerinden karlılığını ve verimliliğini artırabilmek için alınabilecek önlemler konusunda faydalı bir inceleme ve araştırma süreci sunar. Bu analiz işletmenin yüksek kar marjı ile satış yapmasının iyi bir dönem karını garanti etmeyeceğine, bunun için işletmenin kullandığı kaynaklar ile ilişkili bir satış tutarının da gerçekleşmesi gerektiğine işaret eder. Diğer taraftan yüksek satış hacminin de yeterli bir kar marjı olmaksızın istenen sonucu vermeyeceğini açıklar (Çabuk ve Lazol, 2004, s. 217).

Mali analiz teknikleri içerisinde olan oranlar yönteminde her durum için ayrı ayrı birer oran olarak hesaplanıp bu oranlar tek tek yorumlanmaktadır. Dupont yönteminde ise, firmaların başarı ölçüsü aynı anda birden çok ve birbirleriyle ilişkili oranların hesaplanıp dikkate alınmasıyla yapılmaktadır. Bu Dupont sistemine birleşik oranlar denilmesinin sebebi de birden çok oranın hesaplamaya dâhil edilip yorumlanmasından kaynaklanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2017, s. 78).

“Bazı kaynaklar bunu birleşik üçgen oran sistemi olarak da tanımlamaktadır. Çünkü bu sistemde öz sermaye karlılık oranının hesaplanmasıyla ilgili olarak üç temel oran birlikte kullanılmaktadır. Birlikte kullanılan bu oranlar işletmenin karlılık yapısı, varlıkların yönetimi(etkinlik) ve finansal kaldıraçtan oluşmaktadır.” (Ceylan ve Korkmaz, 2017, s. 78)

İşletmelerin kullanımına verilmiş olan öz sermaye ve yabancı kaynakların, verimliliklerinin ölçülmesinde kullanılan oranlara karın (verimliliğin) değerlendirilmesinde kullanılan oranlar denilmektedir. İşletmelerin bir bütün şeklinde karlı çalışıp çalışmadıklarının göstergesi bu oranlardır.

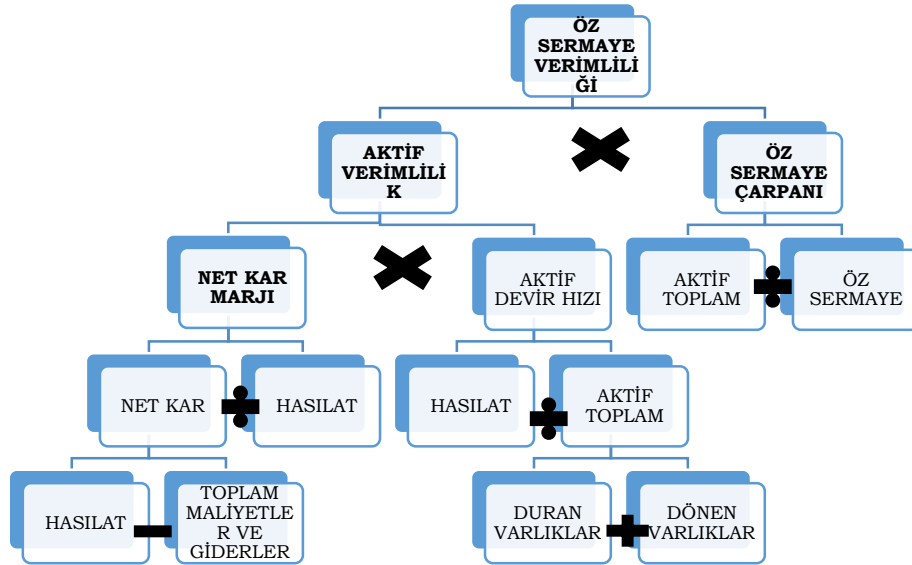
Bu birleşik oranlar sistemi için “Karlılık oranları ile firmaların geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesi değerlendirilir.” diye tanımlanmıştır (Akgüç,1994, s. 62).

“İşletmelerde karın tutarından çok belirtilen faktörler dikkate alınarak yapılacak değerlendirmeler daha anlamlıdır. Firmanın karı ilk bakışta düşük görülebilir, ancak kar oranı, aynı sektördeki

diğer firmalardan veya sektör ortalamasından yüksek ise, ilgili firmanın karının göreceli olarak tatmin edici olduğunu kabul etmek doğru olur.”(Kaderli, 2006, s. 91).

İşletmenin ortaklarını yakından ilgilendiren ve nihai hedefi olan öz sermaye karlılık oranı işletmenin toplam varlıklarını (aktiflerini), satışlarını ve borçlarını birlikte kapsayan ve birbiriyle ilişkilendiren dolaylı bir yöntem ile hesaplanmaktadır. Böylece Dupont yöntemiyle, öz sermaye karlılık oranını etkileyen birçok unsur birlikte gösterilerek değerlendirmeye alınmaktadır. Böylelikle işletme yöneticilerine her hangi bir yatırımda karar için daha önemli ve bütüncül bir görüş açısı kazandırılmak istenmektedir. Bu sistem ile işletmeye yatırımda bulunacak yatırımcılar ve işletme yöneticileri işletmenin geleceğini önceden ön görebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2017, s. 78)

Dupont sisteminde yer alan oranlara geçmeden önce Dupont kontrol şemasına değinmek daha doğru olacaktır. Aşağıda şirketlerin öz sermaye performanslarını ölçmeye yarayan Dupont sisteminin analizlerinin gerçekleşme aşaması olan Dupont kontrol şeması yer almaktadır. Bu kontrol şeması çerçevesinde işletmelerin öz sermaye karlılıkları nasıl hesaplandığı ortaya konulmuştur.



Şekil 1: Dupont kontrol şeması

Kaynak: (Şenkayas ve Kaderli, 2009, s. 59)

Aşağıda Dupont sistemi için kullanılan oranlar anlatılmıştır. Birleşik oranlar sistemi için genelde en önemli üç oran kullanılmaktadır. Bunlardan ilki net kar marjı oranı ikincisi aktif devir hızı oranı son olarak da öz sermaye çarpanı yani toplam aktiflerin öz sermaye oranı anlatılmıştır. Bu oranlar öz sermaye verimliliğini vermektedir. Şirketlerin Dupont analizleri ile öz sermaye verimliliği bu oranlar ile ölçülmüştür.

3.1. Net Kar Marjı

İşletmede dönem karı sürdürülen ve durdurulan faaliyet karlarının toplamına eşittir. Fakat işletmede durdurulan faaliyetler ile ilgili bir gelir veya gider durumu yok ise sürdürülen faaliyetler dönem karı ile dönem karı aynı eşit olacaktır. Bu durumda dönem kar marjı, satışlar üzerinden elde edilen net karı göstermektedir (Elmas, 2016, s. 237)

Bu oran, işletmenin yapmış olduğu masraf, maliyetlerinden ve ödediği vergiden sonra ne oranda karlılık gösterdiğini ölçer. Diğer bir ifade ile işletmenin sağlamış olduğu bir birim satışlardan ne oranda net kar elde edildiğini gösterir. Bu oranın yüksek olması arzulan bir durumdur. Bu oranın yüksek olması, işletmenin hem yatırım, üretim, fiyatlama politikalarının hem de finanslama politikalarının uygun olduğunu gösterir (Aydın ve diğerleri, 2010, s. 78).

Net kar marjı oranı, net karın (vergiden sonraki karın), net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır. (Çabuk, 1991, s.130). Bu formül şöyle gösterilir.

$$NET\ KAR\ MARJI = \frac{NET\ KAR}{NET\ SATIŞLAR} \quad (1)$$

Bu oran işletme faaliyetlerinin sağlamış olduğu net verimliliği hakkında bilgi verir. İşletmenin yapmış olduğu çeşitli politika ve almış olduğu kararların sonuçlarını gösterir. Bu oran için bir standart mevcut değildir (Çabuk, 1991, s.131). Kısacası işletmenin dönem net karı ne kadar yüksek çıkarsa o kadar iyidir. Fakat kesin bir yorum yapabilmek için, aynı sektörde faaliyet gösteren işletmeler ile karşılaştırmalar yapmak önem arz etmektedir (Erdoğan, 1997, s. 328).

3.2. Aktif (Varlık) Devir Hızı:

Aktif devir hızı, bir işletmenin aktif yapısı içinde duran varlıkların görece önemini yansıtmaktadır. Bir işletmenin duran varlıkları aktif toplamın içerisinde büyük bir yer tutuyorsa, bu firmada aktif devir hızı yavaştır. Buna rağmen, aktif toplamı içerisinde duran varlıkların biraz önemsiz olduğu işletmelerde, aktif devir hızının yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte aktif devir hızı, bir işletmenin karlılığını belirleyen en önemli etmenlerden birisidir (Akgüç, 1994, s.57).

Bu devir hızı, işletmenin bünyesinde bulunan sabit varlıklarından ne oranda faydalandığını gösterir. Diğer bir ifade ile işletmenin bir birim duran varlığına karşılık kaç birimlik satışların gerçekleştirildiği bulunmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2010, s. 73; Gönenli, 1985, s. 83).

İşletmelerin sahip olduğu tüm varlıkların verimliliklerinin ölçülmesinde kullanılan bir orandır. Aktif (varlık) devir hızı oranı şu formül ile hesaplanmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2005, s.633).

$$AKTİF\ DEVİR\ HIZI = \frac{NET\ SATIŞLAR}{TOPLAM\ AKTİFLER} \quad (2)$$

Bir bütün olarak işletmenin aktiflerinin etkin kullanılıp kullanılmadığını ölçmede kullanılan bir mali yapı oranıdır. Bu oranın büyük sanayi işletmelerinde 2 küçük sanayi işletmelerinde ise 2-4 arasında olması kabul görmektedir (Çabuk, 1991, s.128).

Bir işletmede aktif devir hızının düşük olması, o işletmede atıl kaynaklar bulunduğunun bir göstergesi olabilir. Bununla beraber yeni yatırımlar yapan firmalarda aktif devir hızının düşük olması normal karşılanır (Akgüç, 1994, s. 57).

Sonuç olarak bu oranda da işletmeler bazında karşılaştırmalar yapabilmek için işletmelerin içinde bulunduğu sektör ortalamalarına bakmakta yarar vardır.

3.3. Öz Sermaye Çarpanı:

Bir diğer finansal kaldıraç hesaplaması da öz sermaye çarpanıdır. Öz sermaye çarpanı bir işletmenin yabancı kaynak ve öz sermaye dağılımını anlamak, öz sermayenin içinde işletme aktiflerinin payını öğrenmek ve riskini ölçebilmek adına yatırımcılar ve finansörler tarafından kullanılmaktadır. (piyasarehberi.org).

Bu oranda, kredi verenler işletmeden alacaklarını tahsil etmede sorun yaşamamak için bu oranın yüksek olmasını isterler. İşletme yöneticileri ise işletmenin riskini ve kredibilitelerini çok düşürmeden, bu oranın olabildiğince düşük olmasını arzu ederler (Elmas, 2016, s. 210).

Bir işletme için öz sermaye çarpanının yıllar itibariyle yükselme eğiliminde olması iyi bir göstergedir. Özellikle ülke ekonomisinin durgun olduğu dönemlerde bu oranın yüksek olması işletmenin sürdürülebilirliğinin devamı ve başarı şansını artırmaktadır (Ceylan, 1985, s. 27). Öz sermaye çarpanı şu şekilde formüle edilmiştir.

$$\text{ÖZ SERMAYE ÇARPANI} = \frac{\text{TOPLAM AKTİFLER}}{\text{ÖZ SERMAYE}} \quad (3)$$

Bu oranlardan sonra işletmenin öz kaynak verimliliğini tespit etmeye yarayan üç temel etken bulunmaktadır. Bunlardan ilki net kar marjı, ikincisi aktif devir hızı, sonuncusu ise aktiflerin öz sermayeye oranı yani finansal manivela etkisidir. (Brealey ve diğerleri.,1997, s.483; Kaderli, 2006,s.98).

3.4. Öz Sermaye Verimliliği:

Öz sermaye verimliliği= *Net kar marjı * Aktif devir hızı * Özsermaye çarpanı*

$$= \frac{\text{NET KAR}}{\text{NET SATIŞLAR}} * \frac{\text{NET SATIŞLAR}}{\text{TOPLAM AKTİFLER}} * \frac{\text{TOPLAM AKTİFLER}}{\text{ÖZ SERMAYE}} \quad (4)$$

Yukarıda belirtilen formüllerden de anlaşılacağı üzere, işletmeler Dupont sisteminden yararlanarak öz sermaye verimliliklerini artırabilmek için üç alternatif üretebilirler. İlk alternatif net kar oranını artırmak olacaktır. Diğer alternatif varlıklarını en iyi şekilde değerlendirip aktif devir hızını artırma, son olarak ise finansal manivelasını arttırarak öz sermaye karlılık oranını yükseltmektir (Akça, 2008, s.46).

Son olarak, Dupont analizi ile işletmenin öz sermaye verimliliğindeki değişimler dönemler ve yıllar itibariyle karşılaştırılarak izlenebilmektedir. Dupont analizi öz sermaye karlılığındaki değişmelerin nedenlerini ve nereden kaynaklandığını daha net bir şekilde görme imkânı sağlamaktadır. “Dupont yöntemiyle finansal analist adım adım geriye giderek öz sermaye karlılığındaki değişimin nedenini, toplam aktifler, satışlar, net kar, borçlar ve öz sermaye tutarı gibi değişkenler ile bağlantısını finansal oranlar ile aynı anda kullanarak anlamaya çalışır. Böylece Dupont sisteminde yönetici hem bilançoyu, hem gelir tablosunu hem de işletmenin karlılığı, kaynakların kullanım etkinliği ve borçlanma politikaları arasındaki ilişkiyi açık bir şekilde görerek karar vermek için kullanabilir.”(Ceylan ve Korkmaz, 2017, s.79).

4. BORSA'DA İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL ŞİRKETLERİYLE DUPONT UYGULAMASI

Aşağıda BİST’de işlem gören 25 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı firmasının isimleri tablo 1’de yer almaktadır. Bu çalışmada bu şirketlerin 6 yıllık yılsonu bilanço ve gelir tablosu kalemleri ile oran analizleri yapılmış daha sonra bu oran analizleri ile şirketlerin öz sermaye verimliliklerini ölçmeye yönelik analizler ve yorumlar gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmanın ekler bölümünde de işletmelerin yıllık bilanço ve gelir tablosu kalemleri tablolar halinde değerli okuyuculara sunulmuştur. Ekler bölümünde yer alan veriler ile bu analizler gerçekleştirilmiş ve bir sonuca varılmıştır.

Tablo 1. Analize Konu Olan Firmalar

AKFEN GYO	MARTI GYO
AKİŞ GYO	NUROL GYO
AKMERKEZ GYO	ÖZAK GYO
ALARKO GYO	ÖZDERİCİ GYO
ATA GYO	PERA GYO
ATAKULE GYO	REYSAŞ GYO

AVRASYA GYO	SİNPAŞ GYO
DENİZ GYO	TORUNLAR GYO
DOĞUŞ GYO	TSKB GYO
EMLAK KONUT GYO	VAKIF GYO
HALK GYO	YAPI KREDİ KORAY GYO
İŞ GYO	YEŞİL GYO
KİLER GYO	

Yukarıdaki firmalar ile Dupont oranı için yapılan hesaplamalar Tablo 2, Tablo 3 ve Tablo 4'de gösterilmiştir. Bu tablolarda net kar marjı, aktif devir hızı ve öz sermaye çarpanı oranları hesaplanmış ve bunların ortalaması alınmıştır. İşletmelerin öz sermaye verimlilikleri ve Dupont analiz yorumları tablolara göre belirlenmiştir.

Tablo 2. Şirketlerin Yıllara Göre Net Kar Marjı Oranları Ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	2017/ 12	2016/ 12	2015/ 12	2014/ 12	2013/ 12	2012/ 12	ORTALAMA
AKFEN GYO	0,38	-11,07	-1,20	-0,10	2,94	0,72	-1,39
AKİŞ GYO	1,64	2,24	3,34	0,64	0,35	0,31	1,42
AKMERKEZ GYO	0,67	0,68	0,70	0,71	0,74	0,74	0,70
ALARKO GYO	3,72	5,70	6,28	5,24	2,62	0,93	4,08
ATA GYO	0,71	1,76	1,09	0,97	4,41	0,20	1,52
ATAKULE GYO	-2,24	3,13	6,20	1,84	-1,04	6,81	2,45
AVRASYA GYO	0,75	0,64	1,06	0,10	0,05	0,00	0,44
DENİZ GYO	1,13	1,04	1,06	0,63	-0,05	0,32	0,69
DOĞUŞ GYO	0,73	0,91	1,44	1,12	1,39	2,61	1,37
EMLAK KONUT GYO	0,45	0,51	0,53	0,53	0,45	0,52	0,50
HALK GYO	3,07	1,35	2,04	0,71	5,39	0,45	2,17
İŞ GYO	0,41	1,04	2,50	1,40	0,31	0,56	1,04
KİLER GYO	0,85	2,09	1,28	0,00	-0,17	0,41	0,74
MARTI GYO	11,22	-4,87	-9,00	11,47	0,90	0,06	1,63
NUROL GYO	0,03	0,32	-1,01	-4,86	-2,06	1,59	-1,00
ÖZAK GYO	4,10	0,08	2,17	0,58	0,00	0,21	1,19
ÖZDERİCİ GYO	1,44	0,82	5,37	6,48	0,57	-5,02	1,61
PERA GYO	-7,71	-0,21	0,64	-0,02	-0,31	-0,10	-1,28
REYSAŞ GYO	0,99	1,60	2,05	0,16	0,38	0,55	0,96
SİNPAŞ GYO	-0,10	-0,27	-0,20	0,13	0,04	0,13	-0,05
TORUNLAR GYO	0,58	1,76	1,52	1,37	0,55	1,50	1,21
TSKB GYO	-1,16	-1,51	0,54	0,09	-1,50	0,96	-0,43
VAKIF GYO	23,4	13,7	25,1	8,4	1,9	0,7	12,2
YAPI KREDİ KORAY GYO	0,09	-0,83	0,27	0,72	-0,55	-0,27	-0,10
YEŞİL GYO	0,10	-0,54	1,44	-1,93	0,09	0,10	-0,12

Tablo 2' de şirketlerin yıllara göre net kar marjı oranları ve bunların ortalamaları verilmiştir. Tablo 2' de sarı ile gösterilen işletmelerin net kar marjları diğerlerine göre yüksektir. Bu işletmelerden ilk sırayı Vakıf GYO işletmesi, ikinci sırayı Alarko GYO işletmesi ve üçüncü sırayı Atakule GYO

işletmesi almaktadır. Net kar marjlarına göre son üç sırada ise sırasıyla Akfen GYO, Pera GYO ve Nurool GYO işletmesi yer almıştır.

Tablo 3. Şirketlerin Yıllara Göre Aktif Devir Hızı Oranları Ve Ortalamaları

	2017/ 12	2016/ 12	2015/ 12	2014/ 12	2013/ 12	2012/ 12	ORTALAMA
ŞİRKETLER							
AKFEN GYO	0,02	0,02	0,02	0,04	0,03	0,03	0,03
AKİŞ GYO	0,07	0,04	0,05	0,07	0,06	0,16	0,07
AKMERKEZ GYO	0,48	0,49	0,45	0,42	0,41	0,40	0,44
ALARKO GYO	0,04	0,03	0,04	0,03	0,08	0,05	0,05
ATA GYO	0,03	0,04	0,10	0,02	0,01	0,19	0,06
ATAKULE GYO	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,02
AVRASYA GYO	0,18	0,05	0,06	0,14	2,12	3,98	1,09
DENİZ GYO	0,06	0,06	0,05	0,05	0,30	0,50	0,17
DOĞUŞ GYO	0,06	0,06	0,07	0,06	0,02	0,06	0,06
EMLAK KONUT GYO	0,19	0,18	0,11	0,12	0,17	0,12	0,15
HALK GYO	0,03	0,04	0,06	0,09	0,01	0,04	0,05
İŞ GYO	0,08	0,08	0,05	0,08	0,22	0,08	0,10
KİLER GYO	0,19	0,01	0,03	0,11	0,11	0,20	0,11
MARTI GYO	0,03	0,01	0,03	0,03	0,05	0,08	0,04
NUROL GYO	0,19	0,25	0,07	0,01	0,01	0,01	0,09
ÖZAK GYO	0,03	0,05	0,08	0,25	0,07	0,09	0,10
ÖZDERİCİ GYO	0,04	0,06	0,05	0,02	0,10	0,00	0,05
PERA GYO	0,04	0,04	0,01	0,15	0,06	0,08	0,06
REYSAŞ GYO	0,06	0,05	0,05	0,07	0,13	0,12	0,08
SİNPAŞ GYO	0,42	0,14	0,13	0,36	0,23	0,29	0,26
TORUNLAR GYO	0,07	0,06	0,07	0,11	0,05	0,05	0,07
TSKB GYO	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,04
VAKIF GYO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YAPI KREDİ KORAY GYO	0,19	0,11	0,12	0,24	0,29	0,25	0,20
YEŞİL GYO	0,03	0,02	0,00	0,01	0,45	0,13	0,11

Tablo 3'de ise şirketlerin yıllara göre aktif devir hızı oranları ve bunların ortalamaları gösterilmiştir. Bu tabloda da aktif devir hızı yüksek olan işletmeler sarı ile düşük olan işletmeler yeşil ile belirtilmiştir. Tablo 3'e göre aktif devir hızı en yüksek olan işletmeler Sinpaş GYO, Avrasya GYO ve Ak Merkez GYO işletmeleri olmuştur. Yeşil ile gösterilen ve aktif devir hızına göre son sırada yer alan işletmeler sırasıyla Vakıf GYO, Atakule GYO ve Akfen GYO olarak görülmektedir.

Tablo 4: Şirketlerin Yıllara Göre Özsermaye Çarpanı Oranları Ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	2017/ 12	2016/ 12	2015/ 12	2014/ 12	2013/ 12	2012/ 12	ORTALAMA
AKFEN GYO	2,59	2,33	1,69	1,76	1,69	1,51	1,93
AKİŞ GYO	1,71	1,68	1,70	1,63	1,73	1,58	1,67
AKMERKEZ GYO	1,03	1,03	1,04	1,03	1,02	1,02	1,03
ALARKO GYO	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
ATA GYO	2,30	1,76	1,86	1,18	1,04	1,01	1,53
ATAKULE GYO	1,06	1,04	1,01	1,01	1,01	1,01	1,02
AVRASYA GYO	1,16	1,04	1,09	1,09	1,00	1,00	1,06
DENİZ GYO	1,17	1,01	1,02	1,00	1,02	1,00	1,04
DOĞUŞ GYO	1,32	1,26	1,13	1,15	1,19	1,01	1,18
EMLAK KONUT GYO	1,65	1,74	1,79	1,71	1,61	1,95	1,74
HALK GYO	1,26	1,13	1,06	1,12	1,16	1,30	1,17
İŞ GYO	1,62	1,55	1,48	1,29	1,44	1,30	1,45
KİLER GYO	1,76	1,87	1,53	1,97	2,04	1,64	1,80
MARTI GYO	1,03	1,71	1,49	1,37	1,62	1,77	1,50
NUROL GYO	8,47	9,02	28,59	54,32	15,99	7,28	20,61
ÖZAK GYO	1,52	1,49	1,41	1,87	2,40	1,62	1,72
ÖZDERİCİ GYO	1,65	1,60	1,56	1,70	1,60	1,36	1,58
PERA GYO	1,67	1,34	1,26	1,26	1,40	1,35	1,38
REYSAŞ GYO	2,00	1,84	1,87	1,96	1,49	1,34	1,75
SİNPAŞ GYO	2,24	2,28	1,91	1,72	2,15	1,95	2,04
TORUNLAR GYO	1,78	1,74	1,82	1,83	2,13	1,58	1,81
TSKB GYO	2,74	2,27	1,92	1,74	1,80	1,55	2,00
VAKIF GYO	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
YAPI KREDİ KORAY GYO	1,22	1,49	2,46	2,78	3,44	1,88	2,21
YEŞİL GYO	8,41	7,85	5,86	4,97	3,95	5,26	6,05

Tablo 4'de işletmelerin altı yıllık öz sermaye çarpanı oranları ve bunların ortalamaları verilmiştir. Tablo da sarı ile gösterilenler en yüksek oranlara sahip işletmeler olurken yeşil ile gösterilenler en düşük oranlara sahip işletmelerdir. Tablo 4'de ki sonuçlara göre öz sermaye çarpanı en yüksek şirketler sırasıyla Nurool GYO, Yeşil GYO ve Yapı Kredi Koray GYO olarak görülmektedir. Yine tablo 4'de öz sermaye çarpanı en düşük şirketler Alarko GYO, Ak Merkez GYO ve Deniz GYO olarak görülmüştür.

Yukarıdaki tablolarda işletmelerin eklerde belirtilen bilanço ve gelir tablosu kalemleri ile dupont oranı için oran analizleri yapılmış olup işletmelerin yıllara göre dupont oranları ve bunların ortalamaları hesaplanmıştır. Bu veriler sadeleştirilmiş bir şekilde tablo 5 ve tablo 6' de gösterilip yorumlanmıştır.

Tablo 5'de 25 şirketin verilere göre hesaplanan değerlerin ortalama Dupont tablosu yer almaktadır. Ortalama değerlere göre Dupont tablosunda en iyi üç şirketin sıralaması tabloda belirtilmiştir.

Tablo 5: Şirketlerin Ortalama Dupont Sonuçları

ORTALAMA DUPONT TABLOSU					
	NET KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZSERMAYE ÇARPANI	DUPONT ORANI	SIRALAMA
AVRASYA GYO	0,437	1,088	1,063	0,509	1
AKMERKEZ GYO	0,704	0,444	1,030	0,322	2
ÖZAK GYO	1,191	0,095	1,718	0,195	3
ALARKO GYO	4,082	0,046	1,008	0,188	4
AKIŞ GYO	1,419	0,074	1,671	0,175	5
TORUNLAR GYO	1,214	0,069	1,812	0,152	6
İŞ GYO	1,037	0,101	1,445	0,152	7
ATA GYO	1,524	0,065	1,526	0,151	8
VAKIF GYO	12,199	0,011	1,080	0,150	9
KİLER GYO	0,742	0,108	1,801	0,144	10
REYSAŞ GYO	0,955	0,081	1,750	0,136	11
EMLAK KONUT GYO	0,500	0,149	1,744	0,130	12
DENİZ GYO	0,689	0,170	1,038	0,121	13
ÖZ DERİCİ GYO	1,611	0,047	1,579	0,120	14
HALK GYO	2,166	0,046	1,173	0,118	15
MARTI GYO	1,631	0,039	1,501	0,096	16
DOĞUŞ GYO	1,366	0,056	1,177	0,090	17
ATAKULE GYO	2,448	0,024	1,024	0,060	18
SİNPAŞ GYO	-0,048	0,259	2,040	-0,025	19
TSKB GYO	-0,428	0,044	2,004	-0,038	20
YAPI KREDİ KORAY GYO	-0,096	0,199	2,213	-0,042	21
AKFEN GYO	-1,389	0,027	1,927	-0,071	22
YEŞİL GYO	-0,125	0,106	6,053	-0,080	23
PERA GYO	-1,285	0,065	1,381	-0,115	24
NUROL GYO	-0,999	0,089	20,612	-1,826	25

Hesaplanmış olan oranların ortalamasının alınarak oluşturulan tablo 5 ortalama Dupont sonuçları tablosunda birinci sırada %0.51 ile Avrasya GYO firması yer alırken, ikinci sırada %0.32 ile Ak Merkez GYO firması, üçüncü sırada ise % 0.20 ile Özak GYO firması yer almıştır. Öz sermaye karlılığı doğrultusunda Dupont oranları ile yapılan bu tablodaki analizde en iyi şirketin Avrasya GYO firması olduğu görülmektedir. Nurol GYO ve Pera GYO işletmelerinin ise son sırada negatif değerler ile yer aldığı görülmektedir. Finansal açıdan en kötü yönetilen ve öz sermaye karlılığının en düşük olduğu işletmeler bunlar olduğu söylenebilir.

Yukarıdaki tablo 5’te işletmelerin yıllara göre hesaplanan oranlarının ortalaması alınarak bu tablo ve sıralama oluşturulmuştur. Bu yüzden nihayi objektif bir sonuç verememektedir. Çünkü işletmelerin bir çoğunun bazı yıllarda bilanço verileri ve oranları iyi gelirken bazı yıllarda çok kötü gelmesi veya o yıl işletmenin kar açıklamaması bu tabloda onu olumsuz etkilemektedir. Örnek verecek olursak Vakıf GYO işletmesi ortalamalar bazında net kar marjı çok yüksek olan bir işletme

olmasına rağmen işletmenin aktif devir hızı oranındaki ortalama azalış işletmenin dupont oranının düşük çıkmasına haliyle sıralamada alt sıralarda yer almasına sebep olmuştur. Bunun gibi başka şirketlerde bu tablonun iyi sonuçlar vermesine gölge düşürmektedir.

Tablo 6'da ise işletmelerin yıllık Dupont verileri hesaplanmış ve sonra ortalamaları alınmıştır. İşletmelerin her yıl gösterdikleri öz sermaye verimlilik değerleri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 6. İşletmelerin Yıllara Göre Dupont Sonuçları Ve Ortalamaları

	DUPONT ORANLARI						ORTALAMA
	2017/ 12	2016/ 12	2015/ 12	2014/ 12	2013/ 12	2012/ 12	
AKMERKEZ GYO	0,334	0,345	0,326	0,311	0,309	0,303	0,321
ALARKO GYO	0,166	0,175	0,225	0,170	0,218	0,047	0,167
ÖZDERİCİ GYO	0,104	0,080	0,421	0,261	0,096	-0,009	0,159
TORUNLAR GYO	0,071	0,196	0,196	0,267	0,064	0,118	0,152
AKIŞ GYO	0,196	0,143	0,278	0,071	0,034	0,080	0,134
EMLAK KONUT GYO	0,141	0,164	0,102	0,109	0,127	0,119	0,127
ÖZAK GYO	0,216	0,006	0,232	0,270	0,000	0,030	0,126
İŞ GYO	0,055	0,133	0,199	0,145	0,100	0,061	0,116
REYSAŞ GYO	0,118	0,159	0,203	0,021	0,072	0,091	0,111
DOĞUŞ GYO	0,061	0,071	0,106	0,079	0,036	0,166	0,087
KİLER GYO	0,284	0,039	0,064	0,000	-0,037	0,132	0,080
HALK GYO	0,134	0,066	0,133	0,074	0,041	0,023	0,079
ATA GYO	0,057	0,110	0,201	0,027	0,029	0,039	0,077
MARTI GYO	0,334	-0,082	-0,406	0,520	0,070	0,008	0,074
AVRASYA GYO	0,153	0,032	0,072	0,017	0,115	0,015	0,067
ATAKULE GYO	-0,044	0,066	0,131	0,049	-0,031	0,195	0,061
DENİZ GYO	0,074	0,063	0,056	0,029	-0,014	0,159	0,061
VAKIF GYO	0,080	0,049	0,090	0,077	0,022	0,032	0,058
YEŞİL GYO	0,026	-0,075	0,004	-0,073	0,153	0,070	0,017
SINPAŞ GYO	-0,097	-0,084	-0,050	0,078	0,017	0,071	-0,011
YAPI KREDİ KORAY GYO	0,019	-0,137	0,082	0,472	-0,547	-0,125	-0,039
TSKB GYO	-0,133	-0,138	0,041	0,007	-0,125	0,072	-0,046
AKFEN GYO	0,023	-0,604	-0,050	-0,006	0,135	0,029	-0,079
PERA GYO	-0,555	-0,011	0,005	-0,003	-0,027	-0,011	-0,100
NUROL GYO	0,051	0,732	-1,910	-1,508	-0,329	0,103	-0,477

Tablo 6'da ise yıllara göre her şirketin Dupont verileri hesaplanmış ve altı yılın ortalaması alınmıştır. Sadece yılsonu verileri ile hesaplanan bu Dupont oranlarında en iyi şirketin %0.32 ile Ak Merkez GYO işletmesi olduğu görülmektedir. Ayrıca bu şirket yıllık Dupont verileriyle istikrarlı bir öz sermaye verimliliği kaydetmiştir. Bununla birlikte bu şirketin iyi yönetildiği düşünülebilir. Ak Merkez GYO firması bir önceki tabloda da benzer bir değer ile ikinci sırada yer almıştır. Tablo 6'da yıllara göre ikinci sırada %0.16 ile Alarko GYO firması yer alırken üçüncü sırada %0.15 ile Öz Derici GYO firması yer almıştır. Aynı zamanda bu iki şirkette 2012 yılındaki gerçekleştirdikleri Dupont verileri hariç diğer yıllarda istikrarlı bir öz sermaye verimliliği kaydetmişlerdir. Bu şirketlerinde Ak Merkez GYO işletmesi gibi finansal durumlarının iyi olduğu ve iyi yönetildiklerinin göstergesidir. Ak Merkez GYO işletmesi öz sermaye verimliliğinde en iyi performansını % 0.34 ile 2016 yılında gerçekleştirmiştir.

Bu tabloda yine son sırada Nurol GYO ve Pera GYO firmaları yer almıştır. Öz sermaye verimliliği bakımından ve diğer oranlara baktığımız takdirde en düşük işletme bu şirketlerdir. Emlak Konut GYO firması Gyo firmaları içerisinde önemli bir yere sahip olmasına rağmen öz sermaye verimliliği Dupont oranları istenilen performansı gösterememiştir.

Sonuç olarak yukarıda belirtilen iki tabloda da Ak Merkez GYO önemli sıralara yükselmişken diğer şirketler tablolarda değişiklik gösterdiği görülmektedir. Bunun başlıca sebebi tablo 5 oluşturulurken hesaplanan oranların önce ortalamasını almak sonra Dupont hesaplamalarını yapmak sağlıklı sonuçlar vermediği için tablolarda sıralama değişimleri olduğu gözlemlenmiştir. Çünkü işletmelerin bazı bilanço kalemlerinde alınan dönemler itibariyle ciddi değişiklikler olduğu görülmüştür. Bu durum oranlarında değişmesine haliyle ortalama oranlarda ciddi farklar oluşmasına sebep olmuştur. Hal böyle olunca tablo 5'deki ortalama Dupont tablosu ile tablo 6'da ki yıllara göre Dupont tablosundaki sıralamalar uyuşmamıştır. Yıllara göre Dupont oranların ortalaması alınarak hesaplanan 6.tablo'daki veriler gerçeğe yakın daha iyi sonuçlar verdiği görülmüştür. Ayrıca işletmelerin yıllar itibariyle hesaplanan Dupont oranlarının gerçeklik payı daha yüksektir. Bu yüzden tablo 6'ın daha ideal sonuçlar verdiği söylenebilir.

Dupont oranları sonucunda iki tabloda da son sıraları aynı şirketler yer aldığı gözden kaçırılmaması gereken bir unsurdur. Nurol GYO ve Pera GYO şirketleri öz sermaye verimlilikleri ve oran analizleri sonucunda iyi durumda şirketler olduğu söylenemez. Bu şirketlerin kötü olmasının sebepleri arasında finansal yönetimlerinde yaşanan sorunlar yer aldığı görülmektedir. İşletmeler belirli dönemlerde düşüşte olabilirler. Fakat bu dönemler sayılıdır. Bu işletmelerin her dönem oran analizlerinde düşük çıkması iyi yönetilemediklerinin bir göstergesi olduğu söylenebilir.

İlk sıralarda yer alan işletmelerin iyi durumda olması da bu şirketlerin yöneticilerinin finansal durumlarına dikkat etmesi ve gerçekten bu oranları destekleyecek şekilde faaliyet gösterdikleri söylenebilir. Fakat bu durumunda istisnası vardır. Örnek verecek olursak gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketleri arasında önemli şirketler olan Vakıf GYO ve Emlak Konut GYO işletmeleri öz sermaye verimlilikleri açısından Dupont oranları ile beklenen finansal performansı gösterememişlerdir. Bu performansı gösterememelerinin sebebi işletme yöneticileri olduğu söylenemez. Sadece finansal üç orana bakılarak ta işletmelerin iyi ya da kötü olduğu belirtilmemelidir. Bu işletmelerin iyi durumda olduğu bilinmekte ama öz sermaye verimliliklerinde beklenen performansı gösteremedikleri görülmektedir. Yani bu işletmeler öz sermayelerini olumlu bir şekilde kullanamadıkları söylenebilir.

Tablo 6'a göre en istikrarlı Dupont oranları yıllara göre Ak merkez GYO işletmesine ait olduğu görülmektedir. Bu da işletmenin her dönem öz sermaye verimliliğinin çok iyi olduğu ve iyi yönetildiğinin bir göstergesidir.

5. SONUÇ

İşletmelerin finansal performanslarının ölçülmesinde kullanılan en önemli analizlerden biri oran analizleridir. Belirli oranların birleştirilerek birleşik oran analizi denilen Dupont yöntemi ile de işletmelerin finansal performansları ölçülebilmekte ve işletmelerin öz sermaye verimlilikleri hakkında yorum yapılabilir.

Bu çalışmada gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe faaliyet gösteren 25 adet işletmenin 6 yıllık yılsonu bilanço ve gelir tablosu kalemleriyle Dupont oranı için belirli finansal oranları hesaplanmıştır. Bu işletmelerin öz sermaye verimlilikleri ile finansal performansları ölçülmeye çalışılmıştır.

Sonuç olarak, gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketleri arasında öz sermaye verimliliği ve diğer oranlar ile yapılan analizler doğrultusunda en iyi işletme Ak Merkez GYO işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Ak Merkez GYO işletmesinin sektörde bu kadar başarılı olması takdire şayandır. Bu işletmenin öz sermaye verimliliğinde başarılı olmasının öncelikli sebebi her dönem düzenli bir net kar açıklaması olduğu söylenebilir. Her dönem önemli ve yüksek bir net kar açıklayan işletmelerin dolayısıyla net kar marjları da yüksek olduğu görülmektedir. Ak Merkez GYO işletmesinin ayrıca aktif devir hızı oranı da diğer işletmelerin ortalamalarına göre çok yüksek olduğu görülmektedir. Durum böyle olunca bu işletmenin finansal performansının ve öz sermaye verimliliğinin yüksek olması kabul edilen bir gerçek olmuştur. Ak Merkez GYO işletmesini diğer işletmelerden ayıran en önemli özellik her dönem açıkladıkları net kar verileridir. Net karlarının bu kadar yüksek olması işletmenin yatırıma uygun bir işletme olduğunu göstermektedir. İşletme ayrıca yatırımcılarına kar payı dağıtırken uyguladıkları kar payı politikasında her dönem gerçekleştirdikleri net karını dikkate alarak bir kar payı dağıtımını yaptıkları için yatırımcılar tarafından cazip bir şirket olduğu görülmektedir.

Alarko GYO işletmesinin de aynı şekilde üst sıralarda yer almasının başlıca sebebi her dönem düzenli bir şekilde açıkladıkları net kar verileridir. Ancak Özderici GYO işletmesinin üçüncü sıralarda yer almasının sebebi diğerlerinden farklı olduğu görülmektedir. Bu şirketin her dönem Öz sermaye çarpanı giderek artmıştır. Bu da şunun göstergesidir. İşletmenin duran varlıklara yapmış olduğu yatırımlara önem verdiği görülmektedir. Haliyle duran varlık yatırımları GYO işletmeleri de önemli olduğu için Öz Derici GYO işletmesini bu durum üst sıralara taşımıştır.

Yukarıda verilen tablo 5 ve tablo 6 sonuç tabloları neticesinde Nurol ve Pera GYO işletmelerinin öz sermaye verimlilik analizlerinde son sıralarda yer aldığı görülmektedir. Bunun öncelikli sebeplerinden bir tanesi Pera GYO işletmesinin 2015 yılı hariç her yıl bilançosunda zarar açıklaması olduğu söylenebilir. 2017 yılında açıkladığı zarar gerçekten ciddi boyutlardadır. Aynı zamanda aktif verimliliği çok düşük olması bu şirketi en alt sıralara düşürmüştür. Net kar marjı bu denli her dönem eksi olması işletmenin öz sermaye verimliliğinin de düşük olması hatta eksi olması sonucunu doğurmuştur. Aynı şekilde Nurol GYO işletmesinin de net karını zarar açıklaması bu işletmeninde öz sermaye verimliliğinin eksi olmasına sebebiyet vermiştir. Bu aşamada bu alt sıralardaki şirket yöneticilerine karlarına önem vermelerini ve zarar faktörlerinden kaçınmaları gerektiği konusunda direktifler ve tavsiyeler verilebilir. Diğer arada yer alan işletmelerin ise dikkat etmesi gereken en önemli hususlardan ilki dönem karları ikincisi ise

duran varlık yatırımları olduğu görülmüştür. Yatırımcılar ve şirket ortakları bunları dikkate alarak yatırımlarını yapmaları tavsiye edilebilir.

Bu çalışma ile gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe finansal performansı en yüksek olan işletmeler ortaya konulmuş, bu sektörde yatırım yapmak isteyen yatırımcılara karar almalarına yardımcı olacak veriler sunulduğu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akça, S.(2008). Beta katsayısı ile oranlar arasındaki ilişkilerin ölçülmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, ADÜ, SBE, Aydın.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2005). *Finansal tablolar ve mali analiz teknikleri*, 10. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akgüç, Ö.(1994), *finansal yönetim*, 6. Baskı, İstanbul: Avcıol Yayınları..
- Ardalan, K.(,2017), Advancing the interpretation of the dupont equation, *Journal Of The Modern Accounting And Auditing*, July 2017
- Aydın, N. Başar M. Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Brealey, R.A. Myers S.C. ve Marcus, A.J. (2006). *İşletme finansmanının temelleri*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brealey, R.A., Myers S.C.ve Marcus A.J. (1997). *İşletme finansının temelleri*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ceylan, A. ve Korkmaz T.(2017). *Finansal yönetim temel konular*, 10.Baskı, İstanbul: Ekin Basın Yayın Dağıtım.
- Ceylan, A.(1985). *İşletmelerde finansal yönetim*, Bursa: Örnek Kitap Evi.
- Çabuk, A. VE Lazol İ. (2004). *Mali tablolar analizi*, 3. Baskı, Bursa: Vipaş A.Ş.
- Çabuk, A.(1991). *Finansal tablolar analizi*, 2. Baskı, Bursa: Uludağ Üniversitesi Basım Evi.,
- Elmas, B.(2016). *Finansal tablolar analizi*, 2.Basım, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti.,
- Erdoğan, N.(1997). *Mali tablolar ve analizi*, Ankara: Attila Kitabevi.
- Fatini, V. Dimitrias A. ve George M.A.(2000). Financial development and financial structure of industrial sme the case of greece, *European Research Studies*, pp. 95-109, Vol. 3(3-4).
- Gider, Ö.(2011). Ekonomik kriz dönemlerinin özel hastanelere etkileri: bir özel hastanenin oran analizleri yöntemiyle finansal performansına bakış, *Kocaeli Üniversitesi, Kocaeli Sağlık Hizmetleri Meslek Yüksekokulu*, Kocaeli.
- Gönenli, A.(1985). *İşletmelerde finansal yönetim*, 5. Baskı, İstanbul: İşletme İktisadi Enstitüsü Yayınları, No: 15.
- Kaderli, Y.C.(2006). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören gıda sektörü şirketlerinin finansal performansının ölçülmesi ve öz sermaye karlılığını etkileyen faktörlerin belirlenmesi, yayımlanmamış yüksek lisans tezi, ADÜ, SBE, Aydın.
- L. Dupont, D. Jollivet ve F. Viard.(2003). *Marine ecology progress series* Vol. 253 pp. 183-195.

- Lilie, N. S., Diah A. R. A., (2017). Analisis System Dupont Sebagai Salah Satu Alat Untuk Menilai Kinerja Keuangan Perusahaan (studi pada perusahaan property real estate yang terdaftar di tahun 2010 - 2014), Inventory Jurnal, Cilt 1 Sayı 1.
- Nenden, K. Ratna M.D. ve Dinda R.O. (2017). Comparative analysis of financial performance pt kalbe farma, tbk. and pt kimia farma (persero) tbk using dupont system in 2012-2014, Adbispreneur, Cilt 2 Sayı 1.
- Nurul, K.B. , Shah A. ve Monzur H.(2018). DuPont analysis of return on common stock holder's equity in pharmaceutical industry of Bangladesh, Global Journal of Management And Business Cilt 18 Sayı 1, July 2018.
- Öner, A.(2015). İşletmelerin öz sermaye verimliliğinde meydana gelen değişmelerin du-pont kontrol sistemi ile analizi; Borsa İstanbul (BİST 30) endeksindeki üretim işletmeleri üzerinde bir uygulama, yüksek lisans tezi, ADÜ, SBE, Aydın.
- Sunardı, N.(2018). Analisis dupont system dengan time series approach (tsa) dan cross sektional approach (csa) dalam penilion kinerja keuangan perusahaan , Jimf Cilt 1 Sayı 3.
- Sylvia, J. , Eva L. ve Petra V.,(2018). Implementation of dupont model in non-financial corporations, Montenegrin Journal of Economics, Cilt 14 Sayfa 131- 144.
- Şenkayas, H. Kaderli Y.(2009). Firmaların özsermaye verimliliğindeki değişmelerin dupont kontrol şeması ile analiz edilmesi; lojistik sektöründeki firmalar üzerine bir uygulama, Ankara: Verimlilik Dergisi, MPM Yayınları <http://piyasarehberi.org/sozluk/oz-sermaye-carpani/2017>