

TÜRK SAVUNMA SANAYİ ŞİRKETLERİ İLE DEFENSE 100 ŞİRKETLERİNİN TREND ANALİZİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI: ÖRNEK UYGULAMADr. Zekeriya DEMİR **ÖZET**

Bu çalışmada Türkiye’de BİST İstanbul’da işlem gören savunma sanayi Şirketleri ile Defense 100 listesinde yer alan savunma sanayi Şirketlerinin bilanço ve gelir tablosundaki gelişmeler trend analizi ile analiz edilmiştir. Çalışma dönemi olarak 2015-2020 yılları belirlenmiş ve yılların herhangi birinde 1 milyar ABD Doları ve üzerinde ciroya sahip olan Şirketler kapsama dahil edilmiştir. Çalışmanın amacı, Defense 100 Şirketleri ile Türkiye’deki savunma sanayi Şirketlerinin gelişimini bilanço ve gelir tabloları üzerinden ortaya koymaktır. Sektörün zaman içinde gelişimini göstermesi açısından analiz yöntemi olarak trend analizi seçilmiş ve altı yıllık bir zaman dilimi incelenmiştir. Yapılan analizlerden, Türk savunma sanayi Şirketlerinin satışlar, satışların maliyeti ve karlılık rasyoları açısından Defense 100 Şirketlerine göre daha iyi performans gösterdiği buna karşılık kısa ve uzun vadeli borçluluk açısından ise Defense 100 Şirketlerinin daha iyi durumda olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışma Türk savunma sanayi Şirketleri ile Defense 100 Őirketlerini mali tablolar üzerinden trend analizi ile karşılaştırmalı olarak analiz eden ilk çalışmadır. Bu yönüyle literatüre önemli katkılar sunması ve yeni çalışmalar içinde bir örnek olması beklenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Savunma Sanayi, Mali Tablolar, Trend Analizi

Jel Kodları: M40, M41, M49

COMPARISON OF TURKISH DEFENSE INDUSTRY COMPANIES AND DEFENSE 100 COMPANIES WITH TREND ANALYSIS: SAMPLE APPLICATION**ABSTRACT**

In this study, the developments in the balance sheet and income statement of defense industry companies listed in the Defense 100 list and defense industry companies traded in BIST Istanbul in Turkey were analyzed by trend analysis. The working period is 2015-2020, and companies with an annual turnover of US\$ 1 billion or more in any of the years are included in the scope. The aim of the study is to compare the development of Defense 100 companies and defense industry companies in Turkey through balance sheets and income statements. Trend analysis was chosen as the analysis method in order to show the development of the sector over time, and a six-year time frame was examined. From the analyzes conducted, it was concluded that Turkish defense industry companies performed better than

* Türk Hava Yolları, Muhasebe ve Mali Kontrol Başkanlığı, İstanbul/ Türkiye. E-mail: zdemir55@gmail.com

Makale Geçmiři/Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 16 Kasım / November 2021

Düzeltilme Tarihi / Revision Date : 10 Ocak / January 2022

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 19 Şubat / February 2022

Defense 100 companies in terms of sales, cost of sales and profitability ratios, while Defense 100 companies were better off in terms of short-term and long-term indebtedness. This study is the first to analyze Turkish defense industry companies and Defense 100 companies in comparison with trend analysis via financial statements. In this aspect, it is expected to make important contributions to the literature and to be an example in new studies.

Keywords: *Defense Industry, Financial Statements, Trend Analysis*

Jel Codes: *M40, M41, M49.*

1. GİRİŞ

Savunma ve güvenlik harcamaları ülkelerin ekonomik gelişimi ve ticaret hacmine bağlı olarak artmaktadır. 2016 yılında yaklaşık 41 trilyon dolar olan dünya ticaret hacmi 2017 yılında 43 trilyon dolara ve savunma harcamaları da 1,7 trilyon dolar gibi çok önemli bir tutara ulaşmıştır. Bu oran dünya GSYİH'sının yüzde 2,2'sine tekabül etmekte ve kişi başına 230 dolarlık bir savunma harcamasına karşılık gelmektedir. Dünyadaki toplam savunma harcamalarının yaklaşık yüzde 60'ı, ABD, Çin, Suudi Arabistan, Rusya ve Hindistan tarafından yapılmaktadır (ODS Consulting Group, 2020:7-8). Ülkelerin savunmaya ayırdıkları paylar sürekli artarak 2021 yılında 1,92 trilyon dolara ulaşmıştır (McGerty, 2022). Bu artışı destekleyen unsurlara bakıldığında genellikle artan jeopolitik gerginlikler ve ülkelerin her şeye rağmen askeri güçlerini pekiştirme isteğinin önemli olduğu görülmektedir. Örneğin Çin Mayıs 2020'de 178,2 milyar dolarlık bir askeri bütçe açıklarken Japonya 2021 yılı bütçesini 51,6 milyar dolar olarak açıklamış ve Fransa'da askeri harcamalarda herhangi bir kısıtlamaya gitmeyeceğini belirtmiştir. Bunlara karşılık Rusya 2021-2023 arasında savunma harcamalarında yüzde 5 oranında bir kesintiye gideceğini açıklamakla beraber ABD ve Çin'le rekabette geri kalmamak için uzay askeri kuvvetlerine yatırım yapmaya devam etmektedir (Hatipoğlu, 2021:4-5). Bu kapsamda Türkiye, askeri güç açısından dünyada dokuzuncu, savunma harcamaları açısından on sekizinci ve kişi başına 410 dolar savunma harcama rakamı ile dünya ortalamasının üzerinde yer almaktadır. Türkiye'nin jeo-politik ve jeo-stratejik konumu göz önüne alındığında bu tutarlar normal kabul edilebilir. Dünya savunma sanayi ihracatının yaklaşık yüzde 90'ı üç ülke tarafından (ABD yüzde 83, Rusya yüzde 5, Çin, yüzde 2) yapılmakta olup Türkiye'nin payı yüzde 0,21'dir. Buna karşılık Türkiye'de savunma sanayi son yıllarda iyi bir gelişme göstermiş ve 2001 yılında 180 milyon dolar olan ihracat hacmi günümüzde 2 milyar dolar seviyelerine çıkmıştır (Sezgin ve Sezgin, 2018:4-6, Vakıf Yatırım, 2018:5-7).

Türkiye'de savunma sanayi ile ilgili girişimler 1970'li yıllarda başlamış ve bu girişimlerin sonunda Aselsan ile Havelsan kurulmuştur. Bilindiği üzere savunma sanayii teknoloji yoğun, rekabet imkanları kısıtlı, ciddi ar-ge yatırımları gerektiren ve genellikle alıcısı kamu olduğu için girişin zor olduğu sektörlerin başında gelmektedir. Bu nedenlerle bu alana girecek şirketlerin desteklenmesi amacıyla çeşitli ülkelerde farklı modeller geliştirilmiştir. Türkiye'de de bu amaçla 1985 yılında savunma sanayi destekleme fonu kurulmuş, fon için çeşitli gelir kaynakları belirlenmiş ve bu alandaki çalışmaları

koordine etmek üzere Savunma Sanayi Müsteşarlığı kurulmuştur. Türkiye’de savunma sanayi açısından en önemli gelişmelerden biri 1998 yılında Bakanlar Kurulu Kararı ile Savunma Sanayi Politikası ve Strateji Esaslarının belirlenmiş olmasıdır. Bu karar hem bu alandaki çalışmaların tek elden koordine edilmesi hem de bu alana verilen önemi göstermesi açısından önemlidir (OKA, 2012:24-27, 3228 Sayılı Kanun). Bu stratejik kararlar sonucunda sektörde 2000’li yıllardan itibaren özgün ürünler ortaya konulmaya başlamış, bunun yanında off-set uygulamaları ile askeri havacılık sektöründe ihraç imkanları geliştirildiği gibi sivil havacılık alanındaki gelişmelere de öncülük edilmiştir. Ancak buna rağmen sektörde verimliliğin artırılmasına, bilgi teknolojilerinin etkin kullanılmasına, tedarik zinciri yönetiminde yetkinlik kazanılmasına ve sektör için ciddi bir risk olan over headlerin azaltılmasına ihtiyaç olduğu bilinmektedir (Baysak, 2013:5,27-28). Zaman içinde savunma alanındaki artan ihtiyaçlar ve yeni projelerin devreye girmesi ile yukarıda zikredilen savunma sanayi fonu kaynakları yetersiz kalmış ve bu durumu düzeltmek için 2018 yılından itibaren Gelir ve Kurumlar Vergisi gelirlerinden fona verilen paylar artırılmış ve Motorlu Taşıtlar Vergisi ile Veraset ve İntikal Vergisinden de pay verilmeye başlanmıştır (Aydın, 2020:10).

Bütün bu destek ve gelişmelere rağmen Türk savunma sanayinin alması gereken önemli bir mesafe olduğu da bilinmelidir. Türk savunma sanayi ürünlerinin müşteri profiline bakıldığında yurtiçinde nihai kullanıcı iken yurtdışında ise sanayiciler olduğunu görülebilir. Bunun anlamı sektörün ağırlıklı olarak hammadde ve ara malı tedarikçisi olduğu, henüz ciddi anlamda mamul mal üreten bir yapıya kavuşmadığı şeklinde yorumlanabilir. Gelecek beş yılda mamul araç ve ürünlerde pazarın +-%5 düzeyinde bir gelişme göstereceği, buna karşılık ara malı ve yedek parçada yüzde 10 oranında bir büyüme beklenmektedir. Sektördeki firmaların bu trendleri takip etmeleri ve yapısal bir dönüşümle birlikte nihai kullanıcıya ürün satabilir bir seviyeye gelmesi halinde karlılığı artırma imkanlarının olacağı öngörülmektedir. Bu durum istihdam, ar-ge, uzmanlaşma ve markalaşma konusunda sektöre önemli katkılar sunabilir (Akın, 2019:5-6). 2020 yılında savunma sanayi cirosu 2019 yılına göre yaklaşık 2 milyar dolar düşüşle 8,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiş olup bu tutar içinde ihracatın payı 2,36 milyar dolardır. İhracatın müşteri bazlı bileşimine bakıldığında bu tutarın 790 milyon doları sanayiciye ve 1.536 milyon doları da son müşteriye yapılmıştır. Sektör istihdam yaratmaya devam etmiş ve çalışan sayısı bir önceki yıla göre yüzde 5,14 artarak 77.766 kişiye ulaşmıştır (SASAD, 2021:7-9). Sektörde yerlilik oranındaki gelişmeye bağlı olarak hem ihracat hacmi artmış hem de ar-ge harcamaları artmıştır. Hacim artışlarının yanında sektörün diğer sektörlerle örneğin taşımacılık ve demir çelik ile karşılaştırıldığında ülke ekonomisine önemli bir katma değer ve döviz girdisi sağladığı da görülmektedir (Bingöl ve Varlık, 2015:17-19). Özetle Türk savunma sanayi 2020 yılı itibariyle ülke savunmasının ihtiyaç duyduğu ürünlerin yüzde 70’ini karşılar duruma gelmiş ve sektörde yer alan firmalardan 7 tanesi Defense 100 listesinde yer almıştır (Vakıf Yatırım, 2018:1, Al-Shaghel, 2021:11-12).

Savunma sanayi birçok ülkede stratejik bir hedef olarak belirlenmiş olup bu ülkelerden biri de Sırbistan’dır. Sırbistan’da savunma sanayi belirlenen ana stratejiye uygun olarak 2012 yılından bu yana

sürekli gelişme halinde olup savunma, ekonomi ve finans bakanlıklarının desteği ile başlatılan yeniden yapılanma, modernizasyon ve mevcut kapasitelerin geliştirilmesi için 2020 yılına kadar, 150 milyon Euro'luk bir kaynak ayrılmıştır. Sektörün yüzde 92,06'sı yerli sermayeli olup 2005-2016 yılları arasındaki toplam ihracatı yaklaşık 2,3 milyar ABD doları seviyesindedir (Vidović, Dželetović ve Beriša, 2019:1599-1601). Benzer şekilde Hindistan hükümeti de 2014 yılından itibaren ülkede bir savunma sanayi altyapısı kurulmasını aktif olarak desteklemiştir. Bu nedenle Hindistan'da savunma ve havacılık sektörü stratejik öneme sahip sektörler arasında olup 1,3 milyon kişiyi istihdam etmektedir. 2008-2016 yılları arasında sektör ortalama olarak yüzde 9,7 oranında büyümüş olup 2030 yılında yaklaşık 70 milyar ABD doları büyüklüğe ulaşması beklenmektedir (Rizwana ve Saqibb, 2020:36-40).

Savunma sanayinde sektör hakkında sağlıklı verilere ulaşmak ve sektörün gerçek büyüklüğünü tespit etmek önemli bir problem alanı oluşturmaktadır. Bunun nedenleri olarak, savunma sanayindeki tedarik zincirlerinin karmaşıklığı, üretim sonrası faaliyetlerin sektöre dahil edilip edilmeyeceği, istihdam ve ciro gibi verilerle sektör büyüklüğünün tespiti ve hükümetlerin savunma sanayine yönelik istatistik veriler yayınlamamaları örnek olarak verilebilir (Hartley, 2018a:31-32).

Savunma sanayi firmalarının performansının ölçümünde fiyatlar, karlılık, verimlilik ve ihracat değerleri kullanılabilir. Ancak yukarıda da belirtildiği üzere bu karşılaştırmaların yapılabilmesi için gerekli verilerin temininde sorunlar bulunmaktadır. Çünkü bu veriler genellikle paylaşılmamaktadır. Bir diğer sorun da silah sanayi verilerinin genel sanayi verileri ile karşılaştırılmasında yaşanmaktadır. Bu alanda elde edilen veriler genellikle istihdam ve ciro artışı gibi veriler olup, sadece bu verilerle sağlanan katma değer ölçümü mümkün olmamaktadır (Hartley, 2018a:33).

Savunma ve havacılık sektöründe karlılıklar hala iyi olmasına rağmen bölgesel olarak bakıldığında ABD'li şirketlerin kar marjlarının Avrupalı şirketlere göre daha iyi olduğu görülmektedir. Bunun yanında sektörde verimlilik artışları devam etmekte ancak sektörde savunmanın payı giderek azalmakta ve sektör daha ticari hale gelmektedir. Yani gelirlerindeki savunma ürünlerinin payı azalmaktadır (Deloitte, 2015). Sektörün geleceğine bakıldığında güvenlik sorunları devam ettiği sürece savunma sanayi firmalarının gelecekte de var olacağı söylenebilir. Ancak hükümetlerin bu firmalarla olan ilişkilerinde karlılık ve verimlilik konularına daha fazla dikkat edeceği bilinmelidir. Böyle bir durum savunma sanayi firmalarının öz kaynak yapılarını etkileyeceği için sektör tarafından bu iki unsurun dikkate alınması gerekir. Siber güvenlik konularının sektör açısından yeni fırsatlar ortaya çıkaracağı tahmin edilmektedir (Hartley, 2018a:34-35). Gerek ülkeler arası ve gerekse küresel güvenlik tehditlerinin artması ile savunma ve askeri harcamaların artışı arasında doğru bir ilişki olduğu bilinmektedir. Yapılan tahminlere göre sektörün bu endişelerle birlikte 2019-2023 döneminde yıllık yüzde 3 bileşik büyüme oranı ile 2,1 trilyon Amerikan dolarına ulaşması beklenmektedir. Küresel savunma harcamalarındaki bu artış sektör açısından önemli fırsatlar yaratmaktadır. Sektörün bu fırsatlardan yararlanabilmesi için çevik üretim tekniklerini uygulaması ve dijital teknolojik dönüşüme uyum sağlaması gerekmektedir. Bunların yapılması halinde ciddi bir ilave sermaye yatırımı yapmadan

kapasite kullanımını ve iş verimliliğinde yüzde 10-12 oranında kazanç sağlayacağı tahmin edilmektedir (Deloitte, 2020:3). Bunlara ilave olarak sektörün gelecekteki başarısında, yerli milli pazarın değerini en üst düzeye çıkarmak, doğru yeteneklere ve ortaklara yatırım yapmak, uluslararası pazarlar geliştirmek, entegrasyonu engelleyen bir endüstride ölçek ve kapsam ekonomilerini güvence altına almak ve tedarik zinciri içindeki endüstriyel katılım önemli rol oynayacaktır (PWC, 2021:3).

2. TREND ANALİZİ

Finansal tablolar analizi yardımı ile işletmelerin ekonomik, finansal ve faaliyet sonuçları değerlendirilebilir. Bu analizler sonucunda işletmelerin likidite durumları, faaliyet sonuçları, mali yapıları ve karlılıkları hakkında bilgi edinebilir ve bu bilgilerle işletmenin içinde bulunduğu durum veya gelecekteki risk ve fırsatları hakkında değerlendirme yapabiliriz. Finansal tablolar analizinde, karşılaştırmalı tablolar analizi, dikey yüzdeler analizi, trend analizi ve oran analizi en yaygın kullanılan analiz türleri arasındadır. Finansal tablolar analizi ile işletmenin geçmişteki faaliyetlerinin ne derecede başarılı olduğu görülebileceği gibi gelecekteki durumu da tahmin edilebilir. Ancak yapılacak analiz ve yorumların doğru olması ve işletme yöneticilerine doğru kararlar almada yardımcı olabilmesi için finansal tablolardaki bilgilerin doğru ve güvenilir olması önemlidir. Bu nedenle bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar böyle bir güvence açısından önemlidir (Çabuk, 2013:15-16).

Trend analizi diğer yöntemlere göre daha uzun zaman dilimleri halinde işletmenin finansal durumu ile faaliyet sonuçlarında ortaya çıkan değişimleri göstermek açısından uygun bir yöntemdir. Ancak bu değişimin doğru tespit edilebilmesi için analiz edilecek bilanço ve gelir tablosu kalemleri arasında anlamlı ilişkilerin olması ve yaklaşık 5-6 yıllık bir zaman dilimini kapsaması gerekir (Topak, 192-193.). Bu yöntemde analize dahil edilecek yıllar kadar analize baz teşkil edecek yılın seçimi de çok önemlidir. Bu nedenle baz yılın normal bir yıl olmasına dikkat edilmelidir. Aksi takdirde baz yılın yanlış seçilmesi sonraki yıllarda ortaya çıkacak sonuçların yanlış çıkmasına ve yanlış yorumlanmasına neden olabilir (Sevim, 2013:48). Analiz sonucunda ortaya çıkan sonuçların değerlendirilmesinde reel değişimi görmek için fiyat değişimlerinin etkilerinin de dikkate alınması gerekir. Çünkü enflasyon ve kur gibi değişimlerin mali tablolar üzerinde önemli bozucu etkileri olabilir. Mali tabloları bu etkilerden arındırmak için gerekli düzeltmelerin yapılması uygun olur (Çabuk ve Lazol, 1998:155-167).

Trend analizi analiste, şirketlerin belirli dönemler itibarıyla mali tablolarındaki artış veya azalışları ve bunların mali tablolar üzerindeki etkilerini ortaya koymak suretiyle dinamik bir analiz yapmasına imkan sağlar (Akgüç, 2011:427). Ancak buna rağmen trend analizinin de bazı kısıtları vardır ve analiz sonuçları yorumlanırken bunlara dikkat edilmelidir. Örneğin baz yılın seçiminde çok kötü bir yılın seçilmesi halinde takip eden yıllardaki iyileşmeler çok daha olumlu değerlendirilirken, çok iyi bir yılın seçilmesi halinde takip eden yıllardaki iyileşmeler daha olumsuz değerlendirilebilir. Mali tablo açısından önemlilik seviyesi düşük kalemlerde ortaya çıkan artışlar abartılı bir şekilde değerlendirilebilir. Bu nedenle artış veya azalışların değerlendirilmesinde sadece oransal artışın değil

bu artış ve azalışların tutarlarının da dikkate alınması gerekir. Bunların yanında inceleme dönemindeki önemli muhasebe politikaları, değerlendirme yöntemleri, fiyat ve kur hareketlerinin etkileri dikkate alınmazsa analiz anlamsız hale gelebilir (Akgüç, 2011:400-401).

Trend analizinde mali tablo kalemlerinin karşılaştırılmasında iki yöntem kullanılır. Bunlar baz yıla göre değişim ve önceki yıla göre değişimdir. Bu çalışmada savunma sanayi sektöründeki değişim eğilimi baz yıl esas alınmak suretiyle analiz edilmiştir.

3. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Schulman (1976) çalışmasında ABD savunma sanayinde yer alan 12 şirketin 1971-1975 yıllarına ait verilerini karlılık ve kaldıraç açısından incelemiştir. Analiz sonucunda kaldıraç ve finansal riskin savunma firmalarının yönetim politikaları üzerinde doğrudan etkisi olduğu, bir şirketin yönetiminin almaya istekli olduğu risk miktarının beklenen getiri (ROE) ve şirketin kaldıraç derecesi ile ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Mayer-Sommer ve Bedingfield (1989) tarafından ABD savunma sanayinin 1968-1977 yılları arasındaki görece karlılığı ticari şirketlerle karşılaştırılmış ve savunma sanayi şirketlerinde daha fazla karlılığa işaret eden bir bulguya rastlanmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca savunma sanayi firmaları ile ticari şirketlerin üst düzey yöneticilerine sağlanan imkanlar açısından bakıldığında, savunma sanayi firmalarının üst düzey yöneticilerinin daha fazla tazminat aldığı ve bu tazminatlar ile piyasa getirileri arasında da anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu bulguların farklı zaman dilimleri için geçerli olmayabileceği, bu nedenle genelleştirilmemesi gerektiği konusuna vurgu yapılmaktadır.

Province (1990) tarafından yapılan çalışmada savunma sanayi için mali oran kriterlerinin belirlenmesi amaçlanmış ve bu kapsamda oran analiz yöntemlerinden sektörü değerlendirmek için en uygun olduğu düşünülen yedi tanesi seçilmiştir. Bunlar; nakit pozisyonu, likidite, çalışma sermayesi /nakit akışı, sermaye yapısı, borç servisi, karlılık ve cirodur. 1978-1987 yılları arasında kriterleri sağlayan 12 şirket seçilmiş ve sağlanan veriler analiz edilmiştir.

Gürsoy (1994) çalışmasında 1983-1992 yılları arasında ABD Savunma sanayine ait finansal oranlarının nasıl değiştiğini tespit etmeye çalışmıştır. Çalışma kapsamında ABD Savunma Bakanlığı ile sözleşmesi olan 38 şirkete ait veriler incelenmiş ve analiz edilmiştir. Çalışmanın birincil sorusu son on yılda meydana gelen değişikliklerin savunma sanayi firmalarının finansal oranlarına ne şekilde yansıdığına tespiti ve bu oranlardan hareketle savunma sanayi firmalarının gelecekteki durumlarının tahmin edilmesidir. Çalışmada öncelikle sektörün genelinde finansal oranların hangi seviyeleri gördüğü tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu süre boyunca karlılık oranlarının düştüğü, verimlilik oranlarında dengeli bir durumun tespit edilemediği, bazı alanlarda iyileşme olurken bazı alanlarda kötüleşme olduğu, likidite oranlarında önemli bir değişim olmadığı, kaldıraç oranlarının bozulduğu ve risklerinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Chatman (1995) ABD savunma sanayiinin soğuk savaş sonrasındaki dönemde finansal durumunu karşılaştırmalı olarak analiz edilmiş ve savunma sanayi firmalarının likidite, faaliyet ve karlılık oranları açısından diğer firmalara göre daha verimsiz oldukları tespit edilmiştir. Çalışmada iletişim ve elektronik alanında çalışan savunma sanayi şirketlerinin soğuk savaş sonrası dönemde sektördeki daralmaya rağmen daha iyimser oldukları belirtilmektedir. Ayrıca satın alma ve birleşmelerin rekabeti azaltıcı yönüne dikkat çekilmiş buna karşılık bu birleşmeler sonucunda oluşacak teknik sinerjilerin maliyet düşürücü etkileri olabileceğine değinilmiştir. Savunma sanayiinde finansal oranlardaki iyileşme ile savunma sözleşmeleri arasında bir bağımlı ilişki olduğu da çalışmada elde edilen önemli bir bulgu olarak kabul edilmelidir. Chatman savunma sanayi ile ilgili olarak devlet yetkililerine, sabit fiyatlı sözleşmelerden kaçınmalarını, ulusal güvenlik ile ekonomik güvenlik arasındaki ilişkinin kurulması gerektiğini ve sektördeki atıl kapasite ve verimsizliklerin önlenmesi ve ölçek ekonomilerinden yararlanılabilmesi için birleşme ve satın almalar konusunda endişe duymamalarını tavsiye etmektedir.

McGowan ve Vendirzyk (2002) savunma firmalarının 1980'lerdeki aşırı karlılığının, maliyetleri devlet sözleşmelerine kaydırmalarından kaynaklandığına dair varsayımları ve bu konuda daha önce yapılan analizleri test etmişlerdir. Çalışma sonunda savunma sektöründeki karlılık ile maliyet kayması arasında bir ilişki olmadığı bunun daha ziyade düşük rekabetten kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu konuda daha doğru sonuçlara ve segment karlılığına ulaşabilmek için bu şirketlerin maliyet muhasebesi verilerine ulaşım imkanının olması ve savunma sözleşmelerindeki gelirler ile savunma dışı gelirlerin ayrımının mümkün olması gerektiği belirtilmektedir.

Çakır (2003) çalışmasında 1997-2001 yılları arasında Türk savunma sanayinin büyümesine etki eden faktörler ile nasıl finanse edildiğini analiz etmiştir. Çalışmada 17 savunma sanayi firmasının bilanço ve gelir tabloları trend analizi ile analiz edilmiştir. Bu beş yıllık dönemde savunma sanayi firmalarının finansal performanslarının düştüğü, 1999 krizinden önce kullanılan yüksek faizli kısa vadeli kredilerin bunda etkili olduğu, faaliyet gelirlerindeki artışa rağmen yüksek faiz giderlerinin karları aşındırdığı, sektörün ekonomideki büyüme oranından daha fazla büyüdüğü, önemli finansal zorluklarla karşı karşıya olduğu çalışmada elde edilen bulgular arasındadır. Savunma sanayi firmalarının sürdürülebilir bir büyüme sağlayabilmesi için ya büyümeyi yavaşlatmaları ya da borçlanmalarını azaltmaları ve özkaynak yapılarını güçlendirmeleri tavsiye edilmektedir.

Georgiou (2006) 1958-1987 yılları arasındaki verilerden hareketle ABD, İngiltere ve Batı Almanya için askeri harcamalar ile kar oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Askeri harcamaların karları artırdığı tezinin ABD için doğrulanabildiği ancak Batı Almanya ve İngiltere için böyle bir şeyin söylenebilmesi için daha fazla çalışmanın yapılması gerektiği belirtilmektedir.

Özgülbaş (2006) trend analizinin Türkiye'deki kamu hastanelerinin finansal durumlarının analizinde kullanılabilirliği üzerine yapmış olduğu çalışmada, 1996-2000 yıllarına ait bir kamu hastanesine ait verileri kullanmıştır. Çalışma sonucunda hastanenin likidite yapısının yıllara göre

değişkenlik gösterdiği, özsermaye ağırlıklı bir model kullanıldığı ve bu kaynakların genellikle dönen varlıkların finansmanında kullanıldığı, karlılığın yıllar itibariyle düştüğü, varlıkların etkin kullanılmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Dönen varlıkların daha etkin kullanılarak varlık devir hızının artırılması ile birlikte varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanımı ile karlılığın artırılması önerilmektedir.

Başaran (2009) savunma sanayi projelerinin yüksek maliyetli ve uzun süreli olmalarından dolayı sermaye devir hızlarının düşük olduğunu belirtmektedir. Sektörün bu özelliğinden dolayı savunma sanayi firmalarının güçlü bir sermaye yapısına, büyük ölçeklere ve ciddi bir itibara sahip olmaları bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır. Çalışmada sektördeki firmaların finansal oranları incelenmiş ve güçlü bir finansal yapı için enflasyon, döviz kuru ve faizlerdeki oynaklığın istikrara kavuşturulmasının önemi vurgulanmıştır.

Jeong, Lee ve Lee (2010) 1990-2005 yılları arasında Kore savunma sanayi firmalarının karlılık faktörlerini incelemiştir. Elde edilen bulgulara göre ticari kısım ile savunma kısmı arasında teknik verimlilik açısından anlamlı bir farklılık görülmemiştir. Bu bulgu Kore savunma sanayinin anormal derecede yüksek kar elde etmediğini gösteren bir kanıt olarak kabul edilebilir. Hem savunma sanayi ürünleri hem de ticari ürün üreten karma işletmelerde karlılığı artırmak ile maliyet kaydırması arasında değil, ancak yönetsel performansın iyileşmesinin karlılık üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Güneş (2011) çalışmasında kamu harcamaları arasında önemli bir yer tutan savunma harcamalarının denetlenmesinin gereğine değinmekte ve bu denetimin bağımsız kişiler tarafından yapılmasını önermektedir. Bu yolla hesap verebilirliğin artacağı, yolsuzluk ve usulsüzlüklerin önlenebileceği ve etkin bir kamu yönetiminin mümkün olacağı sonucuna varılmaktadır.

Wang ve Miguel (2012) tarafından yapılan çalışmada, 2008 yılında savunma kontratına sahip 500 şirket fedspending.org adresinden tespit edilmiş ve bu 500 firmadan halka açık olanların 112 tanesinin verilerine ulaşılmıştır. Çalışmada genel olarak kabul edilen savunma firmalarının vergi mükellefleri aleyhine aşırı kar elde edip etmediği araştırılmış ve savunma sanayi firmalarının endüstrideki emsallerine göre daha fazla kar elde ettiği, karlılığın 1992'den sonra daha fazla arttığı, bu artışta savunma sanayi sektöründeki konsolidasyona bağlı olarak artan büyüklük ve siyasi etkinin etkili olduğu ve zayıf kurumsal yapılarda karlılığın daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bayrak, Bakırcı ve Sarıkaya (2016) tarafından yapılan çalışmada, 2009-2013 yıllarına ait 21 ülkeye ait savunma sanayi verileri Veri Zarflama Analizi ile analiz edilmiş ve savunma sanayinin etkinliği tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda ölçeğe göre sabit ve değişken getiri açısından farklı sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin ölçeğe göre sabit getiri açısından ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, Rusya, İspanya, İsrail, Güney Kore, Hindistan, Norveç, İsveç ve Hollanda'nın tüm yıllarda yüzde 100 etkin olduğu, İtalya, Türkiye, Brezilya, Avustralya, Polonya ve Singapur'un ise bu beş yıllık

dönemde hiçbir zaman tam etkinliğe ulaşamadığı gözlenmiştir. Buna karşılık Kanada, Finlandiya ve İsviçre'nin bazı yıllarda tam etkin olduğu buna karşılık bazı yıllarda etkinlik sınırının altında kaldığı tespit edilmiştir. İncelenen bu ülkelerle ilgili iyileştirme alanlarına bakıldığında çıktı açısından ihracatın geliştirilmesi ön plana çıkmakta ve bunu kar ve toplam satışların artırılması izlemektedir. Girdi açısından ise en önemli iyileştirme alanı olarak ithalat görünmektedir.

Bakırcı, Bayrak ve Önal (2016) tarafından yapılan çalışmada 21 ülkenin savunma sanayi verileri Toplam Faktör Verimliliği açısından analiz edilmiştir. Çalışma dönemi olarak 2009-2013 yılları seçilmiş ve bu ülkelere ait veriler Dünya Bankası ile SIPRI kaynaklarından elde edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda teknik, teknolojik, saf ve ölçek etkinliklerinde iyileşme olduğu, buna karşılık toplam faktör verimliliğinde bir iyileşme olmadığı görülmüştür. Ülkeler bazında değerlendirildiğinde Avusturya'da tüm etkinlik türlerinde bir iyileşme olduğu, Türkiye ve Singapur'da ise etkinliklerde bozulma olduğu, diğer ülkelerde ise istikrarlı bir etkinlik yakalanamadığı tespit edilmiştir.

Krishnamurti, Pensiero ve Velayutham (2016) tarafından yapılan çalışmada, savunma sanayindeki yolsuzluk riskine neden olan faktörler ve yolsuzluk riskinin borsa üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada 25 ülkeden 106 firma kullanılmış ve ulusal kültürün savunma sanayindeki yolsuzluk riskinde önemli bir rolü olduğu tespit edilmiştir. Firmaların büyüklük ve karlılığı düşük yolsuzluk riski ile ilişkili iken daha yüksek yönetsel hissedarlık ve blok hisse sahibi olma durumu daha yüksek yolsuzluk riskine işaret etmektedir. Düşük yolsuzluk riski ve yolsuzlukla mücadele puanlarının borsa getirisi üzerinde olumlu etkisi olduğu, buna karşılık yolsuzluk riskinde ülke seviyesinin mi yoksa firma seviyesinin mi daha etkili olduğu yönünde bir sonuca varılamamıştır.

Hartley (2018b) çalışmasında, rekabetçi olmayan savunma sözleşmeleri açısından fiyatların ve karlılığın belirlenmesi konusunda İngiltere deneyimini analiz etmiştir. Bu sözleşmeleri 1968 öncesi, 1968 yılında belirlenen kar formülü ve bu yöntemden vazgeçilmesine neden olan 2014 yılındaki düzenlemeler şeklinde sınıflandırmıştır. 2014'teki düzenlemeye neden olan aşırı kar vakalarına (Ferranti ve Bristol Siddeley Engine) çalışmada yer vermiş ve bu vakaların rekabetçi olmayan savunma sözleşmelerine ilişkin satın alma politikalarında önemli değişimlere neden olduğunu belirtmiştir. Bu kapsamda İngiltere'de, sabit, hedef maliyet ve maliyet artı yöntemlerinin uygulandığı ancak 1999/2000'den sonra maliyet artı sözleşmelerinin istisnai olarak uygulandığına değinilmektedir. Çalışmada tekel konumundaki savunma firmalarının verimliliğinin zor da olsa değerlendirilmesi gerektiği ve bu değerlendirme olmadan sözleşme fiyatlarının adil ve makul olmadığı ve paranın değerini temsil edip etmediğini belirlemenin mümkün olmayacağı sonucuna varmıştır.

Kaya (2019) tarafından zaman serilerinden hareketle Aselsan ve Otokar'ın 1996-2018 yılı verileri kullanılarak özkaynak ve aktif karlılığı ile özkaynak ve aktif büyümesi analiz edilmiş ve 2019-2021 yılları için 3'er aylık dönemler için tahmin yapılmaya çalışılmıştır. Çalışma sonucunda yapılan tahminlerde Aselsan'ın özkaynak karlılığında önce bir azalma olduğu ve sonrasında durağanlaştığı ve

buna karşılık aktif karlılığının azaldığı görülmüştür. Özkaynak büyümesinde de azalma olduğu ancak aktif büyümesinin devam edeceği tespit edilmiş ve tahmin dönemi uzadıkça analizlerin güvenilirlik düzeyinin azaldığı görülmüştür. Bu nedenle daha kısa dönemler için tahmin yapılması tavsiye edilmiştir.

Ögel ve Nuryyev (2021) tarafından Borsa İstanbul'da işlem gören savunma sanayi şirketlerinin finansal performansları analiz edilmiş ve analiz sonucunda performans açısından Aselsan'ın en iyi ve Otokar ile Katmerciler' inde sırasıyla Aselsan'ı takip ettikleri görülmüştür. Aselsan'ın finansal oranlarının inceleme dönemi olan 2010-2019 döneminde olumlu yönde geliştiği ve diğer iki şirkete göre daha iyi olduğu da yapılan tespitler arasındadır. Ancak borsa performansları açısından Otokar'ın daha iyi durumda olduğu, Aselsan'ın finansal açıdan daha iyi olmasına karşılık yatırımcı nezdinde aynı derecede iyi algılanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Arslan ve Yücel (2021) tarafından Aselsan'ın 2008-2019 yıllarına ait finansal performansı Gri İlişkisel Analiz ve Multi MOORA yöntemleri ile ayrı ayrı değerlendirilmiş ve analiz edilmiştir. Yapılan analizde Aselsan'ın finansal performansının 2018, 2017 ve 2009 yıllarında en iyi, 2015 yılında en kötü ve diğer dokuz yılda ölçek etkinliğini yakalayamadığı tespit edilmiştir.

4. ARAŞTIRMA

Bilindiği üzere son yıllarda Türkiye'de savunma sanayi alanında önemli bir başarı hikayesi ortaya konulmaktadır. Bu çalışmada Defense 100 listesinde yer alan ve cirosu 1 milyar ABD Doları olan firmalarla Türkiye'de BİST İstanbul'da işlem gören savunma sanayi şirketlerinin bilanço ve gelir tablolarından hareketle performansları karşılaştırılmaktadır. Böyle bir çalışma yapma ihtiyacı yukarıda ifade edilen başarı öyküsüne rağmen bu alandaki çalışmaların eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Çalışma bu yönüyle literatürdeki ilk çalışma olma özelliğini taşımakta olup bundan sonraki çalışmalar için de örnek olması beklenmektedir.

4.1. Veri ve Yöntem

Çalışma kapsamındaki şirketler Defense 100 listesinde (<http://people.defensenews.com/top-100/> Erişim:20.09.2021) yer alan ve çalışma döneminin herhangi bir yılında 1 milyar ABD doları ve üzeri ciro elde eden şirketlerden seçilmiş ve kriteri sağlayan 50 şirket tespit edilmiştir. Bu şirketlerden bazı yıllara ait verileri olmayan 17 şirket elenmiş ve örnek kütle 33 şirkete indirilmiştir. Ancak örnek kütle temsil eden bu şirketlerden 4 tanesine ait veriler Bloomberg'den ve diğer açık kaynaklardan temin edilemediğinden 29 şirket çalışmaya dahil edilmiştir. Tüm mali tablolar Amerikan doları bazında olduğundan enflasyon ve kur riskinin minimize olduğu kabul edilmiş ve ayrıca bir enflasyon ve kur düzeltme işlemine tabi tutulmamıştır. Karşılaştırma birimi olarak çalışmaya dahil edilen ve BİST'te işlem gören şirketlerden Aselsan, Otokar ve Katmerciler'in verileri de aynı formatta veri içermesi nedeniyle Bloomberg'den alınmış olup, Aselsan hem Defense 100 şirketleri içinde hem de Türkiye'deki savunma sanayi şirketleri içinde analize tabi tutulmuştur. Şirketlerin 2015-2020 dönemine ilişkin

performanslarının karşılaştırılmasında Trend analizi yöntemi kullanılmış olup, verilerin analizinde Microsoft (MS) Excel bilgisayar programı kullanılmıştır. Analize dahil edilen şirketler Tablo:1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Listesi

Defense 100 Şirketleri		Türk Şirketleri	
Şirket Adı	Ülkesi	Şirket Adı	Şehir
Lockheed Martin	U.S.	Aselsan	Ankara
Raytheon Technologies	U.S.	Otokar	İstanbul
Boeing	U.S.	Katmerciler	İzmir
Northrop Grumman	U.S.		
General Dynamics	U.S.		
BAE Systems	U.K.		
L3Harris Technologies	U.S.		
Leonardo	Italy		
Huntington Ingalls Industries	U.S.		
Leidos	U.S.		
Booz Allen Hamilton	U.S.		
Hanwha	South Korea		
Rheinmetall	Germany		
Elbit Systems	Israel		
CACI International	U.S.		
Dassault	France		
Saab	Sweden		
Israel Aerospace Industries	Israel		
Hindustan Aeronautics Limited	India		
Aselsan	Turkey		
Korea Aerospace Industries	South Korea		
Aerojet Rocketdyne Holdings	U.S.		
Bharat Electronics Limited	India		
Vectrus	U.S.		
LIG Nex1	South Korea		
QinetiQ	U.K.		
Curtiss-Wright Corporation	U.S.		
Austal	Australia		
Ultra Electronics	U.K.		

4.2. Bulgular

Çalışma kapsamına dahil edilen şirketlerin karşılaştırılan hesap kalemleri ile ilgili mali tablo değerleri aşağıdaki (Tablo:2) gibidir.

Tablo 2. Analize Dahil Edilen Şirketlerin Mali Tablo Değerleri (Milyon USD)

Defense 100/Türk	Hesap	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Değişim %
Defense 100	Dönen Varlıklar	196.946	197.768	246.127	248.484	299.110	318.172	62%
Defense 100	Ticari Alacaklar	50.737	54.694	43.429	47.187	42.005	43.344	-15%
Defense 100	Stoklar	68.122	66.516	96.760	100.900	116.890	123.602	81%
Defense 100	Duran Varlıklar	232.859	243.292	245.846	304.209	329.977	378.006	62%
Defense 100	Aktif	429.806	441.060	491.973	552.693	629.087	696.178	62%
Defense 100	Kısa Vadeli Yab. Kay.	158.413	159.632	195.165	218.518	257.402	243.388	54%
Defense 100	Kısa Vadeli Krediler	7.984	9.434	11.259	18.562	27.547	17.208	116%
Defense 100	Ticari Borçlar	40.303	41.595	39.989	44.365	44.898	42.740	6%
Defense 100	Uzun Vad. Yab. Kay.	179.366	191.563	196.674	219.186	234.585	288.427	61%
Defense 100	Uzun Vadeli Krediler	78.845	83.351	93.838	117.547	136.582	181.841	131%
Defense 100	Toplam Yab. Kay.	337.779	351.194	391.839	437.704	491.988	531.815	57%
Defense 100	Özkaynaklar	92.027	89.866	100.134	114.989	137.100	164.363	79%
Defense 100	Net Satışlar	349.059	366.027	376.932	411.100	392.418	401.947	15%
Defense 100	Satışların Maliyeti	279.459	291.874	299.412	325.478	322.870	331.480	19%
Defense 100	Faaliyet Karı	40.358	44.412	45.201	49.913	35.591	33.298	-17%
Defense 100	Net Kar	25.635	26.515	27.428	35.456	26.576	6.702	-74%
Defense 100	Aktif Karlılığı	6%	6%	6%	6%	4%	1%	-84%
Defense 100	Özkaynak Karlılığı	28%	30%	27%	31%	19%	4%	-85%
Türk Şirketleri	Dönen Varlıklar	1.471	1.913	2.144	2.647	2.804	3.188	117%
Türk Şirketleri	Ticari Alacaklar	459	679	519	749	799	1.131	146%
Türk Şirketleri	Stoklar	471	503	752	870	960	1.002	113%
Türk Şirketleri	Duran Varlıklar	1.299	1.117	1.598	1.599	2.104	2.132	64%
Türk Şirketleri	Aktif	2.770	3.031	3.742	4.246	4.908	5.320	92%
Türk Şirketleri	Kısa Vadeli Yab. Kay.	845	984	1.327	1.134	1.514	1.986	135%
Türk Şirketleri	Kısa Vadeli Krediler	208	139	303	238	421	544	161%
Türk Şirketleri	Ticari Borçlar	261	419	501	546	661	629	141%
Türk Şirketleri	Uzun Vad. Yab. Kay.	845	910	1.057	1.101	987	731	-13%
Türk Şirketleri	Uzun Vadeli Krediler	244	170	108	127	183	326	33%
Türk Şirketleri	Toplam Yab. Kay.	1.690	1.894	2.384	2.234	2.501	2.717	61%
Türk Şirketleri	Özkaynaklar	1.079	1.137	1.358	2.012	2.407	2.604	141%
Türk Şirketleri	Net Satışlar	1.669	1.841	2.025	2.337	2.771	2.783	67%
Türk Şirketleri	Satışların Maliyeti	1.274	1.380	1.468	1.716	1.992	1.919	51%
Türk Şirketleri	Faaliyet Karı	192	255	332	425	554	628	227%
Türk Şirketleri	Net Kar	115	290	408	526	648	723	530%
Türk Şirketleri	Aktif Karlılığı	4%	10%	11%	12%	13%	14%	228%
Türk Şirketleri	Özkaynak Karlılığı	11%	26%	30%	26%	27%	28%	161%

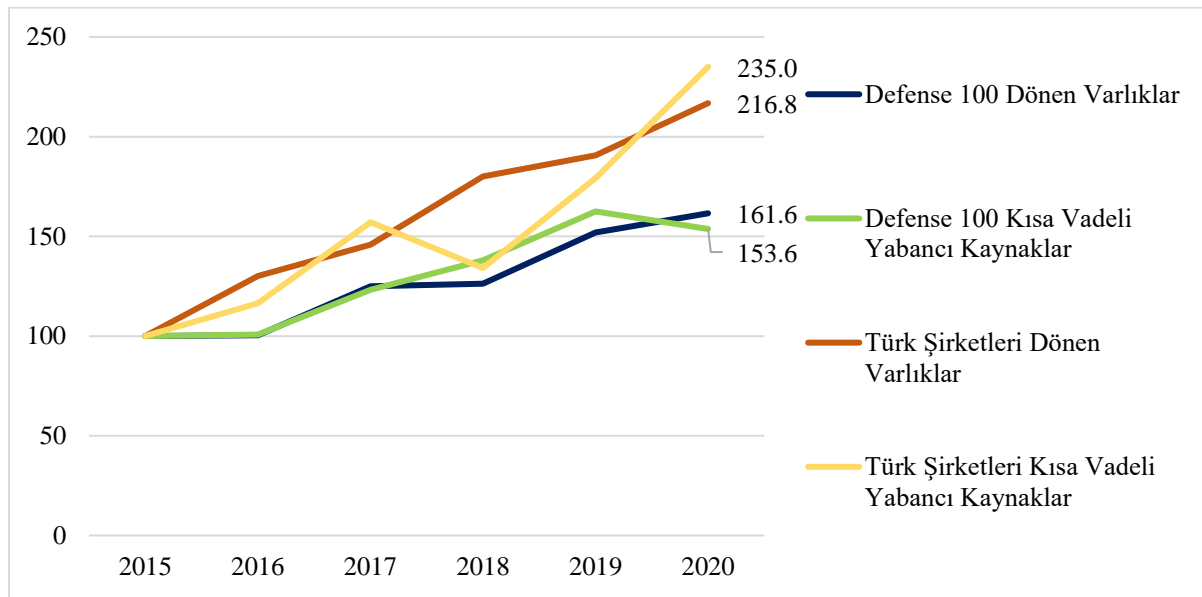
Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere gerek Defense 100 ve gerekse Türk savunma sanayi şirketleri inceleme döneminde aktif ve özkaynak açısından önemli bir büyüme gerçekleştirmelerine rağmen Türk şirketlerindeki büyüme daha hızlı olmuştur. Buna karşılık borçlanma yapısına bakıldığında aynı dönemde Defense 100 şirketlerinin kısa ve uzun vadeli kredilerindeki artış oranlarının Türk şirketlerine göre daha dengeli olduğu görülmektedir. Açıklamak gerekirse Defense 100 şirketlerinde kısa vadeli krediler azalma eğiliminde iken uzun vadeli krediler artmaktadır. Türk şirketlerinde ise bunun tam tersi kısa vadeli krediler artarken uzun vadeli krediler azalma eğilimi göstermektedir. Bu durum Defense 100 şirketlerinin özellikle uzun vadeli borçlanma imkanları açısından daha avantajlı ve bundan dolayı kısa süreli risklere karşı daha korumalı olduğu şeklinde yorumlanabilir. Mali tablo analizlerinde şirketlerin büyüme performansının analizinde karşılaştırma ölçülerinden biri de aktif ve özkaynak büyümeleridir. Aktif ve özkaynak büyümesi açısından bakıldığında Türk şirketlerinin Defense 100 şirketlerine göre daha iyi bir performans gösterdiği söylenebilir. Ancak aktif ve özkaynak büyümesi önemli bir kriter olmakla beraber bu büyümenin nasıl sağlandığı da aynı derecede önemlidir. Bu nedenle bu büyümesinin daha iyi değerlendirilebilmesi için büyümenin sermaye artışı, borçlanma, karlılık, varlıkların yeniden değerlendirilmesi, enflasyon düzeltilmesi ve kar dağıtım politikalarındaki değişiklikler gibi faktörlerden kaynaklanıp kaynaklanmadığına bakılarak değerlendirilmesi gerekir. Çünkü bu faktörlerin her biri farklı şekillerde de olsa büyümeyi etkileyen faktörlerdir. Ticari alacaklar ile ticari borçlar arasındaki karşılaştırma özellikle nakit akış tahminleri için önemli karşılaştırma kalemleri olarak kabul edilir. Bu şekilde ticari alacakların tahsil süresi ile ticari borçların ödeme süresi arasındaki farka göre işletme sermayesi ihtiyacının olup olmayacağı tahmin edilebilir ve böylece şirketin nakit akışı daha iyi yönetilebilir. Bu açıdan bakıldığında Defense 100 şirketlerinin inceleme döneminde ticari alacaklarını yüzde 14,6 oranında azaltarak alacak devir hızını iyileştirdiği, buna karşılık ticari borç devir hızının alacak devir hızından daha az (yüzde 6) arttığı görülmektedir. Bu tablo olumlu olarak değerlendirilebilir çünkü şirketin nakit akışını iyileştirici bir etki oluşturmaktadır. Türk şirketlerinin aynı dönemde ticari alacaklarının yüzde 146, ticari borçlarının ise yüzde 161 oranında artması da alacak devir hızının azaldığı ve alacakları ile ticari borçlarının ödenmesinde sorunlar yaşayabileceği şeklinde değerlendirilebilir. Ancak bu konuda kesin bir yargıda bulunabilmek için şirketlerin alış ve satış vadeleri arasındaki sürelerin bilinmesi gerekir. Ayrıca ticari alacaklarla net satışlar arasındaki değişime bakıldığında da Türk Şirketleri açısından tablo Defense 100 şirketlerine göre daha olumsuz görünmektedir. Genel olarak ticari alacaklardaki artışın satışlardaki artıştan daha düşük olması mali tablo analizlerinde daha olumlu değerlendirilir. Bu tabloda Defense 100 şirketlerinde satışlardaki artış yüzde 15,2 iken ticari alacaklardaki azalış yüzde 14,6'dır. Bunun anlamı satış bedellerinin satışlardan daha hızlı tahsil edildiği şeklinde yorumlanabilir. Buna karşılık aynı oranlar Türk şirketlerinde yüzde 67'e karşılık yüzde 146 gibi iki katından fazla bir artışa yani satılan ürün ve hizmetlerin tahsil edilmesinde bir zorluğa işaret edebilir. Satışların maliyeti ile satışları karşılaştırıldığında Türk şirketlerinin daha iyi performans sergilediğini görmekteyiz. Türk şirketleri satışlarını yüzde 67 artırmalarına rağmen satışların maliyetindeki artış yüzde 51 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar Defense

100 şirketlerinde sırasıyla yüzde 15,2 ve yüzde 18,6'dır. Karlılık gelişimi açısından değerlendirildiğinde Defense 100 şirketleri için inceleme döneminde karlılıkların azaldığı, buna karşılık Türk şirketlerinde ise çok önemli artışlar olduğu görülmektedir. Bu oranların daha iyi yorumlanabilmesi için toplam satışların ürün grupları, servis ve satış sonrası hizmetler, yurtiçi ve yurtdışı satışlar ile rekabet düzeylerinin de analize dahil edilmesi ve bu alanda çalışmalar yapılması uygun olur.

Aşağıda çalışma kapsamındaki şirketlerin 2015-2020 yıllarına ait seçili ilişkili hesap kalemleri arasındaki trend analizlerine yer verilecek ve her bir tabloya ilişkin değerlendirmeler yapılacaktır.

4.2.1. *Dönen Varlıklarla Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Arasındaki İlişki*

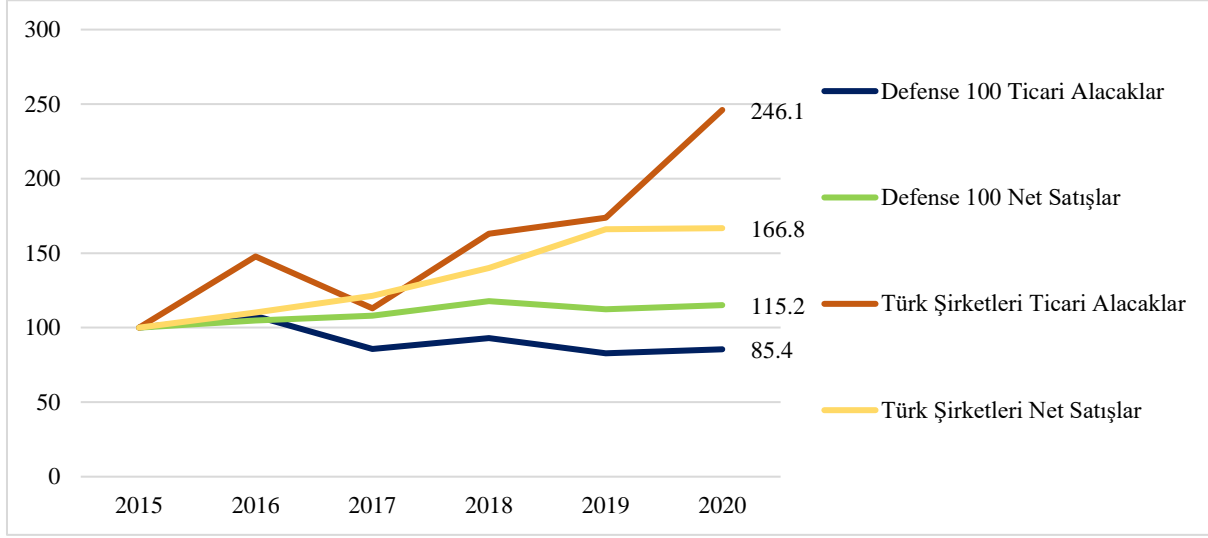
Grafik 1. Dönen Varlıklar ile Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar



Mali analizde dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişki önemli olup literatürde bu ilişki cari oran olarak adlandırılmakta ve şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesini göstermektedir. Bu kapsamda Defense 100 şirketlerinde 2015-2017 yılları arasında bir problem olmadığı, 2017'den 2019 yılının sonuna kadar dönen varlıklarda azalma olduğu, ancak 2020 yılında ise tablonun olumluya döndüğü ve cari oran açısından bir problem olmadığı görülmektedir. Türk şirketlerinde de 2015-2016 yıllarında bir problem olmadığı buna karşılık 2017 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklarda bir artış olduğu, 2018-2019 yıllarında cari oranda iyileşme gözlenmesine karşılık 2020'de tekrar bozulduğu görülmektedir. Fakat buna rağmen oransal olarak bakıldığında ve savunma sanayi sektörünün ağırlıklı olarak proje bazlı ve önden avans yöntemi ile çalıştığı göz önüne alındığında önemli bir risk olmadığı söylenebilir. Dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki trende bakıldığında Defense 100 şirketlerinin daha stabil olduğu, buna karşılık Türk şirketlerinin daha dalgalı bir yapı sergilediği, her iki şirket grubunda da şirketleri finansal açıdan riske maruz bırakabilecek bir dengesizlik olmadığı söylenebilir.

4.2.2. Ticari Alacaklarla Net Satışlar Arasındaki İlişki

Grafik 2. Ticari Alacaklar ile Net Satışlar

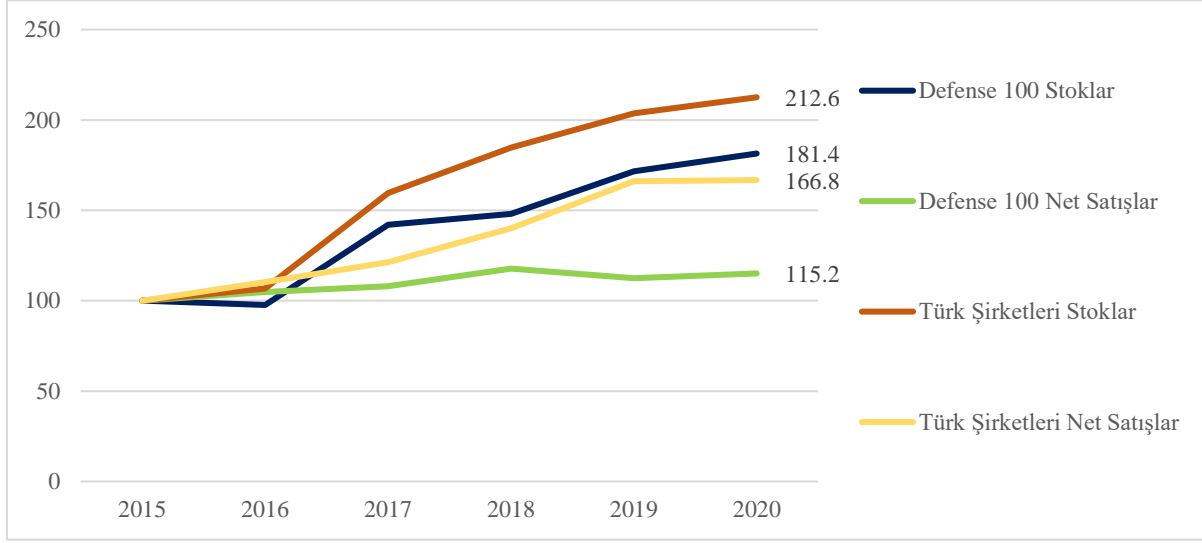


Ticari alacaklar ile net satışların değerlendirilmesinde genel olarak ticari alacakların net satışlardan daha az artması uygun olarak kabul edilir. Çünkü tersi durum yapılan satışların bedellerinin tahsil edilemediğini ya da bu konuda bir zorluk olduğu şeklinde yorumlanabilir. Bu kapsamda bakıldığında Defense 100 şirketlerinde inceleme döneminin tamamında ticari alacaklar net satışlardan daha az arttığından olumlu bir tablo ortaya çıktığı görülmektedir.

Türk şirketlerine bakıldığında 2017 yılı hariç ticari alacakların satışlardan daha hızlı arttığı dolayısıyla alacak devir hızının azaldığı ve dalgalı bir seyir izlediği söylenebilir. Ancak buna rağmen net satışlardaki artışı Türkiye’de sektörün geleceği açısından önemli bir gelişme olarak değerlendirebiliriz. Ticari alacaklardaki artışın nedenlerini daha iyi anlayabilmek için Defense 100 şirketleri ile Türk şirketlerinin satışlarına ilişkin olarak, müşteri grupları bilgisine ihtiyaç vardır. Çünkü bu durum müşterinin nihai kullanıcı veya ara malı alıcısı olduğuna göre, yurtiçi, yurt dışı müşteri olmasına, kamu veya özel müşteri olmasına göre değişebilir. Bu konuda yapılacak daha detay çalışmalarla bu faktörlerin etkisi ortaya konulabilir. Sonuç olarak grafikten de görüleceği üzere Defense 100 şirketlerinde büyümenin yatay bir seyir izlediği ve oransal olarak ta Türk şirketlerinden daha yavaş olduğu söylenebilir. Ancak Türk şirketlerinde büyüme daha hızlı olmasına rağmen ölçek olarak Defense 100 şirketlerine göre daha küçük oldukları görülmektedir. Bu nedenle Türk savunma sanayi şirketlerinde ölçek büyümesinin önemli bir öncelik olarak ele alınması gerektiğini belirtmek gerekir.

4.2.3. Stoklarla Net Satışlar Arasındaki İlişki

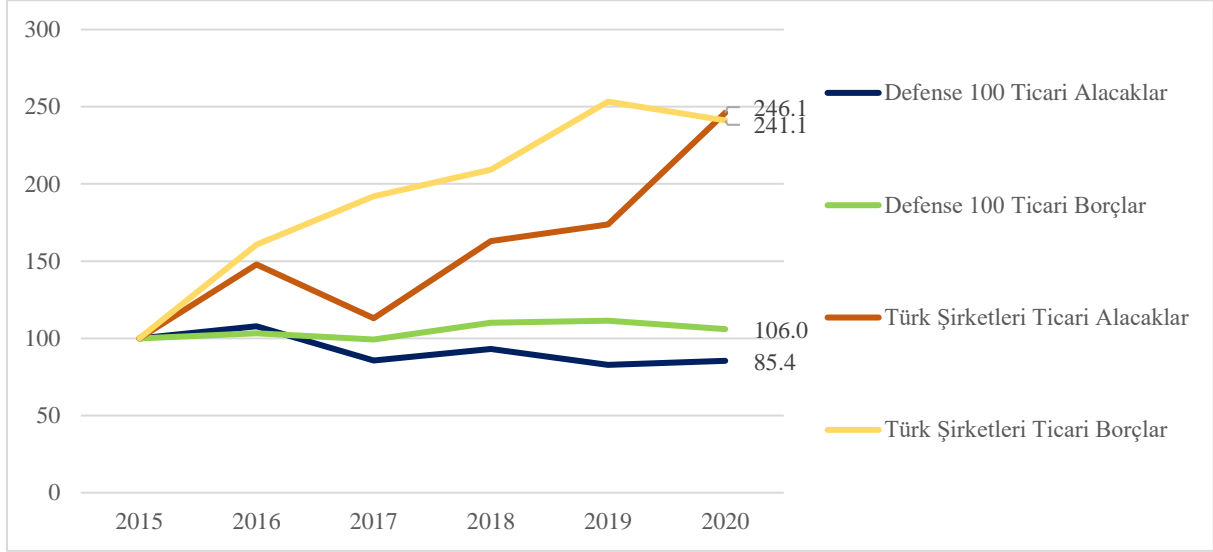
Grafik 3. Stoklar ile Net Satışlar



İşletmeler açısından stoklar önemli bir maliyet kalemi olup fazla stok bulundurmanın maliyeti gereksiz bir finansman yüküne katlanmaktadır. Bunu önleyebilmek için işletmelerin satışlarını stoklardan daha hızlı artırmaları gerekir veya farklı bir ifade ile stok devir hızını artırmaları gerekir. Grafikte de görüldüğü üzere 2015-2016 yıllarında stoklar ile net satışlar arasında ideale çok yakın sonuçlar elde edildiği ancak diğer yıllarda her iki şirket grubunun bundan uzak olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum savunma sanayi projelerinin uzun zaman almasından ve üretilen ve satılan ürünlerin uzun süre teknik bakım ve destek hizmetlerinin sağlanması gereğinden kaynaklanmaktadır. Örneğin üretmiş olduğunuz bir savaş uçağı veya helikopterin faydalı ömrü boyunca bu ürünleri sattığınız ülkeler için hazır bulundurmak zorundasınız. Bu hem savunma işinin doğası gereği böyledir hem de bu tür bir teknik destek ve bakım hizmetini sağlayamayan bir firmanın ürünlerinin piyasada alıcı bulması zordur. Ayrıca bu tür ürünlerin üretimi ve ticareti belli izinlere de tabi olduğu için bu ürünleri herhangi bir yerden veya tedarikçiden temin edilmesi de mümkün olmamaktadır. Bu durumda savunma sanayi firmalarını daha fazla stok tutmak zorunda bırakabilmektedir. Dolayısı ile sektörün bu özelliklerinden dolayı yukarıdaki sonuçları normal olarak değerlendirmek mümkündür.

4.2.4. Ticari Alacaklarla Ticari Borçlar Arasındaki İlişki

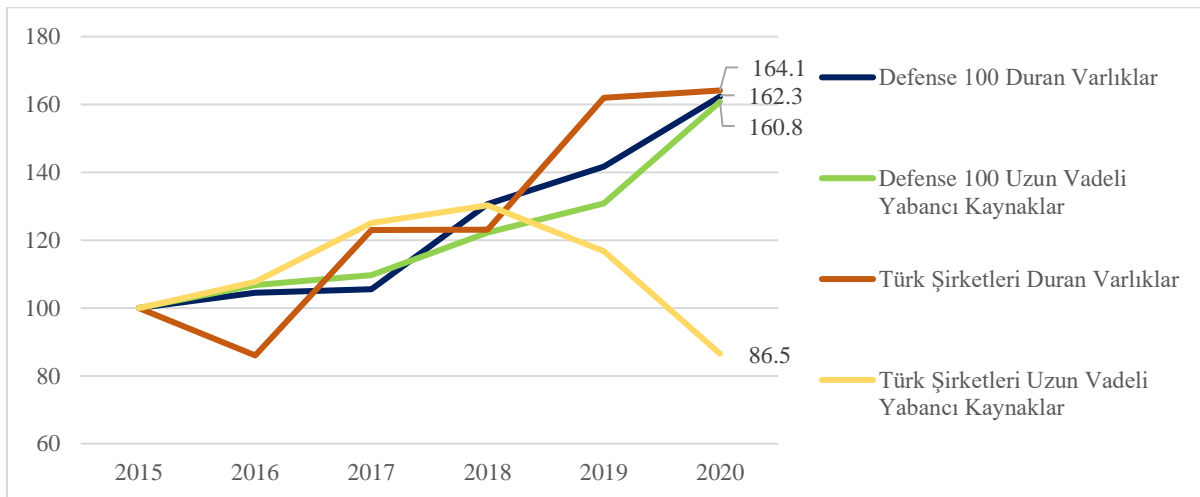
Grafik 4. Ticari Alacaklar ile Ticari Borçlar



Ticari alacaklar ile ticari borçlar arasındaki ilişki şirketlerin alış ve satış vadeleri arasında bir uyumsuzluk olup olmadığını görmek ve işletme sermayesi ihtiyacını tespit etmek için önemlidir. Bu kapsamda bakıldığında gerek Defense 100 ve gerekse Türk şirketlerinde 2015-2016 yıllarında ticari alacaklar ile ticari borçların dengeli olduğu diğer yıllarda ise ticari borçların ticari alacaklardan daha hızlı arttığı görülmüştür. Bu durumun şirketler açısından bir risk oluşturup oluşturmadığının ortaya konulabilmesi için şirketlerin nakit akım tabloları ile alış ve satış vadelerinin bilinmesine ihtiyaç vardır.

4.2.5. Duran Varlıklarla Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Arasındaki İlişki

Grafik 5. Duran Varlıklar ile Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

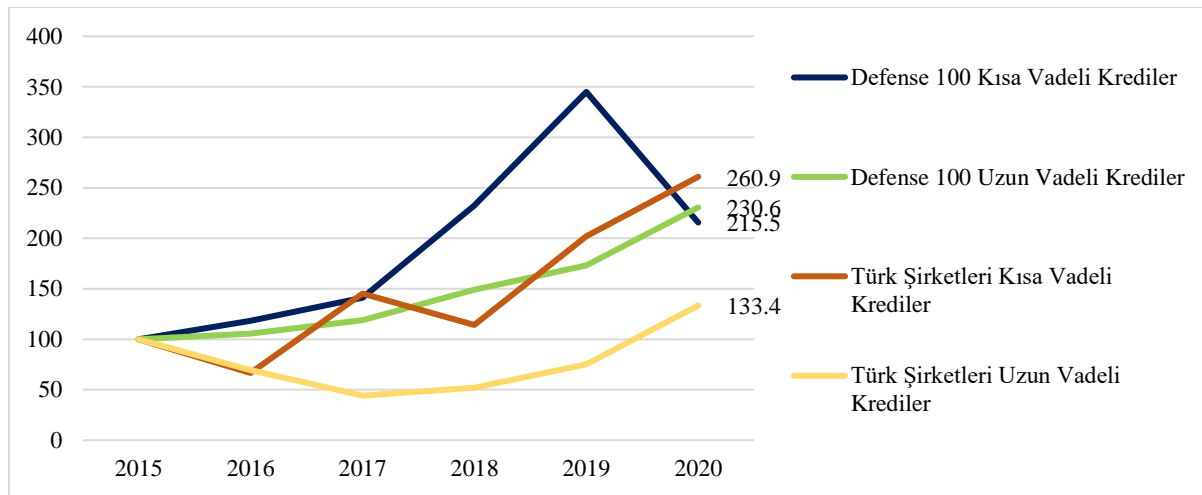


Etkin bir bilanço yönetimi açısından duran varlıkların uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi uygun olarak değerlendirilir. Savunma sanayinde de ar-ge, sabit yatırım süreleri ile test ve ölçüm süreleri uzun zamanlar alabilmektedir. Bu nedenle savunma sanayinde borç bileşiminin uzun

vadeli olması tercih edilir. Grafikten de anlaşılacağı üzere Defense 100 şirketlerinin duran varlıklarının önemli oranda uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiği görülmektedir. Bu yapının 2015-2018 dönemi için Türk şirketlerinde de korunduğu ancak 2018'den sonra durumun tersine döndüğü duran varlıklarının finansmanında uzun vadeli yabancı kaynaklardan son derece kısıtlı bir şekilde yararlanıldığı anlaşılmaktadır. Bu durumun nedeni 2018'den sonra Türkiye'de döviz kurlarında oluşan volatilité ile kredi imkanlarının daralması, bankaların uzun vadeli kredi iştahlarındaki azalma ve yabancı bankaların savunma sanayi projelerinin finansmanında (özellikle silah üretimine yönelik) göstermiş olduğu hassasiyetten veya bu varlıkların alımında özkaynak kullanma tercihlerinden kaynaklanmış olabilir. Konunun daha detaylı anlaşılabilmesi için şirketler bazında detaylı çalışmalar yapılması ve nakit akım tablolarının analiz edilmesi gerekir. İlginç bir şekilde hem Defense 100 şirketlerinde hem de Türk şirketlerinde 2018 sonrasında duran varlık yatırımlarında ciddi bir artış gözlemlenmektedir.

4.2.6. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar Arasındaki İlişki

Grafik 6. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar

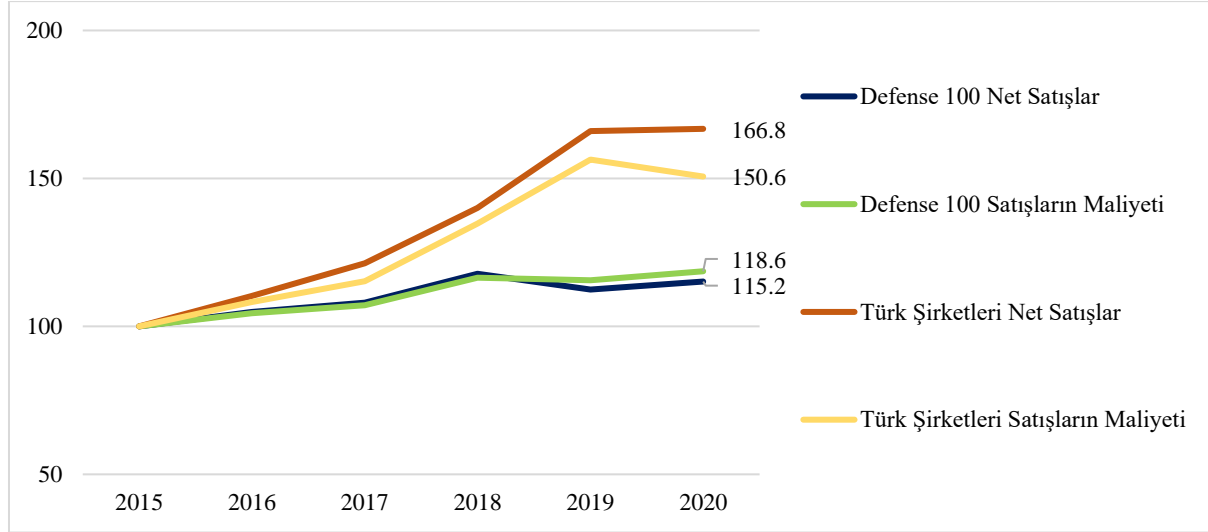


Kısa ve uzun vadeli borçlar arasındaki ilişki dengeli bilanço ve finansal risk yönetimi açısından önemli olup, genellikle bilançodaki kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakları ile özkaynakların birbirine yakın oranlarda olması tavsiye edilir. Grafığe bakıldığında Defense 100 şirketlerinde 2015-2017 arasında kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında dengeli bir ilişki varken 2017-2019 döneminde bu ilişki bozulmuş ve aradaki makas ciddi oranda artmıştır. 2020 yılında ise kısa vadeli yabancı kaynaklarda ciddi bir azalma meydana gelmiş ve böylece kısa ve uzun vadeli yabancı kaynak arasındaki makas kapanarak dengeli bir hale gelmiştir. Türk Şirketlerinde 2015-2016 arasında hem kısa vadeli yabancı kaynaklar hem de uzun vadeli yabancı kaynaklar azalmıştır. 2016-2017 arasında kısa vadeli yabancı kaynaklar artarken uzun vadeli yabancı kaynaklarda 2015 yılında başlayan azalma devam etmiştir. 2017-2018 arası kısa vadeli yabancı kaynaklar azalırken uzun vadeli yabancı kaynaklar stabil hareket etmiştir. Ancak 2018 -2020 arasında her iki yabancı kaynak kalemi artmaya devam etmiş ancak kısa vadeli yabancı kaynaklardaki artış uzun vadeli yabancı kaynaklardaki artışın yaklaşık iki katı kadar

olmuştur. Bu durum bilanço yönetimi açısından tercih edilen bir durum olmamakla beraber tabloyu daha doğru değerlendirebilmek için konunun şirketler bazında ve ekonomik konjonktürde dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekir.

4.2.7. Net Satışlarla Satışların Maliyeti Arasındaki İlişki

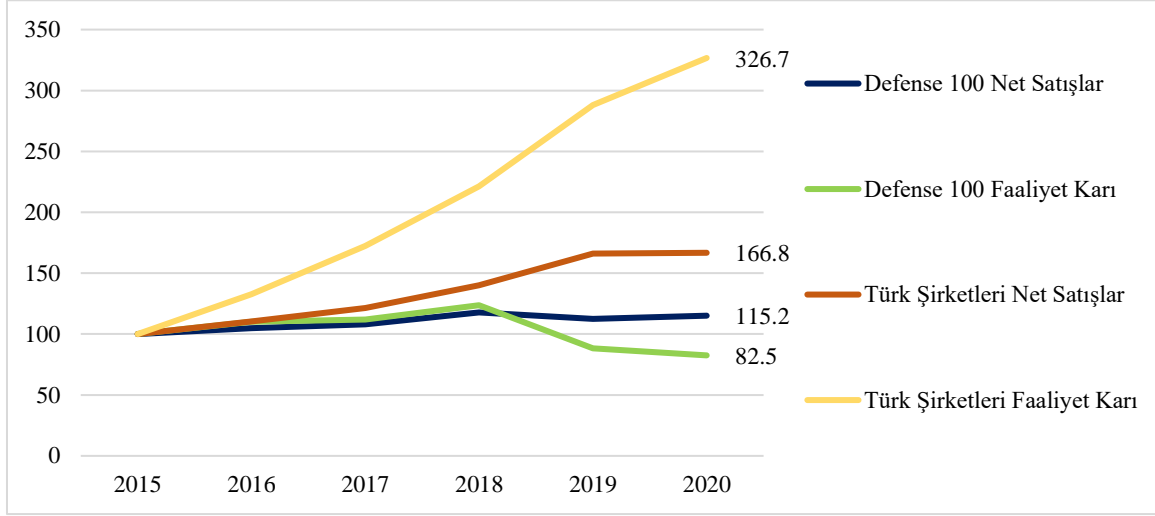
Grafik 7. Net Satışlar ile Satışların Maliyeti



Gelir tablosu analizlerinde satışların maliyetindeki artışların satışlardaki artıştan daha az olması olumlu olarak değerlendirilir. Çünkü satışların maliyetinin satışlardan daha fazla artması şirketlerin faaliyet karlarının azalmasına veya zararlarının artmasına neden olabilir. Bu kapsamda bakıldığında Türk şirketlerinin Defense 100 şirketlerinden daha iyi performans gösterdiğini söyleyebiliriz. Defense 100 şirketlerinde 2015-2018 yılları arasında net satışlar ile satışların maliyetinin başabaş hareket ettiği buna karşılık 2018 yılından itibaren 2020 yılı dahil satışların maliyetindeki artışın satışlardan daha fazla artmaya başladığı görülmektedir. Türk şirketlerinde inceleme döneminin neredeyse tamamında net satışların, satışların maliyetinden daha hızlı arttığı ve özellikle 2019'dan sonra satışların maliyetindeki düşüşün daha hızlı olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum Türk savunma sanayi şirketlerinin maliyetlerini Defense 100 şirketlerine göre daha etkin yönettiği şeklinde de yorumlanabilir. Ancak buna rağmen karşılaştırma şirketleri açısından maliyet farklarının nelerden kaynaklandığının daha doğrusu avantaj ve dezavantajlarının anlaşılabilmesi için bu şirketlerin maliyet verileri üzerinde çalışmaların yapılması gerekir. Fakat şirketlere ait bu veriler ticari bir sır ve içsel bilgi olduğu ve özellikle savunma sanayi şirketleri söz konusu olduğunda bu veriler ticari sır ve içsel bilginin yanında belli ölçüde gizli ve stratejik bilgiyi de içerdiğinden böyle bir çalışmanın yapılması da çok kolay olmayabilir. Türk şirketlerinin Defense 100 şirketlerine göre elde etmiş olduğu bu maliyet avantajı hem sürdürülebilir bir büyüme için hem de pazar payını genişletmek için iyi bir fırsat olarak değerlendirmelidir.

4.2.8. Net Satışlarla Faaliyet Karı Arasındaki İlişki

Grafik 8. Net Satışlar ile Faaliyet Karı

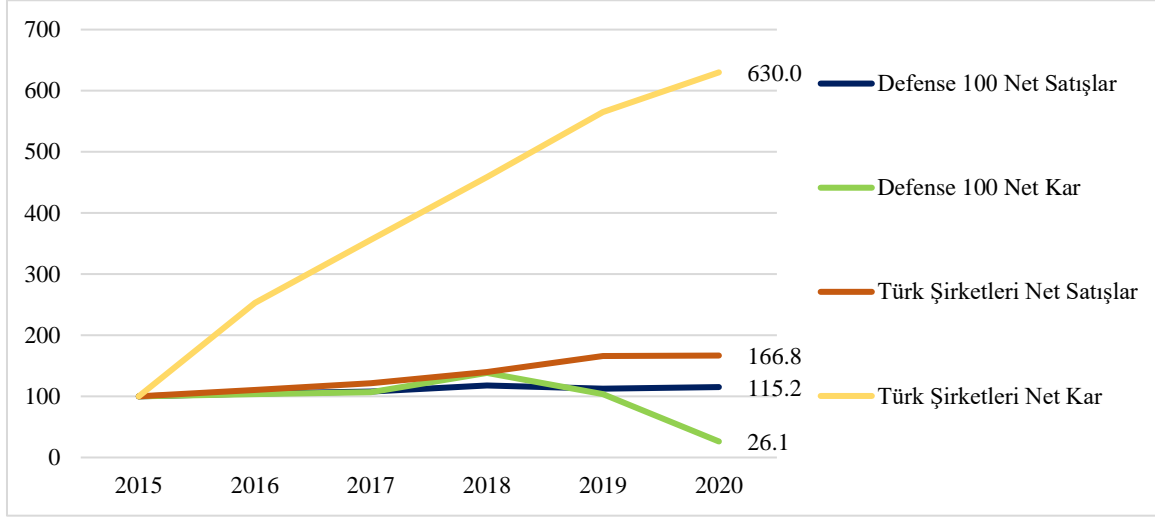


Mali tablolar analizinde net satışlar ile faaliyet karı arasındaki ilişki önemlidir. Çünkü bir şirketin yaptığı işten kar elde edip etmediğinin en basit göstergesi faaliyet karıdır. Yani bir şirketin gelir tablosunda faaliyet karı varsa o şirket yaptığı işten kar elde ediyor demektir. Ancak bundan sonra bu karın yeterli olup olmadığı sektördeki diğer şirketlerin kar marjları ile karşılaştırılır ve daha iyi kar elde eden şirketlerin bu karlılığı nasıl yakaladığı araştırılır. Gelir tablosu analizlerinde satışlardaki artış önemli olmakla birlikte karlılığın da artması beklenir ve bu durum olumlu olarak yorumlanır.

Çalışmanın literatür kısmında da belirtildiği üzere savunma sanayinin çok karlı olduğu yönünde genel bir inanış vardır. Ancak yapılan çalışmalarda bu algı her zaman ve her ülke için doğrulanamamıştır. Bu çalışmada da görüldüğü üzere Defense 100 şirketleri için 2015-2018 yılları arasında satışlar ile faaliyet karlılığı arasında çok büyük bir fark olmadığı görülmektedir. Ancak oransal olarak birbirine yakın olmakla birlikte bu şirketlerin ölçek büyüklükleri dikkate alındığında önemli tutarlarda kar elde ettiklerini söylemek gerekir. Mali tablo analizlerinde yorumların hem oranlar hem de tutarlar dikkate alınarak yapılması analizin sağlıklı olması açısından önemlidir. 2018-2020 yılları arasında Defense 100 şirketlerinde net satışlar ile faaliyet karlılıkları arasındaki makasın açıldığı ve sürekli aşağı yönlü bir seyir izlediği görülmektedir. Buna karşılık Türk şirketlerinde 2015'ten 2018'e kadar satışlarda kısmi bir iyileşme ve 2018'den itibaren 2020 yılı dahil hızlı bir artış olurken karlılık inceleme döneminin tamamında hızlı bir şekilde artmış ve yaklaşık olarak satışlardaki artışın iki katına ulaşmıştır. Defense 100 şirketlerinde satışların yatay ve karlılıkların düşey bir seyir izlemesi Türk şirketleri açısından bir fırsat olarak değerlendirilmeli, bu şirketler açısından karlılığı düşen ürün gruplarında ortak üretim ve iş birliği imkanları aranmalıdır. Bu yolla ölçek ekonomilerinden yararlanma ve know-how transferleri mümkün olabilir.

4.2.9. Net Satışlarla Net Kar Arasındaki İlişki

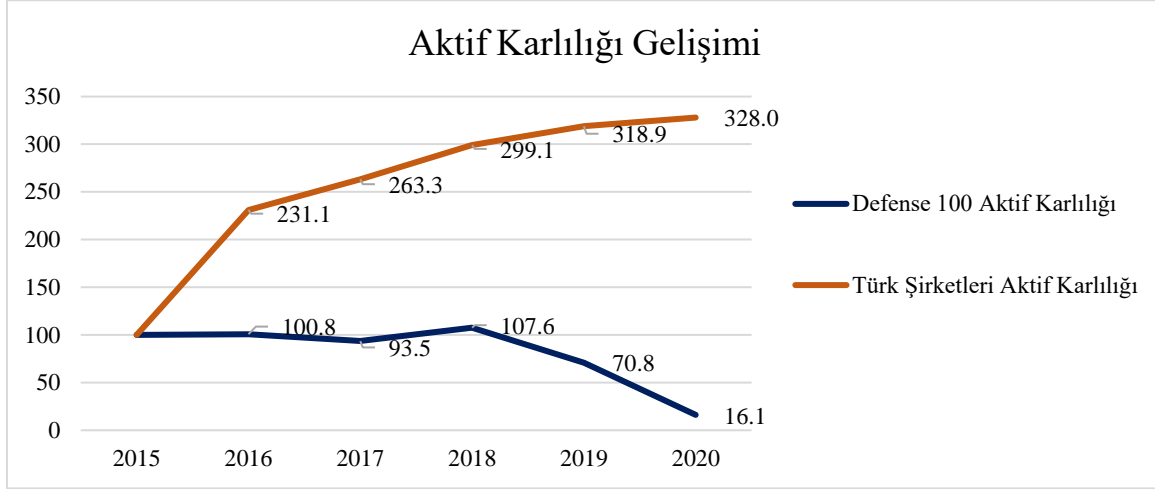
Grafik 9. Net Satışlarla Net Kar



Gelir tablosunun yorumu açısından net kar satışların maliyeti dışında kalan ve işletme faaliyetleri gereği ortaya çıkan diğer gider kalemlerinin nasıl yönetildiğine ilişkin önemli bir gösterge olarak kabul edilir. Bunlar arasında işletmenin dövizli işlemlerinden kaynaklı kur kar/zararları, finansman giderleri, vergi ve yasal yükümlülük karşılıkları sayılabilir. Bütün bu faktörlerin dikkate alınarak doğru bir şekilde yönetilememesi halinde faaliyet karlılığı önemli ölçüde azalabilir ve zarara dönüşebilir. 2015-2017 yılları arasında Defense 100 şirketlerinde net satışlar ile net karın paralel bir seyir izlediği, 2018’de istenilen bir şekilde net satışlardan daha hızlı arttığı görülmektedir. Ancak 2019 ve sonrasında net karlılığın dramatik bir şekilde aşağı yönlü hareket ettiği grafikten de anlaşılmaktadır. 2020 yılındaki bozulmada Covid-19 pandemisinin etkileri olabilir. Türk şirketlerinde satışlardaki 2015-2018 arasındaki ılımlı bir büyümenin 2019-2020’de yerini daha hızlı bir büyümeye bıraktığı görülmektedir. Karlılık açısından ise satışlardaki artışın yaklaşık 10 katı bir artışın yakalanması sektör açısından oldukça sevindirici bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Bu gelişmenin sürdürülebilir kılınması Türk savunma sanayi sektörü açısından son derece önemli olup bu yolla hem savunma sanayi ürünleri açısından dışa bağımlılık azaltılmış hem de katma değerli ürünlerle ekonomik kalkınma ve dış ticaret dengesine olumlu bir katkı sunulmuş olur.

4.2.10. Aktif Karlılığı

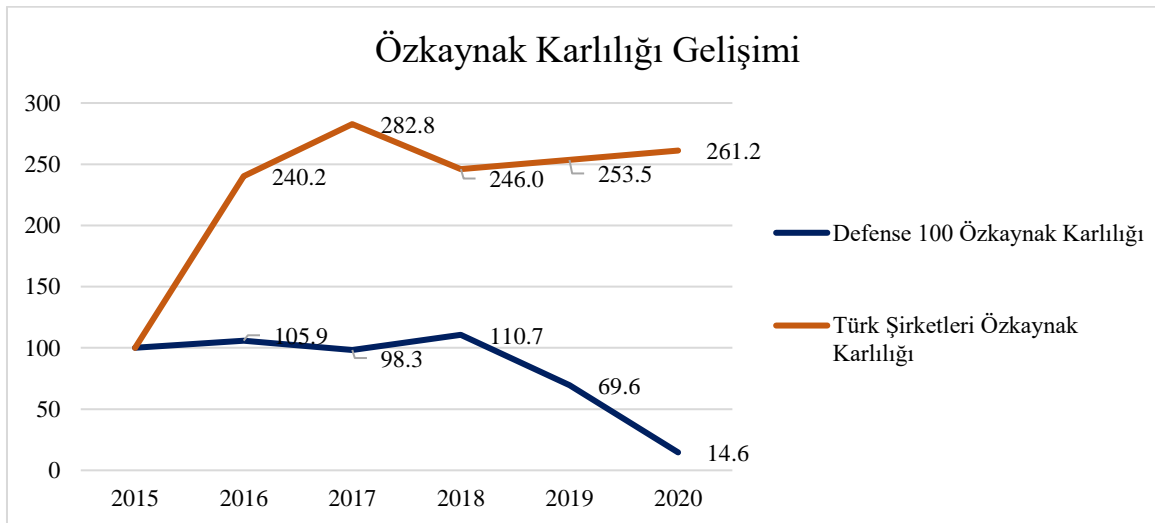
Grafik 10. Aktif Karlılığı



Aktif karlılığı işletmelerin varlıklarını ne kadar etkin kullandıklarını göstermesi açısından önemli bir performans ölçüsüdür. Bu açıdan bakıldığında Türk savunma sanayi şirketlerinde 2015-2016 arasında çok hızlı bir yükselme olduğu sonraki yıllarda ise daha dengeli bir büyümenin yakalandığı görülmektedir. Yukarıdaki net kar tablosundakine benzer şekilde sektörün aktif karlılığının inceleme döneminde yaklaşık olarak üç kat iyileşmesini ciddi anlamda olumlu olarak değerlendirmek gerekir. Defense 100 şirketleri açısından tablo dalgalı bir seyir izlemekle beraber genel görünümün aşağı yönlü olduğu grafikten de anlaşılmaktadır. Özellikle 2019-2020 yıllarındaki aktif karlılığındaki azalmanın daha iyi anlaşılabilmesi için şirketler bazında daha detaylı çalışmalar yapılabilir ve bu yönüyle literatüre önemli katkılar sunulabilir. Özet olarak aktif karlılığı açısından Türk savunma sanayi şirketlerinin inceleme döneminde oransal olarak daha iyi bir performans gösterdiği söylenebilir.

4.2.11. Özkaynak Karlılığı

Grafik 11. Özkaynak Karlılığı



Özkaynak karlılığı işletme sahip ya da ortaklarının işletmeye koydukları sermaye karşılığında elde etmiş oldukları karı göstermesi ve işletmeye konulan sermaye ile alternatif getirilerin karşılaştırılması açısından önemlidir. Bu kapsamda bakıldığında Türk savunma sanayi şirketlerinin 2015-2017 döneminde özkaynak karlılıklarında çok hızlı bir büyümenin gerçekleştiği ve neredeyse üç katına çıktığı görülmektedir. 2018-2020 yıllarında bu hızlı artışta yavaşlama olduğu gözlenmekle birlikte yine de önemli derecede yüksek olduğu grafikten de anlaşılmaktadır. Defense 100 şirketlerinde özkaynak karlılığının 2015-2018 yılları içinde yatay seyrettiği 2019-2020 yıllarında ise dramatik bir şekilde düştüğü görülmektedir. Benzer şekilde aktif ve özkaynak karlılığında bu yıllardaki düşüşün sebepleri konusunda çalışmalar yapılabilir. Grafikten de görüleceği üzere Türk şirketleri özkaynak karlılığı açısından da Defense 100 şirketlerinden oransal olarak daha iyi bir performans göstermişlerdir.

5. SONUÇ

Defense 100 şirketleri ile Türk savunma sanayi şirketlerinin 2015-2020 yılları arasındaki gelişiminin trend analizi ile analiz edildiği bu çalışmada ulaşılan sonuçlar ve kısıtlar aşağıdaki gibidir.

Defense 100 listesine inceleme döneminde iki ile yedi şirket girmiş olmasına rağmen finansal verilerine ulaşamadığı için Aselsan dışındaki (TUSAŞ, Roketsan, Havelsan, STM, BMC, FNSS) çalışmaya dahil edilememiş, buna karşılık halka açık olan Otokar ve Katmerciler dahil edilmiştir. Türk savunma sanayi sektörünün daha sağlıklı analizinin yapılabilmesi için sektördeki daha fazla şirketin verilerine ulaşılması önemlidir. Bu nedenle çalışma Türkiye'deki tüm savunma sanayi sektörünün görünümünü ortaya koyduğu iddiasını taşımamaktadır. Ancak buna rağmen Defense 100 şirketleri ile karşılaştırmalı ilk çalışma olması nedeniyle literatüre ve bundan sonra yapılacak çalışmalara örnek olması açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'de savunma sanayinin 2000'li yıllardan itibaren ciddi bir büyüme yakalamakla beraber dünyadaki savunma sanayi şirketleri ile mukayese edildiğinde ölçek açısından hala alınması gereken mesafeler olduğu görülmektedir.

Dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar açısından bakıldığında Defense 100 şirketlerinin daha sağlıklı bir yapıda olduğu ancak savunma sanayi sektörünün yapısı dikkate alındığında Türk savunma sanayi şirketlerinin de ciddi riskler taşımadığı söylenebilir. Türk şirketleri açısından uzun vadeli borçlanma imkanlarının Defense 100 şirketlerine göre daha kısıtlı olduğu da çalışmada ulaşılan sonuçlar arasındadır. Bu nedenle Türk şirketlerinin daha rekabetçi ve sürdürülebilir olması için uzun vadeli finansman imkanlarına kavuşması için uygun modeller geliştirilmelidir.

Çalışma kapsamındaki bütün şirketlerde ticari alacaklar ile stokların net satışlardan daha hızlı arttığı görülmüştür. Bu durum savunma sanayi şirketleri için ilave finansman maliyetine katlanılmasına neden olabilir. Bu nedenle hem stok seviyelerinin azaltılması hem de ticari alacak devir hızının artırılmasına yönelik çalışmalar yapılması uygun olur.

Ticari alacaklar ile ticari borçlar arasındaki ilişkinin Defense 100 şirketlerinde daha dengeli olduğu, Türk şirketlerinde dalgalı bir seyir izlemekle beraber 2020 yılında dengeye geldiği görülmüştür.

Türk savunma sanayi şirketlerinin artan duran varlık yatırımlarını 2018 yılından beri uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edemediği görülmüştür. Bu nedenle sürdürülebilir bir savunma sanayi için uzun vadeli finansman imkanlarının geliştirilmesi bir zorunluluk olarak kabul edilmelidir.

Net satışlar ile satışların maliyetinin kontrolü açısından Türk şirketlerinin Defense 100 şirketlerine göre daha iyi performans gösterdiği çalışmada ulaşılan sonuçlar arasındadır.

Karlılık oranlarındaki gelişim açısından Türk savunma sanayi şirketlerinin çok iyi bir performans gösterdiği çalışmada net olarak ortaya konulmuştur. Ancak karlılıktaki bu iyileşmenin ölçek büyümesi ile desteklenmesinin önemli olduğunu belirtmek gerekir.

Sonuç olarak Türkiye’de savunma sanayi alanında alınması gereken mesafelerin olduğu karşılaştırma şirketleri olarak seçilen Defense 100 şirketlerinin ölçeklerine bakıldığında açıkça anlaşılmaktadır. Ancak 2000’li yıllardan itibaren ortaya konulan irade ile savunma sanayi alanında bir başarı hikayesinin yazıldığı bu çalışmada analiz edilen mali tablolarında görülmekte ve trend analizi sonuçları da bu gelişmenin yukarı yönlü olduğunu ortaya koymaktadır.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (2011) “Mali Tablolar Analizi”, İstanbul, 14. Baskı, Arayış Basım ve Yayıncılık Ltd. Şti.
- Akın, H. (2019) “Konya Savunma Sanayi Araştırma Raporu”, <https://www.kalkinmakutuphanesi.gov.tr/assets/upload/dosyalar/dsyv1auhe42201940531pm.pdf> (19.09.2021).
- Al-Shaghel, H. (2021) “Türkiye’de Son Beş Yılda Yaşanan Gelişmeler Savunma Sanayi 2015-2020”, <https://ayam.com.tr/arastirma/turkiyede-son-5-yilda-yasanan-gelismeler-savunma-sanayi-2015-2020/> (19.09.2021).
- Arslan, H. M. ve Yücel, S. (2021) “Gri İlişkisel Analiz ve Multi Moora Yöntemleri İle Borsa İstanbul’da İşlem Gören Savunma Sanayi Sektörünün Finansal Performansının Değerlendirilmesi”. Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 11 (1):36-57. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/dusbed/issue/64276/878231>
- Aydın, İ (2020) “Dışa Bağımlılıktan Milliliğe Türkiye’nin Savunma Sanayii Tecrübesi”, Ortadoğu Araştırmaları Merkezi, Rapor No: 25 / Aralık 2020, Ankara.
- Bakırcı, F. S., Bayrak, R. ve Önal, S. (2016) “Toplam Faktör Verimliliği: Savunma Sanayi Örneği”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 30 (4):0-0. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/atauniiibd/issue/29909/322123>

- Başaran, M.E. (2009) “Savunma Sanayi Projeleri ve Finansal Kararlar Yönünden İncelenmesi”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bayrak, R., Bakırcı, F. ve Sarıkaya, M. (2015) “Savunma Sanayinde VZA Yöntemiyle Etkinlik Analizi”, Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 10 (2):26-51.
- Bingöl, O. ve Varlık, A.B. (2015) “Türk Savunma Sanayinin Geleceği- Sürdürülebilirlik ve Güçlü İhracat İçin Strateji Raporu-1”, İstanbul, Tasam Yayınları Stratejik Rapor No: 71, https://tasam.org/Files/PDF/Raporlar/TSS_rapor.pdf_6acb9a1e-7d78-4af4-bc67-48bb93270426.pdf, (19.09.2021).
- Chatman, W.T. (1995) “A Comparative Financial Analysis Of The U.S. Defense Industry During The Post Cold War Defense Drawdown”, <https://apps.dtic.mil/sti/pdfs/ADA305648.pdf>, (30.09.2021).
- Çabuk, A. (2013) “Finansal Tablolar ve Mali Analiz”, (Ed. Saime Önce), Mali Analiz, Eskişehir, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 3013, Açıköğretim Fakültesi Yayını No:1966.
- Çabuk, A. ve Lazol, B. (1998), “Mali Tablolar Analizi”, Bursa, Vipaş A.Ş.
- Çakır, M.U. (2003), “Financial Growth Of The Turkish Defense Industry: An Explanatory Analysis”, Master’s Thesis, The Institute of Economics and Social Sciences of Bilkent University, Ankara.
- Defense News Top 100 (2021), <http://people.defensenews.com/top-100/> (20.09.2021)
- Deloitte (2015), “2015 Global Aerospace And Defense Sector Financial Performance Study Growth Slowing, Profits Improving”, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Manufacturing/gx-mnfg-a-and-d-financial-perf-study-2015.pdf>, (20.09.2021).
- Deloitte (2021), “2020 Global Aerospace And Defense Industry Outlook”, <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/manufacturing/articles/2020-global-aerospace-and-defense-industry-outlook.html>, (19.09.2021).
- Georgiou, G. M. (2006), “Military Expenditure and the Rate of Profit: Some Empirical Results.” International Review of Applied Economics, 16 (3):344-361. <http://dx.doi.org/10.1080/758534266>
- Güneş, M. (2011), “Etkin Bir Kamu Yönetimi İçin Artan Savunma Harcamalarının Denetimi ve Hesap Verebilirliğin Rolü”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 13 (2): 139-166. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/gaziuibfd/issue/28320/300951>
- Gürsoy, G. (1994), “Financial Ratio Patterns In The U.S. Defense Industry”, <https://apps.dtic.mil/sti/citations/ADA291733>, (30.09.2021).

- Hartley, K. (2018a), “Arms industry data: Knowns and unknowns”, *The Economics Of Peace And Security Journal*, 13 (2):30-36. doi:10.15355/epsj.13.2.30
- Hartley, K. (2018b), “The Profitability of Non-Competitive Defence Contracts: The UK Experience”, *Defence and Peace Economics*, 29 (6):577-594. DOI: 10.1080/10242694.2017.1287157.
- Hatipoğlu, M. (2021), “Global Trendler Uzay Havacılık ve Savunma Sektörleri”, <https://www.btso.org.tr/documents/sectoralreport/102.pdf>, (19.09.2021).
- Jeong, K., Lee, J. ve Lee, C. (2010), “Profitability Gains of Korean Defense Firms: Technological Progress or Cost Shifting?”, *Asian Journal of Technology Innovation*, 18 (2):219-239, DOI: 10.1080/19761597.2010.9668699.
- Kaya, E. (2019), “Zaman Serileri Analizinde Box-Jenkins Yöntemi İle Savunma Sanayi Verileri Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karaman
- Krishnamurti, C., Pensiero, D. ve Velayutham, E. (2016), “Corruption Risk in the Defence Industry: Drivers and Stock Market Effects”, *Asian Finance Association (AsianFA) 2016 Conference*, Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=2725626>.
- McGerty, F. (2022). Global defence spending – the impact of inflation, <https://www.iiss.org/blogs/military-balance/2022/02/global-defence-spending-the-impact-of-inflation>, (09.03.2022).
- Mayer-Sommer, A. P.; Bedingfield, J.P. (1989), “A Reexamination Of The Relative Profitability Of The U.S. Defense Industry: 1968–1977”, *Journal of Accounting and Public Policy*, .8 (2):83-119.
- McGowan, A.S. ve Vendirzyk, V.P. (2002), “The Relation Between Cost Shifting and Segment Profitability in the Defense-Contracting Industry”, *The Accounting Review*, 77 (4):949–969. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.4.949>.
- ODS Consulting Group (2020), “Azerbaycan’da Ekonomi ve Savunma Sanayi İnceleme Raporu”. https://odsdanismanlik.com/wp-content/uploads/2020/10/03_azerbaycan_da_ekonomi_ve_savunma_sanayi_210720.pdf, (19.09.2021).
- OKA (2012), “Çorum Savunma Sanayi Sektörel Araştırma Raporu”, <https://www.oka.org.tr/assets/upload/dosyalar/savunma-sanayi-arastirma-raporu-17-71.pdf>, (19.09.2021).
- Ögel, S. ve Nuryyev, K. (2021), “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Savunma Sanayi Şirketlerinin Bulanık TOPSİS Yöntemi ile Finansal Performans Analizi”, *Business & Management Studies: An International Journal*, 9 (1):307-326, doi: <https://doi.org/10.15295/bmij.v9i1.1780>.

- Özgülbaş, N. (2006), “Türkiye’de Kamu Hastanelerinin Finansal Durum Değerlendirmede Kullanılabilecekleri Bir Yöntem: Trend Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 29:129-139. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mufad/issue/35598/395384>.
- Province, D.C. (1990), “Financial Ratio Benchmarks for Defense Industry Contractors”, <https://apps.dtic.mil/sti/pdfs/ADA216359.pdf>, (30.09.2021).
- PWC (2021). “The Defence Industry in The 21st Century”, https://www.pwc.pl/en/publikacje/defence_industry_ads.pdf, (18.10.2021).
- Rizwana, M. ve Saqib, M. (2020), “Impact of COVID-19 on Defence Industry with Special Reference to India”, *International Journal of Trade & Commerce-IIARTC January-June 2020*, 9 (1):35-42.
- SASAD Performans Raporu 2020 (2021), <https://www.sasad.org.tr/uploaded/Sasad-Performans-Raporu-2020.pdf>, (19.09.2021).
- Savunma Sanayi Başkanlığı, “3228 Sayılı Kanun”, https://www.ssb.gov.tr/Images/Uploads/MyContents/F_20170913104007039980.pdf, (06.10.2021).
- Schulman, R.D. (1977), “Leverage And Profitability In Selected Defense Industries”, <https://apps.dtic.mil/sti/pdfs/ADA036515.pdf>, (30.09.2021).
- Sevim, Ş. (2013), “Finansal Tablolar ve Mali Analiz”, (Ed. Saime Önce), *Mali Analiz*, Eskişehir, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 3013, Açıköğretim Fakültesi Yayını No:1966.
- Sezgin, Ş. ve Sezgin, S. (2018), “Dünya’da ve Türkiye’de Savunma Sanayi: Genel Bir Bakış”, *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 5 (12):1-19. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/asead/issue/41905/505227>.
- Topak, S., “Finansal Tablolar Analizi Ekonometri”, http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/ekonometri_ue/finansaltablolaranalizi.pdf, (04.10.2021).
- Vakıf Yatırım Sektör Raporu Savunma (2018). https://www.vkyanaliz.com/Files/docs/defensesectorreport_16-07-2018-636673287023866868.pdf, (19.09.2021).
- Vidović, N., Dželetović, M. ve Beriša, H. (2019), “Export Potential Of The Defense Industry Of Serbia And The Perspective Of Further And Sustainable Development”, *Knowledge International Journal*, 30 (6):1599-1605. <https://doi.org/10.35120/kij30061599V>.
- Wang, C. ve Miguel, J.S. (2012), “The Excessive Profits of Defense Contractors: Evidence and Determinants”, <https://apps.dtic.mil/sti/pdfs/ADA558985.pdf>, (18.10.2021).

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Teşekkür: -

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The author has no conflict of interest to declare.

Grant Support: The author declared that this study has received no financial support.

Acknowledgement: -
