



Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisi Catalhoyuk International Journal of Tourism and Social Research

Havayolu Yolcu Taşımacılığı Şirketlerinin Varlık ve Finansal Yapıları: Uluslararası Bir Karşılaştırma

Assets and Financial Structure of Airline Passenger Transport Companies: An International Comparison

Erdoğan KARADENİZ*
Cansu AYDIN**

<https://dergipark.org.tr/tr/pub/cutsad>

Atıf / Citation

Karadeniz, E., & Aydın, C. (2023). Havayolu Yolcu Taşımacılığı Şirketlerinin Varlık ve Finansal Yapıları: Uluslararası Bir Karşılaştırma. *Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisi (CUTSAD)*, 10, 20-41. DOI: [10.58455/cutsad.1253303](https://doi.org/10.58455/cutsad.1253303)

Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, akademisyenlere, araştırmacılara, doktora öğrencilerine ve alanındaki diğer profesyonellere kapsamlı bir dizi benzersiz çevrimiçi dergi gönderme hizmeti sunan uluslararası bilimsel, yüksek kaliteli açık erişimli, hakemli bir akademik dergidir. Bu dergi, orijinal araştırma makalelerini, teori temelli ampirik makaleleri, derleme makalelerini, vaka çalışmalarını, konferans raporlarını, kitap incelemelerini ve ilgili raporları yılda iki kez (Haziran ve Aralık) çevrimiçi olarak yayınlamaktadır.

Yazarlar dergide yayınlanan çalışmalarının telif hakkına sahiptirler ve çalışmaları Creative Commons Atıf-GayriTicari 4.0 Uluslararası (CC BY-NC 4.0) olarak lisanslıdır. Dergide yayınlanan çalışmalarının hukuki sorumluluğu yazarlarına aittir.

Catalhoyuk International Journal of Tourism and Social Research is an international scientific, high-quality open access, peer-reviewed academic journal that offers a comprehensive range of unique online journal submission services to academics, researchers, doctoral students and other professionals in the field. This journal publishes original research articles, theory-based empirical articles, review articles, case studies, conference reports, book reviews and related reports online twice a year (June and December).

Authors publishing with the journal retain the copyright to their work licensed under the CC BY-NC 4.0. The legal responsibility of the studies published in the journal belongs to the authors.

* Prof.Dr., Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, Mersin, Türkiye / Prof. Dr., Mersin University, Faculty of Tourism, Department of Tourism Management, Mersin, Turkey. E-Posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

** Cansu AYDIN, Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Turizm İşletmeciliği Anabilim Dalı, Mersin, Türkiye / Mersin University, Institute of Social Sciences, Department of Tourism Management, Mersin, Turkey. E-Posta: cansuaydin12345@gmail.com



Havayolu Yolcu Taşımacılığı Şirketlerinin Varlık ve Finansal Yapıları: Uluslararası Bir Karşılaştırma

Erdoğan KARADENİZ, Cansu AYDIN

Makale Bilgisi

Araştırma Makalesi

Geliş: 19.02.2023

Kabul: 07.05.2023

Yayın: 22.06.2023

DOI: [10.58455/cutsad.1253303](https://doi.org/10.58455/cutsad.1253303)

Haziran, 2023

Sayı: 10

Sayfalar: 20-41

Anahtar Kelimeler:

Havayolu Yolcu Taşımacılığı Sektörü, Varlık Yapısı, Finansal Yapı, Yapısal Dikey Yüzde Analizi, Korelasyon Analizi

Article Information

Research Article

Submitted: 19.02.2023

Accepted: 07.05.2023

Published: 22.06.2023

DOI: [10.58455/cutsad.1253303](https://doi.org/10.58455/cutsad.1253303)

June, 2023

No: 10

Pages: 20-41

Keywords:

Airline Passenger Transport Sector, Asset Structure, Financial Structure, Structural Vertical Percentage Analysis, Correlation Analysis

Özet

Bu araştırmanın amacı uluslararası ölçekte havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinin varlık ve finansal yapılarının karşılaştırmalı analizidir. Bu kapsamda Amerika Birleşik Devletleri, Asya-Pasifik ve Avrupa ülkelerindeki 64 havayolu yolcu taşımacılığı şirketinin 2016-2021 yılları arasındaki finansal durum tablolarına yapısal dikey yüzde analizi uygulanarak varlık ve finansal yapısı incelenmiştir. Yapısal analizde dönen ve duran varlıkların varlık toplamı, kısa ve uzun vadeli borç ile öz kaynakların ise finansal kaynak toplamı içindeki yüzdelik payları analiz döneminde hesaplanmış ve hem şirket bazında hem de örneklem temelinde ortalamaları alınarak karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Ayrıca şirketlerin varlık ve finansal yapı alt ana grupları arasındaki ilişki korelasyon analiziyle belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırma sonucunda havayolu şirketlerinin genel olarak sabit varlık ağırlıklı olduğu, finansal yapısının ise daha çok uzun vadeli olmak üzere yabancı kaynak ağırlıklı olduğu, buna karşın öz kaynaklarının yetersiz kaldığı ve bu bağlamda finansal riskin çok yüksek olduğu saptanmıştır. Ayrıca havayolu şirketlerinin atılan çalışma sermayesi yatırım ve finansman stratejisini izledikleri ve bu durumun kriz dönemlerinde likidite sorunlarına yol açabileceği saptanmıştır. Bununla birlikte COVID-19 salgınının genel olarak şirketlerin sabit varlık yatırım seviyelerini azalttığı dönen varlıkların payını ise yükselttiği belirlenmiştir. Ayrıca bütün örneklerde 2020 yılında öz kaynak paylarının ortalama da önceki yıllara göre en düşük seviyede gerçekleştiği ve finansal risk düzeylerinin daha da yükseldiği belirlenmiştir.

Abstract

The purpose of this research is the comparative analysis of the asset and financial structures of airline passenger transport companies on an international scale. In this context, the asset and financial structures of 64 airline passenger transportation companies in the United States of America, Asia-Pacific and European countries were examined by applying structural vertical percentage analysis to the annual statements of financial position between the years 2016-2021. In the structural analysis, the percentage shares of current and fixed assets in total assets, short-term liabilities, long-term debt and the share of equity in the total financial structure were calculated in the analysis period and analyzed comparatively by taking the averages on both company and sample basis. In addition, the relationship between the asset and financial structure sub-main groups of companies was tried to be determined by correlation analysis. As a result of the research, it has been determined that airline companies are generally fixed asset weighted, their financial structure is mostly long-term debt-weighted, but their own resources are insufficient and the financial risk is very high. In addition, it has been determined that airline companies prefer aggressive working capital investment and financing strategy and this may cause liquidity problems in crisis periods. However, it has been determined that the COVID-19 epidemic generally decreased the fixed asset investment levels of the companies and increased the share of current assets. In addition, in all samples, it was determined that the share of equity in 2020 was at the lowest level compared to previous years and the financial risk levels increased even more.

GİRİŞ

1980'li yıllardan itibaren küreselleşmenin etkisiyle ulusal veya bölgesel bağlamda gerçekleşen politik, ekonomik ve finansal krizler ile yaşanan salgın hastalıklar, doğal afetler ve iklim değişiklikleri bütün ülke ekonomilerini ve şirketlerin faaliyetlerine sağlıklı olarak sürdürmelerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Şirketlerin varlıklarını sürdürülebilirlik temelinde devam ettirebilmeleri için öncelikle yatırım, finansman ve kâr payı dağıtım kararlarını sürdürülebilir kar ve nakit akışı yaratarak firma değerlerini maksimize yapma doğrultusunda almaları gerekmektedir (İskenderoğlu vd., 2015:86). Bu bağlamda şirketlerin finansal analiz, planlama ve denetim süreçleri ile bilanço (varlık ve kaynak) yönetimine önem vermeleri gerekmektedir. Özellikle finansal analizle şirketlerin sermayesinin yeterli, varlık ve finansal yapısının dengeli ve borçlarını ödeme yönünde sıkıntıların ve gerçekleştirilen yatırımların ve sonucunda karlılığının yeterli olup olmadığı değerlendirilmektedir (Akgüç, 2013:25). Etkin bir finansal analiz, şirketlerin finansal durumlarını ve faaliyet sonuçlarını gözden geçirerek finansal performans bağlamında varlık ve kaynak yönetimlerini, finansal risk ölçümlerlerini, nakit akışı, karlılık ve firma değeri performanslarını daha verimli kılacak sürdürülebilir yatırım ve finansman kararlarının alınmasını sağlamaktadır. Özellikle turizm ve ulaştırma sektöründe sabit ve değişken giderlerin yüksek, buna karşın talebin ve satış cirolarının dalgalanma göstermesi şirketlerin ekonomik, finansal, politik, sağlık ve iklim krizlerinden daha fazla etkilenmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla bu şirketlerde mevcut finansal durumun sürekli gözden geçirilmesi, faaliyet sonuçlarının incelenmesi ve geleceğe yönelik finansal planlama yapılarak proaktif bir finansal risk yönetim sisteminin şirket bünyesinde oluşturulması bağlamında finansal analizin üst yönetim açısından önemi daha da artmaktadır (İskenderoğlu vd., 2015:86; Karadeniz, 2012:320).

Ulaştırma sektörü içinde önemli bir paya sahip olan havayolu taşımacılığı şirketleri, insanların ve ürünlerin buldukları konumdan başka konumlara taşınabilmesini havayolu araçları kullanarak sağlayan şirketlerdir (Battal, 2018:97). Dünyada kalkınma, sanayileşme, şehirleşme, teknolojinin yaygınlaşması, refah ve nüfus artışına paralel olarak havayolu ulaştırma sektörü her geçen gün önemini arttırmakta ve gelişim göstermektedir. Hava taşımacılığının sürat, zaman, güven ve emniyet hususlarında sahip olduğu avantajlar, iç ve dış hatlardaki yolcuların bu ulaşım türünü tercih etmesine büyük bir katkıda bulunmaktadır (Okumuş ve Asil, 2007:11; Akça, 2020:46). Havayolu taşımacılığı sektörü bireylerin iş, kişisel ziyaretler, turizm vb. faaliyetleri nedeniyle, milyarlarca yolcu ve milyonlarca ton kargoyu istenilen yere taşıyarak dünyanın küreselleşmesine büyük bir katkı sağlamaktadır. Ayrıca doğrudan ve dolaylı işgücü yaratma imkânı ile de havayolu taşımacılığı sektörü özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi hızlandırarak yaşam standartlarının yükselmesine ve yoksulluğun azalmasına olanak sağlamaktadır (Prissia ve Daryanto, 2019:10).

Dünya ve ülke ekonomileri açısından son derece önemli olan havayolu taşımacılığı sektörü ulusal ve uluslararası düzeyde yaşanan her türlü kriz ve risklere karşı son derece duyarlı bir konumdadır. Bununla birlikte sektör, operasyonel ve finansal yönetimin en zor olduğu sektörlerden birisidir. Küreselleşme ile birlikte ortaya çıkmış olan serbestleşme eğilimleri, yüksek maliyetler, rekabet nedeniyle düşük bilet fiyatları, kısıtlayıcı yasa ve yönetmelikler, stratejik iş birlikleri, güvenlik gereksinimi ve çevre bilinci bu sektördeki şirketlerin operasyonel ve finansal olarak sorunlar yaşamalarına neden olabilmektedir. Havayolu taşımacılığı sektörü gelecekteki belirsizliklerden dolayı büyük risklere sahiptir. Şirketlerin karşılarına çıkabilecek bu riskleri kontrol altına almaları gerekmektedir. Bu risklerin en önemlisi personel, yakıt, hava taşıtları ya da parçalarının kira bedeli gibi maliyetlerdeki dalgalanmalardır. Bu sektörün en önemli maliyetleri yakıt ve personel giderleridir. Toplam maliyetler içerisinde yakıt maliyetleri %30 ila %40 oranında bir paya sahiptir. Bu nedenle yakıt fiyatlarında gerçekleşen dalgalanmalar, bu şirketlerin operasyonel ve finansal verimliliğini ciddi bir şekilde olumsuz etkileyebilmektedir (Kanbur ve Karakavuz, 2017:75; Kendirli ve Kaya, 2018:113; Kaya, 2016:5).

Havayolu taşımacılığı sektöründe yer alan şirketlerin kuruluş aşamasında, filolarını genişletme veya değiştirme kademesinde hava taşıtı edinmeye yönelik gerçekleştirdikleri harcamalar da gider kalemleri içerisinde büyük bir paya sahiptir. Bu gider kalemi düzenli ve sürekli gerçekleşmeye de hava araçlarının maliyetinin yüksek olması sebebiyle uzun vadeli alımlar şeklinde gerçekleştirilerek

şirketlerin bilançosuna her yıl yansıtılmaktadır. Havayolu taşımacılık sektöründe maliyet yönetiminde gerçekleşen önemli sorunlar, uçuş tarifelerinin ve bilet fiyatlarının belirlenmesi kademesinde de görülmektedir. Gelecek dönemlerde gerçekleşecek büyümeye yönelik tahminlerin eksiksiz olması, insanların taleplerinin arttığı dönemlerin belirlenmesi ve bu duruma uygun şekilde filo planlaması yapılması gerekmektedir. Havayolu taşımacılığı sektöründe tüm maliyet unsurlarının sıkı bir şekilde kontrol edilmesi ve çok gelişmiş yöntemler kullanılarak planlanmalar gerçekleştirilmesine rağmen olağanüstü yaşanan durumlar nedeniyle ciroları düşebilmektedir (Kaya, 2016:5). Havayolu taşımacılığı sektöründe döviz kuru, faiz oranı ve yakıt fiyatlarındaki dalgalanmalarla ilgili finansal riskler ile rekabet, müşteri, talep ve sektörde yaşanan değişimleri içeren stratejik riskler de bulunmaktadır (Köse, 2020:17; Loudon, 2004:296). Dolayısıyla sektörde yer alan şirketlerin finansal durumlarının, yatırım ve finansman kararlarının ve finansal performanslarının sürekli analiz edilerek gelişme düzeyinin belirlenmesi büyük önem arz etmektedir.

Bu araştırma ulaşılmak istenen amaçlar doğrultusunda altı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünden sonraki ikinci bölümde şirketlerde varlık ve finansal kaynak yapısı kavramları ile dönen varlık, duran varlık, kısa vadeli yabancı kaynak, uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak kavramları kuramsal çerçeve başlığı altında açıklanmıştır. Üçüncü bölümde konuyla ilgili literatür özetlenmiştir. Dördüncü bölümde analizde kullanılan veriler, şirketler ve analizde kullanılan formüller açıklanmıştır. Beşinci bölümde analizler neticesinde elde edilen bulgular sunulmuştur. Altıncı bölümde ise çalışmanın sonuçları tartışılarak sektöre ve gelecek araştırmalar için öneriler sunulmuştur.

1. KURAMSAL ÇERÇEVE

Son yıllarda önem kazanan kurumsal yönetim genel olarak şirket yönetiminin ve denetiminin, şeffaf, hesap verilebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olması şeklinde tanımlanmaktadır (Karamustafa vd., 2009:105). Şirketler kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde finansal tablolarını hazırlayıp, finansal bilgi kullanıcılarına tam zamanlı ve eksiksiz bir şekilde sunmak zorundadırlar. Şirketlerin finansal bilgi kullanıcılarına yönelik hazırlaması gereken temel finansal tabloların en önemli olanlarından birisi finansal durum tablosudur. Finansal durum tablosu şirketlerin belirli bir tarihteki varlık, borç ve öz sermayelerini göstererek yatırım ve finansman faaliyetleri itibariyle finansal durumunu ortaya koymaktadır (Kaya, 2019:835).

Finansal durum tablosunda varlık (aktif) ve kaynak (pasif) olmak üzere iki temel grup yer almaktadır. Varlık grubu şirketin finansal durum tablosunun hazırlandığı tarihte faaliyetlerine devam edebilmek ve yükümlülüklerini karşılayabilmek için sahip olduğu varlıkların dağılımını, kaynak grubu ise şirketin varlıklarını edinirken kullandığı finansman kaynaklarının dağılımını göstermektedir. Finansal durum tablosunda varlıklar dönen ve duran varlıklar olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Dönen varlıklar, yılda en az bir kez paraya çevrilebilen ve şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılaması ve günlük faaliyetlerini yerine getirebilmesi açısından sahip olduğu varlıklardır. Başlıca dönen varlık kalemleri; hazır değerler, menkul kıymetler, ticari alacaklar ve stoklardır. Duran varlıklar ise bir yıldan daha uzun sürede üretimde kullanılmak veya yatırım amacıyla edinilmiş varlıklardır. Başlıca duran varlık kalemleri; finansal duran varlıklar, maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklardır (Ceylan ve Korkmaz, 2018:44). Finansal durum tablosunda kaynaklar ise yabancı kaynaklar ve özsermaye olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Yabancı kaynaklar şirketlerin üçüncü kişi veya kurumlara olan ticari ve finansal yükümlülüklerini göstermektedir. Yabancı kaynaklar geri ödeme vadesi itibariyle kısa vadeli yabancı kaynaklar ve uzun vadeli yabancı kaynaklar olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynaklar şirketin bir faaliyet yılı içinde geri ödemesi gereken borçlarını, uzun süreli yabancı kaynaklar ise şirketin bir faaliyet yılından fazla bir sürede ödemesi gereken borçlarını göstermektedir. Kaynak kısmında özsermaye ise şirketin sahip veya ortaklarının şirkete koydukları sermaye ile şirketin faaliyet dönemi boyunca elde ettiği net kar/zarar ve dağıtılmayan karlar ve karşılıklardan meydana gelmektedir (Tevfik ve Tevfik, 2018:276).

Şirketlerin üretim şekli, kapasitesi ve sektörel özellikler varlık yapılarını ve kaynak yapılarını etkileyebilmektedir. Bazı sektörlerde şirketlerin duran varlıkları daha yüksek bir paya sahipken bazı

sektörlerde ise dönen varlıkların payı daha yüksek olabilmektedir. Varlık yapılarının kompozisyonu ise şirketlerin finansal yapılarında kullandıkları finansman kaynaklarının birleşimini de etkileyebilmektedir. Minimum finansman dengesi ilkesine göre varlıklar vade ve likidite kapasitelerine uygun olarak finanse edilmek durumundadır. Bu bağlamda dönen varlıkların kısa vadeli finansman kaynaklarıyla, duran varlıkların ise özsermaye ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte duran varlık ağırlıklı sektörlerde daha çok uzun vadeli yabancı kaynak ve özsermayenin kullanılması önem arz etmektedir. Ayrıca finansal yapıda yabancı kaynak ve özsermaye dağılımının birbirine yakın olması da son derece önemlidir. Bir şirkette finansal yapı içerisinde yabancı kaynakların payının özsermayenin üzerinde olması o şirketin riskli bir şekilde finanse edildiğini ve kredi riskinin arttığını göstermektedir. Bu durum kredi kurumları tarafından tercih edilmemektedir. Ayrıca yabancı kaynakların maliyeti olan faiz, belirli bir süre sonra kaldıracın etkisini düşürmektedir (Koç ve Kostak, 2020:58). Öte yandan, yabancı kaynakların özsermayeye göre çok düşük bir paya sahip olması ise şirket açısından vergi avantajından faydalanma olanağının ortadan kalktığı anlamına gelebilmektedir (Karadeniz vd., 2017:168). Dolayısıyla, yabancı kaynakların payı yüksek olan şirketlerin ekonominin normal olduğu durumlarda daha yüksek kazanç beklentileri bulunmaktadır fakat ekonominin daraldığı durumlarda ise daha düşük kazanç ve iflas olasılıkları artmaktadır. Bu doğrultuda, şirketlerin yabancı kaynak kullanımına yönelik kararlarını alırken artan risk ve yüksek kazanç beklentileri arasında denge kurmaları gerekmektedir (Brigham ve Houston, 2014:107).

2. LİTERATÜR

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde havayolu yolcu taşımacılığı sektörü dışındaki farklı sektörlerde yönelik finansal performansın analizinde varlık ve kaynak yapılarının araştırıldığı gözlemlenmiştir. Bununla birlikte şirketlerin varlık yapılarının kaynak yapılarının birleşimine olan etkilerinin de incelendiği saptanmıştır. Bu kapsamda literatürde önemli görülen çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Mann ve Sanyal (2010), yeni girişimlerde daha fazla duran varlığa sahip olanların bu varlıkların tasfiye değeri yüksek olduğundan, finansal yapılarında yabancı kaynak kullanma olasılığının daha yüksek olduğunu buna karşın duran varlığa sahip olmayanlarda ise yabancı kaynak kullanım düzeyinin daha düşük olduğunu saptamışlardır. Karadeniz vd. (2011), otel ve lokantalar sektörü ile inşaat sektörünün varlık ve kaynak yapıları karşılaştırmışlardır. Araştırma sonucunda otel ve lokantalar sektörünün varlık yapısının duran varlık ağırlıklı, inşaat sektörünün ise dönen varlık ağırlıklı olduğu saptanmıştır. Çalışmada yine otel ve lokantalar sektörünün kaynak yapısında yabancı kaynakların biraz daha fazla kullanıldığı görülmekle birlikte ortalama olarak yabancı kaynaklarla özkaynakların birbirine yakın oranlarda kullanıldığı, inşaat sektöründe ise yabancı kaynak kullanımının daha fazla olduğu belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca otel ve lokantalar sektöründe daha fazla uzun vadeli yabancı kaynağın, inşaat sektöründe ise daha fazla kısa vadeli yabancı kaynağın kullanıldığı ve bu farklılığın nedeninin her iki sektöründe varlık yapılarındaki farklılıktan kaynaklandığı vurgulanmıştır. Uluç (2014), Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören futbol kulüplerinin varlık yapısının 2002-2008 yılları arasında dönen varlık ağırlıklı olduğu, 2009-2011 yılları arasında ise duran varlık ağırlıklı olduğunu belirlemiştir. Çalışmada ayrıca futbol kulüplerinin 2002-2008 yılları arasında öz sermaye ağırlıklı buna karşın 2009-2011 yılları arasında ise yabancı kaynak ağırlıklı çalıştıkları ve öz kaynakların negatife dönüştüğü gözlemlenmiştir. Omağ (2014), Türk gıda sektöründen seçilmiş büyük bir şirketin bilançosu üzerinde gerçekleştirdiği analizle şirketin varlık yapısının duran varlık ağırlıklı olduğunu, finansal kaynak yapısının ise öz sermaye ağırlıklı olduğunu saptamıştır. İskenderoğlu vd. (2015), hem Türkiye hem de Avrupa enerji sektörünün finansal yapılarında daha fazla yabancı kaynak kullanıldığını, yabancı kaynak vade yapısının ise daha fazla kısa vadeden meydana geldiğini belirlemişlerdir. Karadeniz (2016), hastane hizmetleri sektörünün 2011-2013 yılları arasında varlık yapısının ağırlıklı olarak duran varlıklardan meydana geldiğini, finansal kaynak yapısının ise yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu ve öz sermayenin ise yetersiz olduğunu belirlemiştir. Yabancı kaynak kullanımında ise daha fazla uzun vadeli yabancı kaynağın tercih edildiğini gözlemiştir. Aslan (2018), BIST'te işlem gören futbol kulüplerinin 2014-2016 yılları arasında varlık yapısının duran varlık, finansal yapılarının ise yabancı kaynak ağırlıklı olduğu, özsermayelerinin negatif olduğu ve bu bağlamda batık durumda olduklarını

saptamıştır. Çalışmada yabancı kaynak kullanımında ise ağırlıklı olarak kısa vadeli borçların tercih edildiği gözlemlenmiştir. Aydemir (2018), hastane hizmetleri alt sektörünün 2013-2015 yılları arasında varlık yapısının duran varlık ağırlıklı olduğunu, finansal yapısının ise yabancı kaynak ağırlıklı ve öz sermayesinin düşük düzeyde olduğunu saptamıştır. Çalışmada ayrıca yabancı kaynak kullanımında uzun vadeli borçlanmanın tercih edildiği belirlenmiştir. Doğan (2020), deniz yolu yük taşımacılığı sektörünün 2014-2016 yılları arasında varlık yapısının duran varlık ağırlıklı olduğunu, finansal kaynak yapısının ise yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu, yabancı kaynak vade yapısının ise daha çok uzun vadeli olduğunu saptamıştır.

Konuyla ilgili havayolu yolcu taşımacılığı sektörüne yönelik literatür incelendiğinde sermaye veya finansal yapı kararlarını etkileyen faktörlerin değerlendirildiği gözlemlenmiştir. Bu bağlamda önemli görülen çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Guzhva ve Pagiavlas (2003), 14 büyük havayolu şirketinin 1977-2000 yıllarına ilişkin sermaye yapılarını inceledikleri çalışmalarında şirketlerin duran varlık ağırlıklı olduğu için sermaye yapılarında daha çok uzun vadeli yabancı kaynak kullandıklarını saptamışlardır. Capobianca ve Fernandes (2004), 1993-1997 yılları arasında düşük seviyede duran varlığı bulunan 52 uluslararası havayolu şirketinin öz sermayesinin toplam kaynaklara oranının 0,4 seviyesinde olduğunu ve büyük çoğunluğunun kaynaklarında borç oranını azaltarak öz sermayelerini arttırmaya çalıştıklarını belirlemişlerdir. Araştırmada ayrıca şirketlerin etkin bir sermaye yapısına sahip olabilmesi için duran varlıklarını verimli bir şekilde kullanmaları gerektiği sonucuna varılmıştır. Stepanyan (2014), ABD'nin en büyük 8 havayolu şirketinin 2007-2012 yılları arasında çok düşük dönen varlık ile faaliyetlerine devam ettiklerini ve bu nedenle kısa vadede likidite riskiyle karşılaşma olasılığının yüksek olduğunu gözlemiştir. Kızıl ve Aslan (2019), 2013-2017 yılları arasında BIST'te işlem gören iki havayolu yolcu taşımacılığı şirketi üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada iki şirkette genel olarak varlık yapısının duran varlık ağırlıklı olduğu, kaynak yapısının ise ağırlıklı olarak uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynaktan meydana geldiğini saptamışlardır.

Konuyla ilgili olarak havayolu yolcu taşımacılığı sektörüne yönelik yukarıda sunulan literatür incelendiğinde şirketlerin varlık ve kaynak yapısına yönelik olarak ikincil veriler üzerinden kısıtlı sayıda çalışma yapıldığı saptanmıştır. Dolayısıyla yapılacak olan bu araştırmanın, havayolu şirketlerindeki varlık ve kaynak yapısını ortaya koyması ve birden fazla bölgede çok sayıda havayolu şirketini içermesi nedeniyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3. YÖNTEM

Bu araştırmanın temel amacı, uluslararası ölçekte havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinin varlık ve finansal yapılarının karşılaştırmalı analizidir. Bu kapsamda Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Asya-Pasifik ve Avrupa ülkelerindeki menkul kıymet piyasalarında pay senetleri işlem gören ve analiz dönemi kapsamında verilerine ulaşılabilen 64 havayolu yolcu taşıma şirketi, araştırmanın örneklemini oluşturmaktadır. Analiz kapsamındaki 64 adet havayolu yolcu taşımacılığı şirketinin isimleri Tablo 1'de sunulmaktadır.

Tablo 1. Analiz Kapsamındaki Şirketler

No	Amerika Birleşik Devletleri	15	T'way Air
1	Air Canada	16	Inter Globe Aviation
2	Alaska Air Group	17	Spicejet
3	Allegiant Travel Company	18	Ana Holdings
4	American Airlines Group	19	Japan Airlines Co Ltd
5	AZUL SA	20	Star Flyer
6	Chorus Aviation	21	Jazeera Airways
7	Controladora Vuela ADR	22	Air Asia Bhd
8	Copa Holdings	23	Singapore Airlines
9	Delta Airlines	24	Asia Aviation Public Company Limited
10	Exchange Income	25	Bankog Airways PLC
11	Gol Linhas Aeres Inteligentes	26	Thai Airways International PLC

12	Hawaiian Holdings	27	China Airlines
13	Jetblue Airways Corporation	28	Eva Airways
14	LATAM Airlines Group	29	Soonest Express
15	MESA Air Group Inc	30	Vietnam Airlines
16	Skywest	No	AVRUPA
17	Southwest Airlines	1	Lufthansa Group
18	Spirit Airlines	2	Mainfreight
19	United Airlines Holdings	3	Finnair
No	ASYA-PASİFİK	4	Air France
1	Air China	5	Easyjet
2	Cathay Pacific Airways	6	Jet2 PLC
3	China Eastern Airlines	7	Int. Consolidated Airlines Group
4	China Express Airlines	8	Wizz Air Holdings
5	China Southern Airlines	9	Ryanair Holdings
6	Juneyao Airlines	10	Scandinavian Airlines
7	Shandong Airlines	11	Norwegian Air Shuttle
8	Spring Airlines	12	Aeroflot
9	Air Busan	13	Aegean Airlines
10	Asiana Airline Company	14	Türk Hava Yolları
11	Hanjin Kal	15	Pegasus Hava Yolları
12	Jeju Air		
13	Jin Air		
14	Korean Air		

Tablo 1 incelendiğinde, Amerika Birleşik Devletleri'nden (ABD) 19 havayolu şirketi, Asya-Pasifik'ten 30 havayolu şirketi ve Avrupa'dan 15 havayolu şirketi olmak üzere toplamda 64 şirketin araştırmanın analiz örneklemini oluşturduğu görülmektedir. Analiz sürecinde şirketlerin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına göre hazırlanmış yıllık finansal durum tabloları internet ortamından elde edilmiştir. Bu bağlamda Türkiye'de halka açık havayolu şirketlerinin 2016-2021 yıllarına ilişkin finansal tablolarına Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinden (www.kap.org.tr) ulaşılmıştır. Diğer şirketlerin 2016-2021 yıllarına ilişkin finansal durum tabloları ise investing.com internet sitesi (www.investing.com), yahoo finance internet sitesi (www.finance.yahoo.com), The Wall Street journal internet sitesi (www.wsj.com) ve şirketlerin kendi internet siteleri gibi ikincil kaynaklardan elde edilmiştir. Araştırmada insan ve hayvanlar üzerinden doğrudan anket, görüşme veya laboratuvar ortamında veri toplanmadığı, havayolu şirketlerinin kamuoyuna açıkladıkları finansal tablolardaki veriler üzerinden analizler gerçekleştirildiği için etik kurul onayı gerekmemektedir.

Analizde yer alan havayolu şirketlerinin analiz dönemi kapsamındaki yıllık finansal durum tablolarından yararlanılarak öncelikle varlık ve kaynak yapısı dikey yüzde analizi ile incelenmiştir. Dikey yüzde yapısal analizinde şirketlerin dönen ve duran varlıklarının toplam varlıklar içinde, kısa ve uzun vadeli borç ile öz kaynakların ise toplam kaynaklar içindeki yüzdeleri payları analiz döneminde hesaplanmış ve hem şirket bazında hem de genel olarak ortalamaları alınmıştır. Bu süreçte 5 değişken 6 yıl ve 64 şirket üzerinden 1920 gözlem gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte varlık ve finansal yapı alt ana grupları arasındaki ilişki korelasyon analiziyle belirlenmeye çalışılmıştır. Aşağıda hesaplamalarda kullanılan formüller sunulmuştur;

$$\text{Dönen Varlıkların Yüzdeleri Payı} = (\text{Dönen Varlık Toplamı} / \text{Toplam Varlıklar}) \times 100$$

$$\text{Duran Varlıkların Yüzdeleri Payı} = (\text{Duran Varlık Toplamı} / \text{Toplam Varlıklar}) \times 100$$

$$\text{Kısa Vadeli Borçların Yüzdeleri Payı} = (\text{Kısa Vadeli Borç Toplamı} / \text{Toplam Kaynaklar}) \times 100$$

Uzun Vadeli Borçların Yüzdeleri Payı= (Uzun Vadeli Borç Toplamı / Toplam Kaynaklar) x 100

Öz Kaynakların Yüzdeleri Payı= (Öz Kaynak Toplamı / Toplam Kaynaklar) x 100

4. BULGULAR

4.1. Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular

Bu bölümde analiz kapsamındaki havayolu şirketlerinin 2016-2021 yılları arasındaki varlık ve kaynak yapılarının yüzde cinsinden analiz bulguları sırasıyla sunulmaktadır. Bu hesaplamalarda havayolu şirketlerinin dönen ve duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı ile kısa ve uzun vadeli borçlar ile öz kaynak kalemlerinin toplam kaynak içindeki payları hesaplanmış böylelikle havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı dağılımı değerlendirilmeye çalışılmıştır. Tablo 2’de Amerika Birleşik Devletleri (ABD) menkul kıymet borsalarında işlem gören havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı yüzdelerine ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 2. ABD’deki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular

Air Canada		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	28,76	30,35	28,79	27,08	29,99	32,84	29,64
	Duran Varlıklar	71,24	69,65	71,21	72,92	70,01	67,16	70,36
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	29,27	28,69	25,94	28,01	24,69	22,62	26,54
	Uzun Vadeli Borçlar	62,66	52,07	59,09	56,14	69,38	77,35	62,78
	Öz Kaynaklar	8,07	19,24	14,98	15,85	5,93	0,03	10,68
Alaska Air Group		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	20,58	18,81	15,51	14,55	26,31	26,20	20,32
	Duran Varlıklar	79,42	81,19	84,49	85,45	73,69	73,80	79,68
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	25,45	23,47	25,53	22,86	28,19	26,67	25,36
	Uzun Vadeli Borçlar	45,13	46,29	41,92	46,20	52,19	47,93	46,61
	Öz Kaynaklar	29,42	30,24	32,55	30,94	19,62	25,40	28,03
Allegiant Travel		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	25,24	24,82	19,81	18,66	28,97	33,37	25,14
	Duran Varlıklar	74,76	75,18	80,19	81,34	71,03	66,63	74,86
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	23,50	24,95	20,57	20,36	21,14	16,53	21,18
	Uzun Vadeli Borçlar	48,15	49,68	51,78	50,28	57,41	52,97	51,71
	Öz Kaynaklar	28,35	25,37	27,65	29,36	21,45	30,52	27,11

Tablo 2. ABD’deki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

American Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	20,13	17,33	14,26	13,68	17,89	26,08	18,23
	Duran Varlıklar	79,87	82,67	85,74	86,32	82,11	73,92	81,77
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	27,05	29,10	29,87	30,52	26,72	28,59	28,64
	Uzun Vadeli Borçlar	65,56	72,38	70,41	69,68	84,35	82,45	74,14
	Öz Kaynaklar	7,39	-1,48	-0,28	-0,20	-11,07	-11,04	-2,78
AZUL SA		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	22,54	31,64	22,90	21,54	34,30	31,54	27,41
	Duran Varlıklar	77,46	68,36	77,10	78,46	65,70	68,46	72,59
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	42,70	31,93	32,74	35,71	64,66	63,18	45,15
	Uzun Vadeli Borçlar	45,47	40,94	74,39	82,60	124,92	135,74	84,01
	Öz Kaynaklar	11,83	27,14	-7,14	-18,31	-89,58	-98,92	-29,17
Chorus Aviation		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	11,56	10,96	10,45	7,98	11,35	11,00	10,55
	Duran Varlıklar	88,44	89,04	89,55	92,02	88,65	89,00	89,45
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	19,84	17,14	15,01	12,59	11,38	14,21	15,03
	Uzun Vadeli Borçlar	70,66	68,94	66,49	66,87	69,38	64,07	67,74
	Öz Kaynaklar	9,50	13,92	18,50	20,54	19,24	21,69	17,23
Controladora Vuela ADR		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama

Varlıklar	Dönen Varlıklar	53,03	49,91	15,73	19,14	21,12	24,58	30,59
	Duran Varlıklar	46,97	50,09	84,27	80,86	78,88	75,42	69,41
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	36,21	41,93	24,83	27,37	30,75	31,38	32,08
	Uzun Vadeli Borçlar	14,23	13,82	70,40	63,89	65,15	60,67	48,03
	Öz Kaynaklar	49,56	44,25	4,77	8,74	4,10	7,96	19,90
Copa Holdings		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	27,76	29,62	23,86	28,32	31,64	2,88	24,01
	Duran Varlıklar	72,24	70,38	76,14	71,68	68,36	97,12	75,99
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	22,41	26,16	25,87	22,91	21,10	26,20	24,11
	Uzun Vadeli Borçlar	29,76	27,00	33,68	32,68	45,60	43,31	35,34
	Öz Kaynaklar	47,83	46,84	40,45	44,41	33,30	30,51	40,56
Delta Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	12,65	14,54	10,52	12,78	24,17	19,99	15,76
	Duran Varlıklar	87,35	85,46	89,48	87,22	75,83	80,01	84,22
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	25,87	35,32	30,83	31,31	22,12	26,29	28,62
	Uzun Vadeli Borçlar	53,27	41,33	46,46	44,89	75,75	68,84	55,09
	Öz Kaynaklar	20,86	23,35	22,71	23,80	2,13	4,87	16,29
Exchange Income		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	24,49	28,59	27,59	25,94	26,98	27,04	26,77
	Duran Varlıklar	75,51	71,41	72,41	74,06	73,02	72,96	73,23
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	12,49	15,04	12,21	12,35	12,86	18,35	13,88
	Uzun Vadeli Borçlar	54,18	51,97	56,26	55,45	57,24	50,71	54,30
	Öz Kaynaklar	33,33	32,99	31,53	32,2	29,90	30,90	31,82
Gol Linhas Aeres Inteligentes		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	24,76	33,43	31,91	32,21	25,32	18,66	27,72
	Duran Varlıklar	75,24	66,57	68,09	67,79	74,68	81,34	72,28
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	57,70	57,68	69,39	67,74	81,15	76,95	68,43
	Uzun Vadeli Borçlar	82,25	73,19	74,03	78,71	126,29	169,24	100,62
	Öz Kaynaklar	-39,95	-30,87	-43,42	-46,45	-107,44	-146,19	-69,05
Hawaiian Holdings		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	27,11	23,71	20,92	19,69	25,76	40,29	26,25
	Duran Varlıklar	72,89	76,29	79,08	80,31	74,24	59,71	73,75
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	28,19	31,03	29,85	24,20	23,16	22,22	26,44
	Uzun Vadeli Borçlar	48,68	40,99	42,02	51,47	63,02	66,39	52,10
	Öz Kaynaklar	23,13	27,98	28,13	24,33	13,82	11,38	21,46

Tablo 2. ABD'deki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

Jetblue Airways Corporation		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	15,05	12,33	12,67	14,99	23,52	21,87	16,74
	Duran Varlıklar	84,95	87,67	87,33	85,01	76,48	78,13	83,26
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	23,75	21,94	23,04	22,34	18,80	23,02	22,15
	Uzun Vadeli Borçlar	33,21	29,68	34,21	37,39	53,42	51,06	39,83
	Öz Kaynaklar	43,04	48,38	42,75	40,27	27,78	25,93	38,02
LATAM Airlines Group		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	18,89	19,93	16,07	18,79	19,99	19,61	18,88
	Duran Varlıklar	81,11	80,07	83,93	81,21	80,01	80,39	81,12
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	32,41	31,08	29,54	33,01	47,87	92,67	44,43
	Uzun Vadeli Borçlar	45,79	46,22	53,32	52,15	67,73	60,42	54,27
	Öz Kaynaklar	21,80	22,70	17,14	14,84	-15,60	-53,08	1,30
MESA Air Group		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	7,44	9,65	12,42	9,94	9,37	9,86	9,78
	Duran Varlıklar	92,56	90,35	87,58	90,06	90,63	90,14	90,21
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	13,74	14,61	15,91	16,38	21,49	16,09	16,37
	Uzun Vadeli Borçlar	72,73	70,51	60,39	56,47	50,64	53,46	60,70
	Öz Kaynaklar	13,53	14,88	23,70	27,15	27,87	30,44	22,93
Skywest		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama

Varlıklar	Dönen Varlıklar	18,33	18,18	16,17	11,42	13,63	14,33	15,34
	Duran Varlıklar	81,67	81,82	83,83	88,58	86,37	85,67	84,66
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	14,92	15,00	14,65	13,90	13,06	16,02	14,59
	Uzun Vadeli Borçlar	58,11	52,96	54,24	53,43	57,27	53,59	54,93
	Öz Kaynaklar	26,97	32,04	31,11	32,67	29,67	30,40	30,48
Southwest Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	18,16	18,38	18,42	22,12	41,49	47,26	27,64
	Duran Varlıklar	81,84	81,62	81,58	77,88	58,51	52,74	72,36
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	27,63	26,20	28,95	33,14	20,52	24,01	26,74
	Uzun Vadeli Borçlar	38,30	37,00	34,96	30,46	55,21	48,70	40,77
	Öz Kaynaklar	34,07	36,80	36,09	36,40	24,27	27,29	32,49
Spirit Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	30,63	30,68	25,08	18,71	26,24	19,76	25,19
	Duran Varlıklar	69,37	69,32	74,92	81,29	73,76	80,24	74,81
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	16,70	15,89	15,57	15,02	14,95	13,69	15,30
	Uzun Vadeli Borçlar	39,55	41,91	48,47	54,43	59,99	63,64	51,33
	Öz Kaynaklar	43,75	42,20	35,96	30,55	25,06	22,68	33,37
United Airlines Holdings		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	16,09	15,72	13,37	14,46	22,42	29,11	18,53
	Duran Varlıklar	83,91	84,28	86,63	85,54	77,58	70,89	81,47
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	27,05	28,13	26,09	26,36	19,27	24,40	25,22
	Uzun Vadeli Borçlar	53,89	52,64	54,98	53,29	71,70	68,89	59,23
	Öz Kaynaklar	19,06	19,25	18,93	20,35	9,03	6,70	15,55

ABD'deki havayolu şirketlerinin varlık yapısının sabit sermaye yatırım düzeyinin yüksek olması nedeniyle duran varlık ağırlıklı olduğu gözlemlenmektedir. 2020 yılından önceki analiz döneminde şirketlerin dönen ve duran varlıklarının payında zaman zaman ufak değişiklikler olduğu söylenebilir. Ancak 2020 yılında tüm dünyayı etkileyen COVID-19 salgını nedeniyle ABD'deki havayolu şirketlerinin bir kısmında duran varlık paylarında önceki yıllara göre azalmalar, bazılarında da dönen varlık payında önceki yıllara göre artışlar yaşandığı gözlemlenmiştir. 2021 yılı itibariyle bu sürecin devam ettiği ve bu bağlamda şirketlerin bir kısmının salgın nedeniyle varlık yatırım stratejilerinde risk ve getiri dengesini kurabilmek için değişikliğe gittikleri düşünülmektedir. Özellikle ABD'deki havayolu şirketlerinin önemli bir kısmının dönen varlık düzeylerini yükselterek likidite risklerini azaltmaya çalıştıkları söylenebilir.

ABD'deki havayolu şirketlerinin kaynak yapısına bakıldığında, yabancı kaynak kullanımının tüm şirketlerde öz kaynak kullanımına göre daha yüksek seviyede olması doğrultusunda şirketlerin yüksek finansal riske sahip olduğu belirlenmiştir. Öte yandan üç şirketin analiz döneminde bazı yıllarda negatif öz sermayeye sahip oldukları, analiz dönemindeki ortalama öz kaynaklarının negatif gerçekleştiği ve batık durumda oldukları gözlemlenmiştir. Bu bağlamda, söz konusu şirketlerin çok yüksek finansal riske sahip olduğu düşünülmektedir. Havayolu şirketlerinin analiz dönemine ilişkin yabancı kaynak yapısı incelendiğinde, tüm şirketlerin uzun vadeli borç ağırlıklı oldukları belirlenmiştir. Duran varlıkları finanse ederken uzun vadeli borçlar ve öz kaynaklardan yararlanılması beklenen bir durumdur. ABD'deki tüm havayolu şirketlerinin bu durumu sağlamaya çalıştıkları belirlenmiştir. Ancak yabancı kaynağın yüksekliği şirketler açısından yüksek kaldıraçlı çalışıldığını göstermektedir. 2020 yılında iki şirket dışındaki tüm havayolu şirketlerinin öz kaynak kullanımının analiz dönemi içerisinde en düşük seviyede gerçekleştiği belirlenmiştir. Bu durumun COVID-19 salgını nedeniyle öz kaynakların elde edilen zarar bağlamında erimesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. 2021 yılı itibariyle havayolu şirketlerinde bu durumun devam ettiği ve çoğu havayolu şirketinin bir önceki döneme göre daha düşük seviyede öz kaynağa sahip olduğu saptanmıştır. Altı havayolu şirketi dışındaki diğer havayolu şirketlerinin ortalamada dönen varlık seviyesinin kısa vadeli borç seviyesinden düşük olması nedeniyle net çalışma sermayesi noksanının

bulduğu gözlemlenmiştir. Bu doğrultuda, ABD'deki çoğu havayolu şirketinin likidite riski içinde olduklarını söylemek mümkündür.

Tablo 3'te Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı yüzdelere ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 3. Asya-Pasifik Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular

Air China		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	8,92	8,81	9,74	8,44	6,95	10,19	8,84
	Duran Varlıklar	91,08	91,19	90,26	91,56	93,05	89,81	91,16
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	28,65	30,61	29,77	26,50	28,38	30,71	29,10
	Uzun Vadeli Borçlar	36,98	28,89	28,98	38,92	42,00	47,23	37,17
	Öz Kaynaklar	34,37	40,50	41,25	34,58	29,62	22,06	33,60
Cathay Pacific Airways		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	17,69	17,43	15,56	12,72	13,48	14,70	15,26
	Duran Varlıklar	82,31	82,57	84,44	87,28	86,52	83,30	84,74
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	24,85	21,91	25,41	26,51	22,84	21,94	23,91
	Uzun Vadeli Borçlar	43,85	45,56	40,99	44,23	41,35	41,32	42,88
	Öz Kaynaklar	31,3	32,53	33,6	29,26	35,81	36,74	33,21
China Eastern Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	7,48	7,96	6,67	6,92	7,90	9,66	7,77
	Duran Varlıklar	92,52	92,04	93,33	93,08	92,10	90,34	92,23
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	32,07	34,97	30,57	27,48	35,06	29,74	31,65
	Uzun Vadeli Borçlar	43,27	39,45	43,66	47,05	44,16	50,47	44,68
	Öz Kaynaklar	24,66	25,58	25,77	25,47	20,78	19,79	23,68
China Express Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	34,33	31,50	31,54	33,38	25,17	24,22	30,02
	Duran Varlıklar	65,67	68,50	68,46	66,62	74,83	75,78	69,98
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	28,11	23,44	29,92	24,75	24,74	28,96	26,65
	Uzun Vadeli Borçlar	49,94	55,58	42,76	46,66	49,62	48,63	48,87
	Öz Kaynaklar	21,95	20,98	27,32	28,59	25,52	22,32	24,40

Tablo 3. Asya-Pasifik Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

China Southern Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	6,87	8,18	9,75	5,45	11,94	11,72	8,98
	Duran Varlıklar	93,13	91,82	90,25	94,55	88,06	88,28	91,02
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	33,89	31,81	33,89	31,11	29,32	34,34	32,39
	Uzun Vadeli Borçlar	38,68	39,53	34,30	43,62	44,53	39,44	40,02
	Öz Kaynaklar	27,43	28,66	31,81	25,27	26,15	26,15	27,54
Juneyao Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	21,75	19,63	24,79	14,02	10,44	8,34	16,49
	Duran Varlıklar	78,25	80,37	75,21	85,98	89,56	91,66	83,51
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	35,05	28,08	40,06	29,59	31,05	33,67	32,92
	Uzun Vadeli Borçlar	20,40	28,52	15,14	31,28	42,66	43,30	30,22
	Öz Kaynaklar	44,55	43,40	44,80	39,13	26,29	23,03	36,86
Shandong Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	14,87	14,51	12,25	10,35	28,69	14,73	15,90
	Duran Varlıklar	85,13	85,49	87,75	89,65	71,31	82,27	84,10
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	34,32	32,33	32,44	36,18	30,80	30,08	32,69
	Uzun Vadeli Borçlar	35,46	35,60	39,07	33,95	57,64	72,44	45,69
	Öz Kaynaklar	30,22	32,07	28,49	29,87	11,56	-2,81	21,45
Spring Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	26,60	34,31	32,14	34,36	33,05	31,84	32,05
	Duran Varlıklar	73,40	65,69	67,86	65,64	66,95	68,16	67,95
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	31,06	26,59	26,44	26,07	29,38	33,58	28,85
	Uzun Vadeli Borçlar	28,14	36,13	32,43	23,84	19,33	22,70	27,09

	Öz Kaynaklar	40,80	37,28	41,13	50,09	51,29	43,73	44,04
Air Busan		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	50,18	33,75	34,90	11,41	8,11	7,54	24,31
	Duran Varlıklar	49,82	66,25	65,10	88,59	91,89	92,46	75,69
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	40,10	44,93	38,78	27,57	27,89	24,09	33,89
	Uzun Vadeli Borçlar	9,91	9,57	10,91	61,46	61,45	62,99	36,05
	Öz Kaynaklar	49,99	45,5	50,31	10,97	10,66	12,93	30,06
Asiana Airline Company		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	14,54	14,10	18,48	11,56	17,23	19,61	15,92
	Duran Varlıklar	85,46	85,90	81,52	88,44	82,77	80,39	84,08
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	39,78	42,10	41,13	33,76	37,88	40,05	39,12
	Uzun Vadeli Borçlar	47,56	42,88	45,52	59,52	54,25	64,84	52,43
	Öz Kaynaklar	12,66	15,02	13,35	6,72	-1,11	-4,88	6,96
Hanjin Kal		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	18,36	26,14	29,97	24,75	34,35	10,81	24,06
	Duran Varlıklar	81,64	73,86	70,03	75,25	65,65	89,19	75,94
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	36,87	26,53	22,88	22,25	25,47	34,81	28,14
	Uzun Vadeli Borçlar	9,47	11,74	16,68	25,00	26,82	16,60	17,72
	Öz Kaynaklar	53,66	61,73	60,44	52,75	47,71	48,58	54,14
Jeju Air		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	72,92	56,23	46,35	31,06	25,71	30,83	43,85
	Duran Varlıklar	27,08	43,77	53,65	68,94	74,29	69,17	56,15
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	43,45	46,01	39,08	37,94	39,27	38,55	40,72
	Uzun Vadeli Borçlar	11,25	12,59	23,85	39,91	42,18	46,92	29,45
	Öz Kaynaklar	45,30	41,40	37,07	22,15	18,55	14,53	29,84
Jin Air		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	71,16	80,11	82,19	50,15	28,97	32,29	57,48
	Duran Varlıklar	28,84	19,89	17,81	49,85	71,03	67,71	42,52
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	61,34	46,70	44,98	43,50	33,68	33,37	43,93
	Uzun Vadeli Borçlar	12,89	6,78	3,79	29,28	48,69	50,30	25,29
	Öz Kaynaklar	25,77	46,52	51,23	27,22	17,63	16,34	30,79

Tablo 3. Asya-Pasifik Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

Korean Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	13,89	14,53	14,51	13,23	15,89	24,90	16,16
	Duran Varlıklar	86,11	85,47	85,49	86,77	84,11	75,10	83,84
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	38,12	26,93	29,24	32,49	31,71	31,66	31,69
	Uzun Vadeli Borçlar	54,06	57,85	61,23	61,21	57,84	43,72	55,99
	Öz Kaynaklar	7,82	15,22	9,53	6,30	10,45	24,62	12,32
T'way Air		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	45,52	69,28	75,42	32,06	15,05	14,44	41,96
	Duran Varlıklar	54,48	30,72	24,58	67,94	84,95	85,56	58,04
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	86,41	73,49	40,16	32,31	22,35	29,25	47,33
	Uzun Vadeli Borçlar	15,25	10,33	7,46	44,31	63,28	65,17	34,30
	Öz Kaynaklar	-1,66	16,18	52,38	23,38	14,37	5,58	18,37
Inter Globe Aviation		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	43,49	61,70	68,93	72,10	53,33	48,00	57,93
	Duran Varlıklar	56,51	38,30	31,07	27,90	46,67	52,00	42,07
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	32,41	31,46	28,98	32,01	39,04	43,96	34,64
	Uzun Vadeli Borçlar	46,92	32,58	27,79	40,24	47,00	55,79	41,72
	Öz Kaynaklar	20,67	36,96	43,23	27,75	13,96	0,26	18,82
Spicejet		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	23,90	23,78	23,40	28,75	17,21	22,89	23,32
	Duran Varlıklar	76,10	76,22	76,60	71,25	82,79	77,11	76,68
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	92,23	82,61	77,07	75,58	51,59	58,40	72,91
	Uzun Vadeli Borçlar	44,27	37,88	24,33	31,70	60,70	64,54	43,90
	Öz Kaynaklar	-36,50	-20,49	-1,40	-7,28	-12,29	-22,91	-16,81
Ana Holdings		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama

Varlıklar	Dönen Varlıklar	28,81	28,23	26,06	22,31	38,23	40,20	30,64
	Duran Varlıklar	71,19	71,77	73,94	77,69	61,77	59,80	69,36
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	24,74	25,29	25,53	20,72	15,69	21,37	22,23
	Uzun Vadeli Borçlar	35,33	35,66	33,19	37,53	52,75	53,66	41,35
	Öz Kaynaklar	39,93	39,05	41,28	41,75	31,56	24,96	36,42
Japan Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	36,23	36,70	37,51	28,29	26,95	31,64	32,89
	Duran Varlıklar	63,77	63,30	62,49	71,71	73,05	68,36	67,11
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	21,09	21,40	22,38	19,28	22,63	19,84	21,10
	Uzun Vadeli Borçlar	20,87	19,58	18,51	19,85	30,79	44,57	25,69
	Öz Kaynaklar	58,04	59,02	59,11	60,87	46,58	35,59	53,20
Star Flyer		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	43,33	49,01	44,82	51,10	61,74	56,82	51,14
	Duran Varlıklar	56,67	50,99	55,18	48,90	38,26	43,18	48,86
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	30,00	29,16	25,84	25,80	36,92	23,30	28,50
	Uzun Vadeli Borçlar	41,42	38,25	43,87	51,32	43,92	69,93	48,12
	Öz Kaynaklar	28,58	32,59	30,29	22,88	19,17	6,75	23,38
Jazeera Airways		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	65,48	47,94	38,36	29,09	28,08	33,07	40,34
	Duran Varlıklar	34,52	52,06	61,64	70,91	71,92	66,93	59,66
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	24,32	24,71	33,97	23,09	25,27	26,97	26,38
	Uzun Vadeli Borçlar	6,87	7,34	5,85	52,77	67,37	59,67	33,31
	Öz Kaynaklar	68,81	67,95	60,18	24,14	7,36	13,36	40,30
Air Asia Group		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	20,19	18,37	45,34	20,68	13,90	12,23	21,79
	Duran Varlıklar	79,81	81,63	54,66	79,32	86,10	87,77	78,21
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	20,80	22,67	35,22	27,88	43,61	45,95	32,69
	Uzun Vadeli Borçlar	51,19	48,81	32,97	60,75	74,36	86,12	59,03
	Öz Kaynaklar	28,01	28,52	31,81	11,37	-17,97	-32,07	8,28

Tablo 3. Asya-Pasifik Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

Singapore Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	28,08	22,88	19,05	17,93	14,37	25,78	21,35
	Duran Varlıklar	71,92	77,12	80,95	82,07	85,63	74,22	78,65
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	26,88	25,30	25,23	24,09	32,63	15,20	24,89
	Uzun Vadeli Borçlar	18,69	20,5	23,93	31,25	38,5	42,47	29,22
	Öz Kaynaklar	54,43	54,20	50,84	44,66	28,87	42,32	45,89
Asia Aviation Public Company Ltd.		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	14,98	13,9	10,21	11,81	4,06	10,78	10,96
	Duran Varlıklar	85,02	86,1	89,79	88,19	95,94	89,22	89,04
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	15,85	16,76	17,69	22,19	26,22	10,77	18,25
	Uzun Vadeli Borçlar	32,64	34,91	36,38	33,79	48,24	65,59	41,92
	Öz Kaynaklar	51,51	48,33	45,93	44,02	25,54	23,63	39,83
Bankog Airways		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	23,54	24,82	18,42	20,34	6,44	6,35	16,65
	Duran Varlıklar	76,46	75,18	81,58	79,66	93,56	93,65	83,35
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	12,15	14,35	13,44	14,95	21,10	48,64	20,77
	Uzun Vadeli Borçlar	34,79	36,66	36,97	36,58	40,15	24,47	34,94
	Öz Kaynaklar	53,06	48,99	49,59	48,47	38,75	26,89	44,29
Thai Airways International		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	20,97	18,35	18,44	17,93	9,68	15,38	16,79
	Duran Varlıklar	79,03	81,65	81,56	82,07	90,32	84,62	83,21
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	30,91	33,07	33,09	32,09	144,34	29,37	50,48
	Uzun Vadeli Borçlar	57,22	55,53	59,30	63,30	17,17	114,87	61,23
	Öz Kaynaklar	11,87	11,40	7,61	4,61	-61,51	-44,24	-11,71
China Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	21,09	20,99	22,96	17,68	21,77	29,13	22,27

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Kaynaklar	Duran Varlıklar	78,91	79,01	77,04	82,32	78,23	70,87	77,73
	Kısa Vadeli Borçlar	30,56	26,69	26,48	26,05	22,04	18,06	24,98
	Uzun Vadeli Borçlar	43,73	47,19	47,42	53,43	56,59	55,74	50,68
	Öz Kaynaklar	25,71	26,12	26,10	20,52	21,37	26,20	24,33
Eva Airways		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	31,87	30,24	31,51	21,67	16,97	20,04	25,38
	Duran Varlıklar	68,13	69,76	68,49	78,33	83,03	79,96	74,62
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	28,62	26,48	25,26	23,14	13,79	14,34	21,94
	Uzun Vadeli Borçlar	44,12	45,56	45,67	54,92	62,95	57,17	51,73
	Öz Kaynaklar	27,26	27,96	29,07	21,94	23,26	28,50	26,33
Soonest Express		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	84,92	85,53	86,38	83,49	86,24	87,52	85,68
	Duran Varlıklar	15,08	14,47	13,62	16,51	13,76	12,48	14,32
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	32,65	36,44	36,82	41,92	33,63	34,28	35,96
	Uzun Vadeli Borçlar	7,68	9,13	7,03	9,24	6,29	6,21	7,60
	Öz Kaynaklar	59,67	54,43	56,15	48,84	60,08	59,51	56,46
Vietnam Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	23,12	23,85	24,67	25,23	13,19	18,11	21,36
	Duran Varlıklar	76,88	76,15	75,33	74,77	86,81	81,89	78,64
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	30,43	36,97	39,05	41,10	52,28	65,38	44,20
	Uzun Vadeli Borçlar	52,73	43,34	38,29	34,57	38,02	32,26	39,87
	Öz Kaynaklar	16,84	19,69	22,66	24,33	9,70	2,36	15,93

Tablo 3 incelendiğinde Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinden analiz döneminde dördü dışında (Jin Air, Inter Globe Aviation, Star Flyer ve Soonest Express) varlık yapısının duran varlık ağırlıklı olduğu saptanmıştır. 2020 yılı öncesi dönemde Asya-Pasifik ülkelerindeki bazı şirketlerin zaman zaman dönen ve duran varlıklarının payında dalgalanmalar olduğu gözlemlenmiştir. 2020 yılında tüm dünyayı etkileyen COVID-19 salgını nedeniyle Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin bir kısmında duran varlık paylarında önceki yıllara göre artış veya azalışlar, bazılarında ise dönen varlık payında önceki yıllara göre artış veya azalışlar yaşandığı saptanmıştır. Bu bağlamda Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin önemli bir bölümünün salgın nedeniyle varlık yatırım stratejilerinde risk ve getiri dengesini kurabilmek için değişikliğe gittikleri düşünülmektedir. 2021 yılı itibarıyla Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin çoğunlukla duran varlık yatırımları üzerinde yoğunlaştıkları ve bu bağlamda bir önceki yıla göre duran varlık seviyelerinin yükseldiği ve dönen varlık seviyesinin azaldığı gözlemlenmiştir. Dolayısıyla 2021 yılında havayolu şirketlerinin tekrardan yatırımlarına devam ettiği ve bu bağlamda duran varlık seviyesinin bir önceki yıla göre daha yüksek gerçekleştiği saptanmıştır.

Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin kaynak yapısı incelendiğinde ise büyük bir çoğunluğun yabancı kaynak kullanımının öz kaynak kullanımına göre daha yüksek seviyede olduğu ve bu sebeple şirketlerin yüksek finansal riske sahip oldukları gözlemlenmiştir. Bununla birlikte dört şirketin COVID-19 salgınıyla birlikte 2020 ve 2021 yıllarında öz kaynaklarının negatif duruma düştüğü, bir şirketin ise analiz döneminin tamamında negatif özkaynağa sahip olarak batık durumda olduğu belirlenmiştir. Buna karşın üç şirketin öz kaynak ağırlıklı olması nedeniyle finansal risklerinin düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin analiz dönemine ilişkin yabancı kaynakların vadesi incelendiğinde, genellikle uzun vadeli borç ağırlıklı oldukları belirlenmiştir. Ancak şirketlerin büyük çoğunluğunun öz kaynakları yetersiz olduğu için devamlı sermayenin duran varlıkları karşılama yetersiz kaldığı da saptanmıştır. Ayrıca yabancı kaynağın yüksekliği şirketler açısından yüksek kaldıraçlı çalışıldığını göstermektedir. 2020 yılında Asya Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin çoğunluğunun öz kaynak kullanımının analiz dönemi içerisinde en düşük seviyede gerçekleştiği, dört şirketin öz kaynak düzeyinin ise negatife dönüştüğü saptanmıştır. Bu durumun nedeninin COVID-

19 salgınında şirketlerin çoğunun uğradığı zarar neticesinde öz kaynakların erimesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. 2021 yılında havayolu şirketlerinin büyük bir bölümünde öz kaynak seviyesinin bir önceki yıla göre daha da azaldığı ve bu nedenle COVID-19 salgınının etkisinin devam ettiği düşünülmektedir. Bununla birlikte Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinden 20 tanesinin ortalamada dönen varlıkları seviyesinin kısa vadeli borçları seviyesinden düşük olması nedeniyle negatif net çalışma sermayesine sahip olduklarını ve bu bağlamda kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çektiklerini söylemek mümkündür.

Tablo 4'te Avrupa ülkelerindeki havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı yüzdelere ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 4. Avrupa Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular

Lufthansa Group		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	28,47	30,22	27,46	25,99	25,05	30,98	28,03
	Duran Varlıklar	71,53	69,78	72,54	74,01	74,95	69,02	71,97
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	30,75	34,63	41,79	36,82	36,58	33,76	35,72
	Uzun Vadeli Borçlar	49,26	40,41	33,54	39,56	59,96	55,92	46,44
	Öz Kaynaklar	19,99	24,96	24,67	23,62	3,46	10,32	17,83
Mainfreight		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	33,72	34,00	36,84	36,91	26,47	28,73	32,78
	Duran Varlıklar	66,28	66,00	63,16	63,09	73,53	71,27	67,22
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	24,48	25,19	26,46	26,30	23,96	26,49	25,48
	Uzun Vadeli Borçlar	30,38	24,96	22,35	18,46	34,28	28,97	26,57
	Öz Kaynaklar	45,14	49,85	51,19	55,24	41,76	44,55	47,96

Tablo 4. Avrupa Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

Finnair		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	47,49	49,36	35,45	32,21	26,38	36,05	37,82
	Duran Varlıklar	52,51	50,64	64,55	67,79	73,62	63,95	62,18
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	36,42	38,55	33,09	31,51	16,34	29,16	30,84
	Uzun Vadeli Borçlar	37,52	33,15	48,63	48,68	64,49	63,97	49,41
	Öz Kaynaklar	26,06	28,30	18,28	19,81	19,17	6,87	19,75
Air France		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	33,17	30,23	26,32	27,78	32,75	34,97	30,87
	Duran Varlıklar	66,83	69,77	73,68	72,22	67,25	65,03	69,13
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	44,22	40,23	41,64	41,16	38,99	38,22	40,74
	Uzun Vadeli Borçlar	52,74	53,70	53,65	52,68	78,95	84,49	62,70
	Öz Kaynaklar	3,04	6,07	4,71	6,17	-17,93	-22,71	-3,44
Easyjet		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	26,29	29,04	28,61	25,96	30,25	42,62	30,46
	Duran Varlıklar	73,71	70,96	71,39	74,04	69,75	57,38	69,54
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	28,61	27,97	29,45	32,68	45,16	23,39	31,88
	Uzun Vadeli Borçlar	22,26	25,10	23,96	30,75	32,43	45,61	30,02
	Öz Kaynaklar	49,13	46,93	46,59	36,57	22,41	27,00	38,10
Jet2 PLC		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	68,22	64,18	53,23	51,31	54,12	53,50	57,43
	Duran Varlıklar	31,78	35,82	46,77	48,69	45,88	46,50	42,57
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	73,94	60,87	46,48	44,85	48,15	29,86	50,69
	Uzun Vadeli Borçlar	3,53	20,35	32,54	36,84	33,11	36,58	27,16
	Öz Kaynaklar	22,53	18,78	20,98	18,31	18,74	33,55	22,15
Int. Consolidated Airlines Grp.		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	36,89	37,43	36,00	31,95	25,86	30,67	33,13
	Duran Varlıklar	63,11	62,57	64,00	68,05	74,14	69,33	66,87

Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	34,11	37,20	39,42	35,96	37,99	38,59	37,21
	Uzun Vadeli Borçlar	45,57	37,34	36,61	44,78	56,70	58,95	46,66
	Öz Kaynaklar	20,32	25,46	23,97	19,26	5,31	2,46	16,13
Wizz Air Holdings		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	59,56	56,17	57,45	42,34	36,12	35,10	47,79
	Duran Varlıklar	40,44	43,83	42,55	57,66	63,88	64,90	52,21
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	35,04	30,60	30,72	28,92	30,36	27,59	30,54
	Uzun Vadeli Borçlar	13,83	13,71	11,29	40,51	41,30	53,27	28,99
	Öz Kaynaklar	51,13	55,69	57,99	30,57	28,34	19,14	40,46
Ryanair Holdings		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	42,98	39,25	33,89	28,71	30,47	28,05	33,89
	Duran Varlıklar	57,02	60,75	66,11	71,29	69,53	71,95	66,11
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	30,04	25,12	27,61	30,92	37,35	28,61	29,94
	Uzun Vadeli Borçlar	37,90	37,99	36,24	29,73	29,33	33,70	34,15
	Öz Kaynaklar	32,06	36,89	36,15	39,35	33,32	37,69	35,91
Scandinavian Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	36,27	35,04	36,03	34,49	21,65	14,76	29,71
	Duran Varlıklar	63,73	64,96	63,97	65,51	78,35	85,23	70,29
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	46,39	43,10	41,12	44,44	32,69	30,85	39,77
	Uzun Vadeli Borçlar	36,04	33,95	38,85	44,18	63,08	71,42	47,92
	Öz Kaynaklar	17,57	22,95	20,03	11,38	4,23	-2,27	12,32
Norwegian Air Shuttle		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	15,34	21,13	21,04	17,12	76,05	52,40	33,85
	Duran Varlıklar	84,66	78,87	78,96	82,88	23,95	47,60	66,15
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	35,51	37,68	49,33	28,15	107,96	31,57	48,37
	Uzun Vadeli Borçlar	53,76	57,50	47,62	67,01	5,41	51,07	47,06
	Öz Kaynaklar	10,73	4,82	3,05	4,84	-13,37	17,37	4,57

Tablo 4. Avrupa Ülkelerindeki Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Bulgular (devamı)

Aeroflot		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	43,07	49,12	12,34	13,74	14,29	15,05	24,60
	Duran Varlıklar	56,93	50,88	87,66	86,26	85,71	84,95	75,40
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	40,13	41,28	21,25	22,21	21,71	21,55	28,02
	Uzun Vadeli Borçlar	46,31	39,01	84,29	77,61	87,19	90,03	70,74
	Öz Kaynaklar	13,56	19,71	-5,54	0,18	-8,90	-11,58	1,24
Aegean Airlines		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	59,77	69,94	59,11	47,23	41,83	45,84	53,96
	Duran Varlıklar	40,23	30,06	40,89	52,77	58,17	54,16	46,04
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	44,87	53,08	46,58	33,49	41,42	36,88	42,72
	Uzun Vadeli Borçlar	20,68	10,56	18,23	44,78	69,91	49,29	32,80
	Öz Kaynaklar	34,45	36,36	35,19	21,73	5,35	13,83	24,45
Türk Hava Yolları		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	19,47	19,96	21,73	19,30	16,36	18,60	19,24
	Duran Varlıklar	80,53	80,04	78,27	80,70	83,64	81,40	80,76
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	24,33	23,61	24,98	24,11	25,28	25,57	24,65
	Uzun Vadeli Borçlar	48,17	47,00	46,34	48,11	53,63	48,80	48,67
	Öz Kaynaklar	27,50	29,39	28,68	27,78	21,09	25,68	26,68
Pegasus Hava Yolları		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	25,98	38,19	32,29	28,91	18,99	23,98	28,06
	Duran Varlıklar	74,02	61,81	67,71	71,09	81,01	76,02	71,94
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	18,49	22,93	26,01	22,63	22,38	23,97	22,73
	Uzun Vadeli Borçlar	53,58	46,31	46,80	52,01	59,09	63,17	53,49
	Öz Kaynaklar	27,93	30,76	27,19	25,36	18,53	12,86	23,77

Avrupa ülkelerindeki havayolu şirketlerinin varlık yapısının, analiz döneminde genel olarak duran varlık ağırlıklı olduğu gözlemlenmiştir. 2020 yılı hariç analiz döneminde dönen ve duran

varlıklarının payında çok büyük dalgalanmalar olmadığı söylenebilir. Ancak 2020 yılında tüm dünyayı etkileyen COVID-19 salgınının başlaması nedeniyle Avrupa'daki havayolu şirketlerinin bir kısmında dönen ve duran varlık paylarında özellikle bir önceki yıla göre artış veya azalışlar yaşandığı saptanmıştır. Burada da şirketlerin büyük bir kısmının salgın nedeniyle varlık yatırım stratejilerinde risk ve getiri dengesini kurabilmek için değişikliğe gittikleri düşünülmektedir. 2021 yılında ise bu durumun devam ettiğini söylemek mümkündür.

Avrupa ülkelerindeki havayolu şirketlerinin kaynak yapısı incelendiğinde, bütün havayolu şirketlerinin yabancı kaynak kullanımının öz kaynak kullanımına göre oldukça yüksek olduğu ve bu nedenle şirketlerin finansal riskinin yüksek olduğu saptanmıştır. Havayolu şirketlerinin yabancı kaynak vade yapısı incelendiğinde, on şirketin uzun vadeli yabancı kaynak seviyesinin daha fazla olduğu gözlemlenmiştir. Buna karşın beş şirketin ise analiz dönemi ortalaması itibarıyla kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının daha yüksek gerçekleştiği saptanmıştır. 2020 yılında iki şirket dışında Avrupa ülkelerindeki havayolu şirketlerinin öz kaynak kullanımının analiz dönemi içerisinde en düşük seviyede gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Bu durumun nedeninin küresel bağlamda etkisi görülen COVID-19 salgını olduğu düşünülmektedir. 2021 yılı itibarıyla şirketlerin çoğunun öz kaynak seviyesini bir önceki yıla göre yükselttiği belirlenmiştir. Bu doğrultuda şirketlerin öz kaynak seviyelerine ağırlık vererek risk seviyelerini azaltmaya çalıştığını söylemek mümkündür. Havayolu şirketlerinin çoğunluğunun analiz dönemi kapsamında ortalama olarak net çalışma sermayesi negatif gerçekleşmiştir. Bu bağlamda söz konusu şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çektikleri belirlenmiştir.

Tablo 5'de ABD, Asya-Pasifik ve Avrupa ülkelerindeki menkul kıymet borsalarında işlem gören havayolu şirketlerinin 2016-2021 yıllarına ilişkin varlık ve kaynak yapısı yüzdelilerinin ortalamalarına yönelik bulgular karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

Tablo 5. Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarının Ortalamalarıyla İlgili Bulgular

Amerika Birleşik Devletleri		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	22,27	23,08	17,76	18,53	24,23	24,01	21,82
	Duran Varlıklar	77,73	76,92	81,24	81,47	75,77	75,99	78,18
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	26,68	27,12	26,13	26,11	27,57	30,69	27,38
	Uzun Vadeli Borçlar	50,61	47,87	54,08	54,55	68,77	69,44	57,55
	Öz Kaynaklar	22,71	25,01	19,80	19,34	3,66	-0,13	15,06
Asya-Pasifik		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	31,17	31,43	32,01	25,61	23,17	24,13	27,92
	Duran Varlıklar	68,83	68,57	67,99	74,39	76,83	75,71	72,08
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	34,92	32,99	32,36	30,26	34,35	31,69	32,76
	Uzun Vadeli Borçlar	33,19	32,46	30,94	41,38	46,02	51,64	39,27
	Öz Kaynaklar	31,89	34,58	36,70	28,35	19,32	16,66	27,74
Avrupa		2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ortalama
Varlıklar	Dönen Varlıklar	38,45	40,22	34,52	30,93	31,78	32,75	34,78
	Duran Varlıklar	61,55	59,78	65,48	69,07	68,22	67,25	65,22
Kaynaklar	Kısa Vadeli Borçlar	36,49	36,14	35,06	32,28	37,75	29,74	34,58
	Uzun Vadeli Borçlar	36,77	34,74	38,73	45,05	51,26	55,68	43,70
	Öz Kaynaklar	26,74	29,13	26,21	22,68	10,99	14,58	21,72

Tablo 5 incelendiğinde analiz kapsamındaki üç örnekte havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinin sabit sermaye yoğun yatırımları nedeniyle duran varlık ağırlıklı olduğu söylenebilir. Havayolu sektöründe yolcuların uçuş talebine yönelik olarak satın alınan uçaklar ve makine teçhizat düzeyi bu oranın artışı sağlamaktadır. Analiz kapsamındaki üç örneklem içerisinde duran varlık düzeyi

açısından ABD'nin, dönen varlık düzeyi açısından ise Avrupa örnekleminin diğer örneklere göre daha yüksek ortalamaya sahip olduğu belirlenmiştir. Yine 2020 yılında ABD ve Avrupa örneklemlerindeki şirketlerin duran varlıklarının payının ortalama düştüğü buna karşın dönen varlıkların payının yükseldiği belirlenmiştir. Asya-Pasifik örneklemindeki şirketlerin ise duran varlıklarının payının ortalama yükseldiği buna karşın dönen varlıkların payının düştüğü belirlenmiştir. 2021 yılı itibarıyla ABD dışında Asya-Pasifik ve Avrupa örneklemlerindeki şirketlerin duran varlıklarının payının ortalama düştüğü buna karşın dönen varlıkların payının yükseldiği saptanmıştır. Bu bağlamda COVID-19 salgınının ABD ve Avrupa örneklemlerinde genel olarak sabit varlık yatırım seviyelerinin azalmasına neden olduğu söylenebilir.

Havayolu şirketlerinin kaynak yapısına bakıldığında, yabancı kaynak kullanımının öz kaynak kullanımına göre daha yüksek seviyede olduğu gözlemlenmiştir. Bu doğrultuda analizde yer alan üç örneklem grubundaki havayolu şirketlerinin finansal riskinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte analiz dönemi ortalamaları dikkate alındığında öz kaynak düzeyinin en düşük olduğu örneklemin ABD olduğu, buna karşın öz kaynak düzeyinin ortalama en yüksek gerçekleştiği örneklemin Asya-Pasifik olduğu belirlenmiştir. ABD'de yabancı kaynağın yüksekliği şirketler açısından yüksek kaldıraçlı çalışıldığını göstermektedir. Bu durum satışların yükseldiği ve sektörün büyüdüğü zamanlarda şirketler açısından kaldıraç etkisi yaratarak öz kaynak karlılığını arttırmaktadır. Ancak satışların düştüğü ve sektörün küçüldüğü dönemlerde ise şirketleri zor durumda bırakacak riskli bir finansman stratejisidir. Özellikle politik, ekonomik, doğal afet ve sağlıkla ilgili meydana gelebilecek risklere son derece duyarlı olan havayolu taşımacılığı sektöründe bu tarz bir finansman stratejisinin dikkatlice yönetilmesi gerekmektedir. Yine 2020 yılında ABD, Asya-Pasifik ve Avrupa örneklemlerindeki şirketlerin öz kaynakların payının ortalama önceki yıllara göre en düşük seviyeye indiği belirlenmiştir. 2021 yılında ise Avrupa dışındaki tüm örneklemlerde öz kaynak seviyesinin önceki yıla göre düşük gerçekleştiği belirlenmiştir. Dolayısıyla 2021 yılında Avrupa örneklemlerindeki şirketlerin öz kaynak seviyeleri yükselterek finansal risklerini azalttığı, ABD ve Asya Pasifik örneklemlerindeki havayolu şirketlerinin ise finansal risklerinin daha çok arttığını söylemek mümkündür. Bu bağlamda COVID-19 salgınının analiz kapsamındaki genel olarak şirketlerin öz sermaye düzeylerini zayıflattığı ve finansal risk düzeylerini yükselttiği söylenebilir.

Analiz kapsamında yer alan dört örneklemlerdeki havayolu şirketlerinin yabancı kaynak vade yapısı ortalamaları incelendiğinde, bütün örneklemlerdeki şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynak ağırlıklı çalıştıkları belirlenmiştir. Havayolu şirketlerinin sabit sermaye yatırımlarının yüksek olması nedeniyle bu varlıkların öncelikle öz kaynaklarla daha sonra uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi gerekmektedir. Havayolu şirketlerinin genel olarak öz kaynaklarının yetersiz olması nedeniyle sabit varlık yatırımlarının finansmanında uzun vadeli yabancı kaynağa hatta zaman zaman kısa vadeli yabancı kaynaklara da yöneldiği gözlemlenmiştir. Dolayısıyla analiz kapsamındaki havayolu şirketlerinin yabancı kaynak finansmanında daha çok uzun vadeli yabancı kaynağı tercih ettikleri söylenebilir. Analiz kapsamında yer alan havayolu şirketlerinin net çalışma sermayesi düzeyi (dönen varlıkların payı ile kısa vadeli yabancı kaynakların payı farkı) incelendiğinde, yalnızca Avrupa ülkelerindeki havayolu şirketlerinin ortalama olarak küçük de olsa pozitif net çalışma sermayesine sahip olduğu ve bu bağlamda kısa vadeli borçlarını ödemediği diğer örneklemlerdeki şirketlere göre daha iyi durumda oldukları söylenebilir. Ancak genel olarak tüm örneklemlerdeki havayolu şirketlerinin riskli bir çalışma sermayesi yatırım ve finansman stratejisini izledikleri dikkat çekmektedir. Bu durumun özellikle kriz dönemlerinde önemli likidite sorunlarına yol açabileceği düşünülmektedir.

4.2. Havayolu Şirketlerinin Varlık ve Kaynak Yapılarına İlişkin Korelasyon Analizi Bulguları

Araştırmada ikinci olarak varlık yapısı unsurları ile finansal kaynak yapısı unsurları arasındaki ilişki üç örneklem bağlamında korelasyon analiziyle ölçülmüştür. Tablo 6’da Amerika Birleşik Devletleri (ABD) menkul kıymet borsalarında işlem gören havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı kalemleri arasındaki korelasyon analizine ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 6. ABD Örneğine Yönelik Korelasyon Analizine İlişkin Bulgular

	<i>Dönen Varlıklar</i>	<i>Duran Varlıklar</i>	<i>KVYK</i>	<i>UVYK</i>	<i>Öz Kaynaklar</i>
Dönen Varlıklar	1				
Duran Varlıklar	-1	1			
KVYK	0,24	-0,24	1		
UVYK	-0,04	0,04	0,48	1	
Öz Kaynaklar	-0,09	0,09	-0,80	-0,91	1

Tablo 6 incelendiğinde ABD’deki havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinde dönen varlıklar ile KVYK arasında düşük düzeyde pozitif bir ilişki, duran varlıklar ile KVYK arasında düşük düzeyde negatif bir ilişki saptanmıştır. Yine UVYK ile dönen varlıklar arasında düşük düzeyde negatif ilişki, duran varlıklar ile yine düşük düzeyde pozitif ilişki saptanmıştır. UVYK ile KVYK arasında ise orta düzeyde pozitif bir ilişki saptanmıştır. Öz kaynaklar ile dönen varlıklar arasında düşük düzeyde negatif buna karşın duran varlıklarla düşük düzeyde pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Öz kaynaklar ile KVYK ve UVYK arasında negatif yönlü yüksek düzeyde ilişki gözlemlenmiştir. Bu bağlamda ABD örneğinde şirketlerin dönen varlıklarının finansmanında kısa vadeli borçları kullandığı, duran varlıkların finansmanında ise öz kaynak ve UVYK kullandıkları ifade edilebilir. Ayrıca hem kısa hem de uzun vadeli borçların beraber yükseldiği veya düştüğü ve uzun vadeli yabancı kaynaklardaki bir birimlik artışın öz kaynakları 0,91 düzeyinde, kısa vadeli yabancı kaynaklardaki bir birimlik artışın öz kaynakları 0,80 birim azalttığı belirlenmiştir.

Tablo 7’de Asya-Pasifik ülkelerindeki havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı kalemleri arasındaki korelasyon analizine ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 7. Asya-Pasifik Örneğine Yönelik Korelasyon Analizine İlişkin Bulgular

	<i>Dönen Varlıklar</i>	<i>Duran Varlıklar</i>	<i>KVYK</i>	<i>UVYK</i>	<i>Öz Kaynaklar</i>
Dönen Varlıklar	1				
Duran Varlıklar	-1	1			
KVYK	0,13	-0,13	1		
UVYK	-0,50	0,50	-0,21	1	
Öz Kaynaklar	0,34	-0,34	-0,55	-0,70	1

Tablo 7 incelendiğinde Asya-Pasifik örneğindeki havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinde dönen varlıklar ile KVYK arasında düşük düzeyde pozitif bir ilişki, duran varlıklar ile KVYK arasında düşük düzeyde negatif bir ilişki saptanmıştır. UVYK ile dönen varlıklar arasında orta düzeyde negatif ilişki, duran varlıklar ile yine orta düzeyde pozitif ilişki saptanmıştır. UVYK ile KVYK arasında ise düşük düzeyde pozitif bir ilişki saptanmıştır. Öz kaynaklar ile dönen varlıklar arasında orta düzeyde pozitif buna karşın duran varlıklarla orta düzeyde negatif bir ilişki belirlenmiştir. Öz kaynaklar ile KVYK ve UVYK arasında negatif yönlü yüksek düzeyde ilişki gözlemlenmiştir. Bu bağlamda Asya-Pasifik örneğinde şirketlerin dönen varlıklarının finansmanında öz kaynaklar ile kısa vadeli borçları kullandığı, duran varlıkların finansmanında ise UVYK kullandıkları ifade edilebilir. Ayrıca kısa ve uzun vadeli borçlar arasında negatif ilişki olduğu ve yine uzun vadeli yabancı kaynaklardaki bir birimlik artışın öz kaynakları 0,70 düzeyinde, kısa vadeli yabancı kaynaklardaki bir birimlik artışın öz kaynakları 0,55 birim azalttığı belirlenmiştir.

Tablo 8’de Avrupa örneklemindeki havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapısı kalemleri arasındaki korelasyon analizine ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 8. Avrupa Örneklemine Yönelik Korelasyon Analizine İlişkin Bulgular

	<i>Dönen Varlıklar</i>	<i>Duran Varlıklar</i>	<i>KVYK</i>	<i>UVYK</i>	<i>Öz Kaynaklar</i>
Dönen Varlıklar	1				
Duran Varlıklar	-1	1			
KVYK	0,62	-0,62	1		
UVYK	-0,66	0,66	-0,42	1	
Öz Kaynaklar	0,25	-0,25	-0,28	-0,76	1

Tablo 8 incelendiğinde Avrupa örneklemindeki havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinde dönen varlıklar ile KVYK arasında orta düzeyde pozitif bir ilişki, duran varlıklar ile KVYK arasında orta düzeyde negatif bir ilişki saptanmıştır. UVYK ile dönen varlıklar arasında orta düzeyde negatif ilişki, duran varlıklar ile yine orta düzeyde pozitif ilişki saptanmıştır. UVYK ile KVYK arasında ise orta düzeyde negatif bir ilişki saptanmıştır. Öz kaynaklar ile dönen varlıklar arasında düşük düzeyde pozitif buna karşın duran varlıklarla düşük düzeyde negatif bir ilişki belirlenmiştir. Öz kaynaklar ile KVYK arasında düşük düzeyde, UVYK ile arasında negatif yönlü yüksek düzeyde ilişki gözlemlenmiştir. Bu bağlamda Avrupa örneklemindeki şirketlerin dönen varlıklarının finansmanında kısa vadeli borçlar ile öz kaynakların kullanıldığı, duran varlıkların finansmanında ise UVYK kullandıkları ifade edilebilir. Ayrıca kısa ve uzun vadeli borçlar arasında negatif ilişki olduğu ve yine uzun vadeli yabancı kaynaklardaki bir birimlik artışın öz kaynakları 0,76 düzeyinde, kısa vadeli yabancı kaynaklardaki bir birimlik artışın öz kaynakları 0,28 düzeyinde azalttığı belirlenmiştir.

5. SONUÇ ve ÖNERİLER

Küresel bağlamda gerçekleşen ekonomik ve finansal krizler havayolu yolcu taşımacılığı sektörünü diğer sektörlerle göre daha çok etkileyebilmektedir. Rekabetin de yoğun yaşandığı havacılık sektöründe yer alan şirketler faaliyetlerine devam edebilmek ve hedeflerine ulaşabilmek adına etkin yatırım ve finansman kararlarını almaları son derece önem arz etmektedir. Bu doğrultuda, şirketlerin varlık yönetimi ile finansal kaynak yönetimini hedefledikleri risk ve karlılık dengesini gözeterek gerçekleştirmeleri ve etkin bilanço yönetimini uygulamaları gerekmektedir. Bu araştırmada Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Asya-Pasifik ve Avrupa ülkelerinde bulunan havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinin varlık ve finansal kaynak yapısı uluslararası karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Bu kapsamda havayolu şirketlerinin varlık ve kaynak yapılarının dağılımı 2016-2021 yılları bağlamında yapısal analizle hesaplanarak değerlendirilmiştir. Bununla birlikte varlık alt ana kalemleri ile kaynak alt ana kalemleri arasındaki ilişkiler korelasyon analiziyle incelenmiştir. Gerçekleştirilen analizler neticesinde elde edilen bulgular araştırma amaçları kapsamında aşağıda kısaca özetlenmekte ve bu kapsamda öneriler sunulmaktadır.

Araştırmada gerçekleştirilen yapısal analiz neticesinde tüm örneklemlerdeki havayolu şirketlerinin sabit sermaye yatırımlarında yoğunlaşmaları doğrultusunda duran varlık ağırlıklı olduğu belirlenmiştir. Bu bulgular ile Guzhva ve Pagiavlas (2003) ile Kızıl ve Aslan (2019) çalışmalarından elde edilen bulgularla paralellik göstermektedir. Öte yandan havayolu şirketlerinin öz kaynak yerine daha fazla yabancı kaynaklarla varlıklarını finanse ettiği ve bu noktada yüksek finansal riske sahip oldukları söylenebilir. Bu bulgularda Guzhva ve Pagiavlas (2003), Capobianca ve Fernandes (2004) ve Kızıl ve Aslan (2019) çalışmaları sonucunda elde edilen bulgularla paralellik göstermektedir. Yüksek seviyelerde yabancı kaynak kullanımı sektörde büyüme yaşandığında satışlarda artış yaşanır ve elde edilen karlılık yabancı kaynağa ödenen finansman maliyetinden yüksek

gerçekleştiğinde şirketlerde kaldıraç etkisi yaratarak öz kaynak karlılığını yükseltmektedir. Fakat satışlarda daralma veya sektörde küçülme yaşandığında şirketleri zor durumda bırakacak riskli bir finansman stratejisidir. Özellikle siyasal, ekonomik ve finansal riskler ile salgın hastalıklara son derece duyarlı olan havayolu sektöründe öz kaynak düzeyinin artırılmasının ve yabancı kaynak kullanımının daha ılımlı seviyelere indirilmesinin önemli olacağı düşünülmektedir. Havayolu şirketlerinin dönen varlık ile kısa vadeli yabancı kaynak paylarına bakıldığında, yalnızca Avrupa örnekleminin ortalama olarak küçük de olsa pozitif net çalışma sermayesine sahip olduğu ve bu bağlamda kısa vadeli borçlarını öderken diğer örneklere göre güçlük çekmediği gözlemlenmiştir. Diğer örneklerde ise net çalışma sermayesinin negatif gerçekleşmesi doğrultusunda bu şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödemede zorlanabileceği ve kısa vadeli borç ödeme risklerinin yüksek olduğu söylenebilir. Elde edilen bu bulgu Stepanyan (2014) çalışmasıyla paralellik göstermektedir. Bu doğrultuda, havayolu şirketlerinin çalışma sermayesi yönetimine önem vermeleri ve vade uyumu bakımından dönen varlık ve kısa vadeli borçlarını dengeli bir şekilde kullanarak daha dengeli net çalışma sermayesine sahip olmaları önerilebilir.

Araştırmada analiz kapsamındaki havayolu şirketlerinin finansmanda tercih ettikleri yabancı kaynakların vade yapıları incelendiğinde genel olarak şirketlerin özellikle uzun vadeli yabancı kaynakları kısa vadeli yabancı kaynaklara göre daha fazla kullandıkları gözlemlenmiştir. Söz konusu bulgu Guzhva ve Pagiavlas (2003) ile Kızıl ve Aslan (2019) çalışma sonuçlarıyla paralellik göstermektedir. Finans teorisinde sabit sermaye yatırımlarının yüksek olduğu sektörlerde sabit varlık yatırımlarının uzun vadeli borç ve öz kaynak toplamı olan devamlı sermaye ile finanse edilmesi önerilmektedir. Havayolu sektöründe yer alan şirketlerin sabit varlık yatırımlarının yüksek olması nedeniyle vade kaynak uyumunu sağlamak için uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak kullanımını tercih etmeleri önerilebilir. Elde edilen bu sonuç kapsamında havayolu şirketlerinin varlık yapılarına uygun bir şekilde uzun vadeli yabancı kaynak finansmanını tercih ettiği fakat öz kaynak seviyesini düşük tutarak finansal risk seviyesinin de yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda havayolu şirketlerinin yatırımlarını finanse ederken öz kaynağın vadesiz olma ve geri ödeme zorunluluğunun olmaması avantajlarından yararlanabilmeleri ve finansal risklerini azaltabilmeleri için devamlı sermaye içinde öz kaynaklarını yükseltmeleri önerilebilir.

Analiz neticesinde COVID-19 salgınının ABD ve Avrupa örneklerindeki sabit varlık yatırım seviyelerini azalttığı saptanmıştır. 2021 yılında ise ABD dışında Asya-Pasifik ve Avrupa örneklerindeki şirketlerin duran varlıklarının payının ortalama da düşerken dönen varlıkların payının ise yükseldiği belirlenmiştir. Ayrıca, 2020 yılında tüm örneklerin öz kaynak paylarının ortalama da önceki yıllara göre en düşük seviyede gerçekleştiği ve finansal risk düzeylerini daha da yükselttiği söylenebilir. 2021 yılında ise Avrupa örneklerindeki şirketlerin öz kaynak seviyeleri yükselterek finansal risklerini azaltmaya çalıştıkları, ABD ve Asya Pasifik örneklerindeki havayolu şirketlerinin ise finansal risklerinin daha çok arttığı söylenebilir.

Araştırmada gerçekleştirilen korelasyon analizi neticesinde üç örnekte varlık ve finansal kaynak alt grupları arasında farklı sonuçlara ulaşılmıştır. ABD örneğinde şirketlerin dönen varlıklarının finansmanında kısa vadeli borçları kullandığı, duran varlıkların finansmanında ise öz kaynak ve UVYK kullandıkları, Asya-Pasifik ve Avrupa örneklerindeki şirketlerin dönen varlıklarının finansmanında öz kaynaklar ile kısa vadeli borçları kullandığı, duran varlıkların finansmanında ise UVYK kullandıkları saptanmıştır. Öz kaynak kullanımının vade uyumu ve maliyet açısından dönen varlıkların finansmanında kullanılmamasının havayolu şirketleri açısından daha uygun olacağı düşünülmektedir.

Havayolu, turizm ve finans alan yazınında havayolu şirketlerinin finansal performansına yönelik araştırmalar değerlendirildiğinde havayolu yolcu taşımacılığı şirketlerinin varlık ve finansal kaynak yapısının uluslararası karşılaştırmalı olarak incelendiği çok kısıtlı araştırmaların olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla bu araştırmanın hem örneklem büyüklüğü ve coğrafik olarak genişliği itibarıyla turizm, ulaştırma ve finans literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca araştırma sonucunda elde edilen bulguların ve sunulan önerilerin doğrultusunda sektördeki yönetici, yatırımcı ve karar alıcılara da varlık ve finansal yapı kompozisyonlarını uluslararası ölçekte gözlemleyerek etkin bir şekilde yönetebilmeleri açısından faydalı olacağı ümit edilmektedir. Araştırmada değerlendirilen şirketlerin tamamen havayolu yolcu taşıma şirketlerinden oluşması konusunda hassasiyet gösterilmiştir. Bu bağlamda araştırma sınırlı sayıda ülkenin sınırlı sayıdaki havayolu yolcu taşımacılığı şirketini kapsamaktadır. Bununla beraber analiz süresinin şirket raporlama farklılıkları nedeniyle şirketlerin 2016-2021 yılları arasında değerlendirilmesi uygun görülmüştür. Gelecekteki araştırmalarda daha fazla havayolu şirketinin finansal tablolarının ulaşılabilirliği artması halinde şirket sayısı, analiz dönemi ve analiz teknikleri çoğaltılarak çalışmaların daha geniş kapsamlı olarak çeşitlendirilebileceği düşünülmektedir. Ayrıca havayolu sektörü ile turizm sektöründeki alt sektörler arasındaki varlık ve kaynak farklılıklarının belirleneceği araştırmaların yapılmasının da alan yazına katkısının olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akça, Ö.Ü.M. (2020). Covid-19'un Havacılık Sektörüne Etkisi. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 7(5): 45-64.
- Akgüç, Ö. (2013). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Arayış Basımevi.
- Aslan, T. (2018). Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi: Bist'de İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11(3): 349-362.
- Aydemir, İ. (2018). Hastanelerde Finansal Performansın Değerlendirilmesi: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Hastane Hizmetleri Sektör Bilançolarında Bir Uygulama. *Uluslararası Sağlık Yönetimi ve Stratejileri Araştırma Dergisi*, 4 (2):133-149.
- Battal, Ü. (2018). Türkiye'de Havayolu Taşımacılığının Finansman Sorunları: Dematel Yöntemi Uygulaması. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (2): 96-111.
- Brigham, E.F. ve Houston, J.F. (2014). *Fundamental of Financial Management*. USA: South-Western.
- Capobianca, H.M.P. ve Fernandes, E. (2004). Capital Structure in the World Airline Industry. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 38(6): 421-434.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2018). *Finansal Yönetim: Temel Konular*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Doğan, Ö. (2020). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Üzerinden Deniz Yolu Yük Taşımacılığının Finansal Performans Analizi . *Turkish Journal of Maritime and Marine Sciences*, 6 (2): 191-206.
- Guzhva, V.S. ve Pagiavlas, N. (2003). Corporate Capital Structure in Turbulent Times: A Case Study of the US Airline Industry. *Journal of Air Transport Management*, 9 (6): 371-379.
- Investing (2022). *Stock Screener*. https://www.investing.com/stock-screener/?sp=country:63|sector::a|industry::a|equityType::a%3Ceq_market_cap;1 (15.09.2022).
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3): 86-97.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (2022). *Şirketler*. <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler> (10.08.2022).
- Kanbur, E. ve Karakavuz, H. (2017). Stratejik Yönetim Kapsamında Küresel Havayolu İşbirliklerinin SWOT Analizi. *Journal of Aviation*, 1 (2): 74-86.
- Karadeniz, E. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Turizm Şirketlerinin İşletme, Finansal ve Toplam Risk Düzeylerinin Kaldıraç Analiziyle Değerlendirilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(134): 309-324.
- Karadeniz, E. (2016). Hastane Hizmetleri Alt Sektörünün Finansal Performansının İncelenmesi: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Sektör Bilançolarında Bir Uygulama. *Hacettepe Sağlık İdaresi Dergisi*, 19 (2): 101-114.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y. ve Önal, Y. B. (2011). Varlık Yapısı ve Sermaye Yapısı Kararları: Otel ve Lokantalar Sektörü ile İnşaat Sektörünün Karşılaştırmalı Analizi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48 (551): 59-76.

- Karadeniz, E., Koşan, L., Günay, F., ve Beyazgül, M. (2017). Türk İmalat Sektöründe Finansal Performansın Gri İlişkisel Analiz Yöntemi İle İncelenmesi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İmalat Alt Sektör Bilançolarında Bir Araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 10(2): 161-184.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (17): 100-119.
- Kaya, H. P. (2019). Finansal Durum Tablosu Unsurlarının Ölçüm Esasları Açısından Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 12(3): 835-855.
- Kaya, S. D. (2016). Havayolu Yolcu Taşımacılığı Sektörü. *Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü Yayını* Aralık: 1-25.
- Kendirli, S. ve Kaya, A. (2018). Havayolu Şirketlerinde Finansal Bir Araç Olarak Hedging Yönteminin Kullanılması. *MANAS Sosyal Araştırma Dergisi*, 7(4): 113-126.
- Kızıl, C. ve Aslan, T. (2019). Finansal Performansın Rasyo Yöntemiyle Analizi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Havayolu Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(2): 1778-1799.
- Koç, M. ve Kostak, N. (2020). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Köse, Y. (2020). *Havacılık Sektöründeki Finansal Riskler ve Muhasebe Uygulamaları*. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Loudon, G. F. (2004). Financial Risk Exposures in the Airline Industry: Evidence from Australia and New Zealand. *Australian Journal of Management*, 29(2): 295-316.
- Mann, C. L. ve Sanyal, P. (2010). The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics. *FRB of Boston Working Paper No. 10-17*, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1768099> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1768099>
- Okumuş, A. ve Asil, H. (2007). Hizmet Kalitesi Algılamasının Havayolu Yolcularının Genel Memnuniyet Düzeylerine Olan Etkisinin İncelenmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 36 (2): 7-29.
- Omağ, A. (2014). Yüzde Yöntemi ile Analiz ve Gıda Sektörüne Yönelik Bir Uygulama. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 6 (11): 65-82.
- Prissia, D. ve Daryanto, W. M. (2019). Financial Performance Analysis and Evaluation of Airline Industry Indonesia: Case Study of PT Garuda Indonesia to Support Vision 2020" Beyond The Sky" for the Period of 2014-2018. *International Journal of Business, Economics and Law*, 20(1): 10-21.
- Stepanyan, A. (2014). Traditional Ratio Analysis in the Airline Business: A Case Study of Leading US Carriers. *AMIS 2014*, 841.
- Tevfik, A. ve Tevfik, G. (2018). *Kurumsal Finansın Temelleri*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- The Wall Street Journal (2022). *Markets*. https://www.wsj.com/news/markets/stocks?mod=nav_top_subsection (15.09.2022).
- Uluyol, O. (2014). Süper Lig Futbol Kulüplerinin Finansal Performans Analizi. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 9(34): 5716-5731.
- Yahoo Finance (2022). *Equity Screener*. <https://finance.yahoo.com/screener/new> (15.09.2022).