



Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin q Oranı İle Ölçülmesi

Yrd. Doç. Dr. Murat KOÇYİĞİT
Anadolu Üniversitesi, SHYO.

Özet

Bu çalışmada havayolu işletmelerinin performansı Tobin q oranı kullanılarak araştırılmıştır. Tobin q oranı işletme performansının ölçülmesinde önemli ve yaygın kullanılan bir yöntemdir. Yoğun rekabetin olduğu hava yolu taşımacılığı çeşitli faktörlerden etkilenen bir sektördür. Havayolu işletmeleri rekabette korunmak amacıyla diğer havayolu işletmeleriyle ittifak kurmaktadır. Star Alliance ittifakına üye 14 işletmenin 2005-2007 dönemi performansı Tobin q oranı ve diğer finansal oranlar kullanılarak incelenmiştir. Bu işletmelerin büyük bir çoğunluğunun q oranı düşük çıkmıştır. İttifak içinde yer alan Asya-Pasifik bölgesi işletmelerinin performansının diğer bölge işletmelerine göre daha iyi durumda olduğu görülmektedir.

Anahtar sözcükler: Tobin q , havayolu işletmesi, performans, ittifak.

Jel Sınıflaması: L25, G39, L93.

Abstract: (Measuring The Performance of Airline Using Tobin q)

The study examines the performance of airlines using Tobin q , which is an important and widely-used method in the measurement of corporate performance. Air transport is one of the various sectors in which there is fierce competition. In order to protect themselves against such an intense competition, airline build alliances with the others in the sector. The performance of 14 airlines between 2005-2007 which are currently members of Star Alliance were examined using Tobin q and other financial ratios, most of whose rates turned out to be low. Besides, those from Asia-Pacific region in the alliance had good performance compared with the airlines from the other regions.

Key words: Tobin q , airline, performance, alliance.

Jel Classification: L25, G39, L93.

Giriş

İşletme performansını ölçmek için çeşitli yöntemlerin kullanıldığı bilinmektedir. Bu yöntemler içinde 1969 yılında James Tobin tarafından önerilen q oranı da bulunmaktadır. Tobin q oranı olarak bilinen bu oran, işletmeyle ilgili yatırım kararlarının alınmasında kullanılabilir. İşletme için hesaplanan q oranı 1'den büyük ise, işletme kaynaklarının etkin kullanıldığı, oranın 1'den küçük olması işletme kaynaklarının etkin kullanılmadığı, başka bir deyişle, kaynakların verimsiz olduğu şeklinde yorumlanır. q oranı 1'den büyükse, işletme yatırımlarını artırır.

Oran 1'den küçükse, işletme yatırımlarını azaltır veya durdurur. İşletmede yatırımların artması, büyümeye de neden olacağı için, işletmenin rakiplerine göre pazar payı artabilir.

Bu durum, işletmenin kârını artırabilir ve yatırımcıların işletmeye olan ilgisini çekebilir. q oranının 1'den küçük olması durumunda, işletmenin yeterli kaynağa sahip olmasına rağmen, kaynakların verimsiz olması nedeniyle kârlığı da düşük olabilir. Bu işletmeler, rakip veya diğer işletmeler tarafından birleşme veya satın alma yoluyla ele geçirilebilir.

Tobin q oranı işletme performansının ölçülmesinde önemli kabul edilen ve yaygın kullanılan bir orandır. Literatürde, araştırmacıların Tobin q oranını veya bu oranla birlikte diğer analiz oranlarını kullanarak işletme faaliyetlerinin sonuçlarını değişik yönlerden incelemeye çalıştıkları görülmektedir. Örneğin, Abdullah, Shah ve Hassan (2008) Pakistan'da faaliyet gösteren işletmelerin, yönetimlerinin finansal başarıya olan etkisini q oranı ve diğer finansal oranları kullanarak incelemiştir. Benzer bir çalışma Japonya'da yapılmıştır. Aman ve Nguyen (2008) Japon işletmelerinin yöneticilerinin kalitesi ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi q oranıyla göstermeye çalışmıştır. Ragothaman ve Carr (2008) işletme değeri ve işletmelerin yaptığı çevre kirliliği arasındaki ilişkiyi q oranını kullanarak araştırmıştır. Freund, Trahan ve Vasudevan (2007) q oranını kullanarak küresel ve sektörel değişikliğin işletmenin değeri ve faaliyetine olan etkisini araştırmıştır. Li, Oum ve Zhang (2004) havayolu işletmelerinin performanslarını q oranıyla birlikte bu işletmelere özgü faaliyet ölçümlerini kullanarak incelemiştir. Kim, Henderson ve Garrison (1993) işletme devralmaları sonucunda q oranının durumunu araştırmıştır. Sevil ve Şen (2000) hisse senetlerinin piyasa değeri ve finansal kararlar arasındaki ilişkiyi q oranı yardımıyla göstermiştir. Canbaş, Doğukanlı ve Düzakın (2004) finansal kararlarda kullanılan Tobin q oranının farklı hesaplama yöntemlerini açıklamıştır. Canbaş, Doğukanlı, Düzakın ve İskenderoğlu (2005) İMKB'da işlem gören sanayi işletmelerinin q oranlarını hesaplayarak, bulunan sonuçları değerlendirmiştir.

Bu çalışmada havayolu işletmelerinin performansı q oranı kullanılarak incelenecektir. Sivil havacılık sektöründeki rekabetin yanı sıra, krizler ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar havayolu işletmelerinin maliyetlerini ve kârlılıklarını etkilemektedir. Sektörde, iflas, birleşme ve satın almalar görülmektedir. Üretim çıktı-

sı hizmet olan havayolu işletmesinin performansı, işletmeyle ilgili farklı kesimleri ilgilendirmektedir. Havayolu işletmesinin hisse senedine yatırım yapmak isteyenler için veya birleşme/satın alma kararlarında q oranı bir gösterge olabilir.

Tobin q Oranının Hesaplanması

Tobin q oranı temelde, işletmenin finansal haklarının piyasa değerinin, işletme varlıklarının yerine koyma değerine oranlanmasına dayanır (Lee ve Tomkins, 1999:20). Oranın paydasında yer alan varlıkların yerine koyma değerini, bazı eskimiş sermaye mallarının piyasa değerinin olmaması nedeniyle, hesaplamak oldukça zordur (Lindenberg ve Ross, 1981:12). Bu zorluğu gidermek ve hesaplama yapmayı kolaylaştırmak için, bazı araştırmacılar Tobin q benzeri oranlar hesaplamıştır. Bu çalışmalar Tobin q oranını esas alan ama pay ve paydadaki bazı kalemlerde farklılık gösteren hesaplamalardır. Literatürde yapılan bazı çalışmalar şunlardır; Lindenberg ve Ross (1981), Chung ve Pruitt (1994), Lewellen ve Badrinath (1997), Lee ve Tomkins (1999). Lee ve Tomkins, yaptıkları çalışmalarında Lewellen ve Badrinath tarafından yapılan çalışmadaki Tobin q oranını yeniden düzenlemiştir.

Tobin q benzeri oranların en basit ve kullanımı kolay olan Chung ve Pruitt (CP q) yaklaşık q oranıdır. Chung ve Pruitt, Lindenberg ve Ross tarafından geliştirilen yaklaşık q oranından hareket ederek, yeni bir yaklaşık q oranı geliştirmiştir. CP q oranı borçların ve imtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değerini hesaplamayı gerektirmez ve varlıkların yerine koyma değeri yaklaşık olarak bu varlıkların defter değeridir (Lee ve Tomkins 1999:23). Bu oran şöyle gösterilebilir:

$$q = \frac{MVCS + BVPS + BVLTD + BVINV + BVCL - BVCA}{BVTA}$$

Oranda;
 q : Tobin q
MVCS: Hisse senetlerinin piyasa değeri
BVPS: İmtiyazlı hisse senetlerinin defter değeri
BVLTD: Uzun vadeli borçların defter değeri
BVINV: Stokların defter değeri
BVCL: Kısa vadeli borçların defter değeri
BVCA: Dönen varlıkların defter değeri
BVTA: Toplam aktiflerin defter değerini göstermektedir.

Chung ve Pruitt geliştirdikleri oranla yaptıkları hesaplamaların, Lindenberg ve Ross oranıyla yapılan hesaplamaların birbirine çok yakın sonuçlar verdiğini, sonuçların %96,6 oranında benzer olduğunu bildirmiştir (Chung ve Pruitt, 1994:71). Tobin q oranının verileri piyasa değeri kaynaklı olmasına karşın, CPq oranı bilanço bilgilerine dayanmaktadır (Chung ve Pruitt, 1994:74). CPq formülündeki basitlik ve gerekli finansal bilgilere işletmelerin bilançolarından kolaylıkla ulaşılması nedeniyle araştırmacılar tarafından tercih edilmektedir. CPq oranı kullanılarak yapılan bazı çalışmalar şunlardır; Li, Oum ve Zhang (2004), Connolly ve Hirschey (2005), Durate ve Canal (2007), Liebenberg ve Sommer (2008), Walker (2000), Lee ve Tomkins (1999), Sevil ve Şen (2000), Canbaş ve ark. (2005).

Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı havayolu işletmelerinin performanslarını Tobin q oranı kullanarak belirlemeye yöneliktir. Bilindiği gibi, sivil hava ulaştırmacılığı, ulaştırma sektörü içinde önemli bir paya sahiptir. Dünyadaki ekonomik gelişmelere bağlı olarak ulaştırma sektörü de gelişmekte ve büyümektedir. Küresel ekonomideki çeşitli değişimler sonucu hava yolu taşımacılığına olan talep artmaktadır. Havacılık sektörüne büyük tutarlı ve teknoloji ağırlıklı yatırımlar yapılmaktadır. Bu yatırımlar, düşük maliyetli (ekonomik)

motorlar, geniş/dar gövdeli yeni nesil olarak adlandırılan uçakların imal edilmesi, yeni havaalanları ve terminal binalarının yapılması olarak kısaca sıralanabilir. Havacılık sektöründe önemli yenilikler ve yatırımlar olmasına rağmen, krizlerden de hızla etkilenmesi sektörün bir özelliği olarak kabul edilebilir. Küresel ekonomik krizler, salgın hastalıklar ve terör olayları hava yolu taşımacılığını etkilese de, sektör önemini kaybetmemekte, yoğun rekabet özelliğini korumaktadır. Geleneksel taşıyıcılar ile düşük maliyetli taşıyıcılar arasında gittikçe artan rekabet, geleneksel taşıyıcıların pazar paylarını artırmak için farklı pazarlama arayışlarına yöneltmektedir. Sektördeki yoğun rekabet havayolu işletmeleri arasında olduğu gibi, uçak üreticisi işletmeler arasında da yaşanmaktadır.

Havayolu taşımacılığı ve hava kargo taşımacılığına olan talep, yeni uçuş noktalarının açılmasını gerektirmektedir. Artan talebi, bir havayolu işletmesi sahip olduğu filo ve uçuş haklarıyla tek başına etkili olarak karşılayamaz. Küresel ekonomideki talebi karşılamak amacıyla, sektördeki işletmeler arasında birleşmeler ve ittifaklar ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de de havayolu taşımacılığı sektöründeki gelişmelere paralel olarak, günümüzde taşıyıcı sayısı artmış, özel sektöre ait işletmeler iç ve dış hatlarda yolcu ve kargo taşımacılığına başlamıştır. Bir süre öncesine kadar Türkiye’de tek hava yolu taşıyıcısı olan THY, rekabet gücünü ve pazar payını artırmak amacıyla Star Alliance ittifakına katılmıştır.

Havayolu İttifakları ve Star Alliance

Havayolu ittifakları küresel ulaşım ağı biçimindedir. İttifak, üyelerine yeni pazarlara uçak göndermeden ve uçuş hakkı olmaksızın erişim sağlar. İttifak üyelerinin her biri için daha yüksek kâr elde etmek ve rekabetçi pozisyon artırmak ittifakların amacıdır (Oum ve Yu, 2001:17). Havayolu işletmelerinin stratejik ittifaka katılmasının amaçları, ekonomik fırsat veya ölçek ekonomisinden yararlanmak, maliyet paylaşımı, kaynak ve kapasite

paylaşımı, diğer ortaklardan bilgi edinme fırsatı, risk yönetimi, ortaklıkla ilgili yasal uygulamalar, yeni pazar ve bölgeler ulaşmak olarak özetlenebilir (Holloway, 2003:214).

İttifaklar, ABD’li havayolu işletmeleri ile diğer ülke havayolu işletmeleri arasında yoğun olarak 1990’lı yıllarda görülmeye başladı. İlk ittifak 1993 yılında Northwest Airlines (ABD) ile KLM (Hollanda) arasındadır. Bu iki taşıyıcı, tarifelerini ve ücretlerini birbirine uyumlaştırmıştır (O’connor, 2001:57). Birçok ittifak iki havayolu arasında olsa da, yakın zamanlarda çoklu ittifak grupları görülmektedir (O’connor, 2001:199). Havayolu ittifakına katılan havayolu işletmesi, yeni pazarlara ulaşmak için gerekli yeni kaynak yaratmadan ittifak sayesinde bu amacına ulaşabilir. Yeni bir pazara ulaşmak için, iş-

letmenin filosunu genişletmesi ve ulaşmak istediği pazarda gerekli teknik alt yapı yatırımını yapması gerekir. Bu koşullar işletmenin yeni kaynaklar yaratmasını gerektirecek, başka bir deyişle, işletmeye ek finansman yükü getirecektir.

Star Alliance, 1997 yılında ilk küresel havayolu ittifakı olarak kurulmuştur. Yolculara, dünya çapında daha çabuk ve daha çok uçuş noktasına erişim sağlamak bu ittifakın amaçları arasındadır. Türkiye’nin bayrak taşıyıcı tek havayolu işletmesi olan THY, 2008 yılında bu ittifaka yirminci üye olarak katılmıştır. Star Alliance’nin 21 üyesi vardır. Bu üyeler 3325 uçakla, 159 ülkede, 912 havaalanına 16,500 günlük uçuşla yılda 499,90 milyon yolcu, taşımaktadır (www.staralliance.com).

Tablo-1 Star Alliance Üyesi Havayolları

Air Canada	EGYPTAIR	Spanair
Air China	LOT Polish Airlines	SWISS
Air New Zealand	Lufthansa	TAP Portugal
All Nippon Airways	Scandinavian Airlines	THAI Airways
Asiana Airlines	Shanghai Airlines	Türk Hava Yolları
Austrian Airlines	Singapore Airlines	United Airlines
bmi	South African Airways	US Airways

Kaynak: www.staralliance.com

Yukarıdaki tabloda gösterilen havayollarına ek olarak ittifaka Adria Airways, Blue1 ve Croatia Airlines bölgesel üyedir.

Çalışmanın Verileri

Bazı işletmelere ait 2005 yılı öncesi verilerin eksik olması nedeniyle, çalışma 2005-2007 yıllarını kapsamaktadır. Çalışma için üç kaynaktan veri toplanmıştır. Öncelikle, işletmelerin yayımladıkları yıllık faaliyet raporlarından ilgili finansal veriler elde edilmiştir. İkinci olarak, bazı işletmelerin hisse senedinin işlem gördüğü borsalardan, hisse senedi fiyat bilgilerine

ulaşılmıştır. Üçüncü olarak, işletmelere ait bazı finansal bilgileri tamamlamak, muhasebe standartlarındaki farklılıkları gidermek ve hesap kalemleri arasında uyum sağlayabilmek için, finansal veri sağlayan açık erişimli internet sitelerinden veri toplanmıştır.

Star Alliance üyesi 21 adet havayolu işletmesi olmasına rağmen, çalışmada hisse senedi fiyatının belirlenmesi açısından, halka açık olan 14 işletme araştırma için seçilmiştir. Bu işletmeler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo-2 q Oranı Hesaplanan İşletmeler

İşletme	Bölge/Ülke	Katılım Tarihi
Air Canada	Kuzey Amerika/Kanada	Mayıs 1997
Air China	Asya-Pasifik/Çin	Aralık 2007
Air New Zealand	Asya-Pasifik/Yeni Zelanda	Mart 1999
All Nippon Airways	Asya-Pasifik/Japonya	Ekim 1999
Asiana Airlines	Asya-Pasifik/Kore	Mart 2003
Austrian Airlines	Avrupa/Avusturya	Mart 2000
Lufthansa	Avrupa/Almanya	Mayıs 1997
Scandinavian Airlines	Avrupa/İskandinavya*	Mayıs 1997
Shanghai Airlines	Asya-Pasifik/Çin	Aralık 2007
Singapore Airlines	Asya-Pasifik/Singapur	Nisan 2000
THAI Airways	Asya-Pasifik/Tayland	Mayıs 1997
Türk Hava Yolları	Avrupa/Türkiye	Nisan 2008
United Airlines	Kuzey Amerika/ABD	Mayıs 1997
US Airways	Kuzey Amerika/ABD	Mayıs 2004

*Scandinavian Airlines Danimarka, Norveç ve İsveç'in ortak havayolu işletmesidir.

Çalışmada havayolu işletmelerinin performansını ölçmek için q oranı ve işletme başarısını ölçen diğer finansal oranlardan olan varlıkların kârlılığı oranı (VK), özsermayenin kârlılığı oranı (ÖK), faiz, vergi, amortisman, kira öncesi kâr marjı (FVAKÖKM), net satışların sabit varlıklara oranı (NSSV), piyasa değeri-defter değeri oranı (PD/DD) kullanılmıştır. Havayolu işletmelerinin performans sonuçlarını ayrıntılı görebilmek amacıyla yukarıda belirtilen finansal oranlardan yararlanılmıştır.

q oranı olarak, kullanılışındaki kolaylık nedeniyle CPq oranı seçilmiştir. FVAKÖK, havayolu işletmelerinin performansının ölçülmesinde kullanılan bir orandır. Çalışma için veri sağlayan işletmelerin faaliyet raporlarında işletmenin dönem sonu başarısını gösteren bazı seçilmiş finansal oranlar arasında FVAÖK ve FVAKÖK oranlarının yatırımcıların bilgilenebilmesi için verildiği gözlenmiştir. Havayolu işletmelerinin giderleri içinde işletmenin özelliğinden dolayı, uçakla ilgili maliyetler önemli ve yüksek tutarlı-

dır. Uçakla ilgili yakıt, bakım, yedek parça ve diğer maliyetler işletmenin en yüksek tutarlı giderleridir ve nakit akımını etkilemektedir (Morrell:63-64).

Havayolu işletmelerinde uçak edinimlerinin genellikle kiralama yoluyla yapılması nedeniyle, giderler içinde kira ödemelerinin önemli bir yeri olmaktadır. Nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider olan amortismanın ve kira ödemelerinin FVÖK'a eklenmesiyle bulunacak olan FVAKÖK tutarı, havayolu işletmesinin kârını ölçmek için kullanılabilir (Li ve ark. 2007:54). FVAKÖK marjı, FVAKÖK tutarı net satışlara bölünerek hesaplanmıştır.

Çalışmanın Bulguları

Çalışma için seçilen Star Alliance üyesi işletmelerin 2005-2006 yıllarına ait hesaplanan q oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Tabloya göre, genelde işletmelerin q oranları 1'den küçüktür.

Bu sonuç işletmelerin, kaynaklarından etkin olarak yararlanmadığını gösterebilir.

Tablo-3 İşletmelerin q Oranları

İşletme	2005	2006	2007
Air Canada	NA	0,94	0,93
Air China	0,91	1,19	2,11
Air New Zealand	0,60	0,58	0,87
All Nippon Airways	1,13	1,00	1,02
Asiana Airlines	0,90	0,91	0,60
Austrian Airlines	0,77	0,73	0,77
Lufthansa	0,72	0,93	0,72
Scandinavian Airlines	0,73	0,68	0,49
Shanghai Airlines	0,91	0,92	2,03
Singapore Airlines	0,79	0,77	0,69
THAI Airways	0,85	0,90	0,81
Türk Hava Yolları	0,85	0,73	0,64
United Airlines	0,39	0,56	0,52
US Airways	1,04	1,11	0,60
Ortalama	0,81	0,85	0,92

NA: Veri yok

Tablodaki sonuçlara ve aşağıda verilen grafiklere göre, 2005 yılında q oranının iki işletmede 1'den büyük diğerlerinde 1'den küçük olduğu görülmektedir. Bu işletmeler içinde 1,13 oranıyla All Nippon Airways ve 1,04 oranıyla US Airways ilk sırada yer alırken, United Airlines 0,39 ile en düşük q oranına sahiptir. 2005 yılı sonuçlarına bölgesel olarak bakıldığında, Asya-Pasifik bölgesi işletmelerinin oranları 1'e yakın çıkmıştır. Bu bölge işletmesinden olan Singapore Airlines ile Air New Zealand düşük q oranıyla diğer işletmelerden farklı yerde olduğu tablodan görülmektedir. Avrupa bölgesi işletmelerin oranlarının birbirine yakın olduğu kabul edilebilir. Bu bölge işletmesinden olan THY 0,85 oranıyla, bölge işletmeleri içinde farklı bir yerde bulunmaktadır ve grup içinde en yüksek orana sahip işletme olmuştur. Kuzey Amerika işletmeleri ise, listenin üst ve en alt sıralarında yer almıştır.

2006 yılı sonuçlarına göre, 14 işletme içinde üç işletmenin q oranının 1'den büyük olduğu görülmektedir. Air China 1,19,

US Airways 1,11 ve All Nippon Airways 1,00 oranları ile yüksek q oranlı işletmeler olurken, bir önceki yılda olduğu gibi United Airlines 0,56 oranıyla en düşük q oranlı işletme olmuştur. 2006 yılında Asya-Pasifik bölgesi işletmeleri içinde, 0,58 oranıyla Air New Zealand en düşük oranlı işletme olurken, bölgenin diğer işletmeleri sıralamada üst sıralarda yer almıştır. Kuzey Amerika bölgesi işletmeleri içinde 1'e yakın oranıyla Air Canada vardır. Bu bölgenin diğer iki işletmesi sıralamanın üst ve en alt sırasında yer almıştır. Avrupa bölgesi işletmelerinden Lufthansa bir önceki yıl 0,72 olan oranını 2006 yılında 0,93'e yükseltmiştir. THY ise, 0,73'lük oranıyla bu yıl için ortalamanın altında yer almasına karşın, Austrian Airlines ile aynı orana sahiptir.

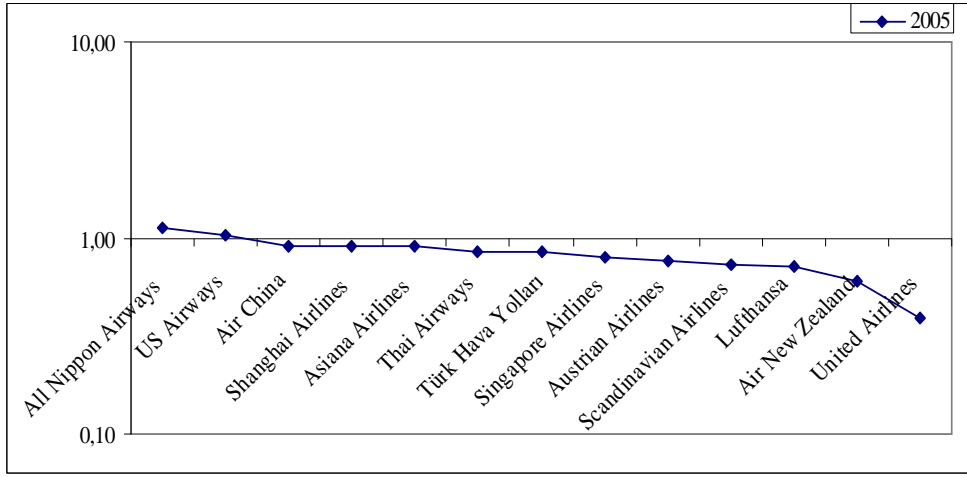
2007 yılı sonuçlarına bakıldığında, üç işletmenin q oranının 1'den büyük, diğerlerinin 1'den küçük olduğu görülmektedir. Air China 2,11, Shanghai Airlines 2,03 ve All Nippon Airways 1,02 oranına, Scandinavian Airlines 0,49 ile en düşük q oranına sahiptir. 2007 yılında Kuzey Ame-

rika bölgesi işletmelerinin q oranları değışiklik göstermektedir. Önceki yıllarda 1'den yüksek oranı olan US Airways bu yıl 0,60 oranına sahiptir. United Airlines bölgenin en düşük q oranlı işletmesi olurken, Air Canada 1'e yakın oranıyla bölgenin en yüksek oranlı işletmesi olmuştur. 2007 yılında Asya-Pasifik bölgesinden iki işletmenin 2'den büyük q oranları dikkat çekicidir. Bölgenin işletmesi olan Air New Zealand önceki yıllardaki düşük oranını

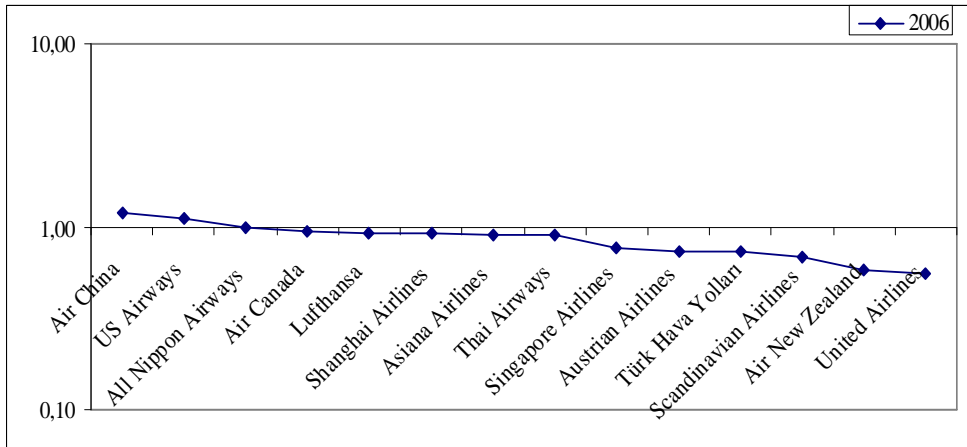
bu yıl yükseltmiştir. Avrupa bölgesi işletmesi olan Scandinavian Airlines bölgenin ve 2007 yılının en düşük q oranlı işletmesi olmuştur. THY 0,64 oranıyla, 2007 yılında da ortalamanın altında bir oranı olmasına karşın dört işletmenin q oranları THY'den düşük çıkmıştır.

Yukarıdaki tabloda yer alan işletmelere ait oranların yıllara göre büyükten küçüğe doğru sıralanması aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir.

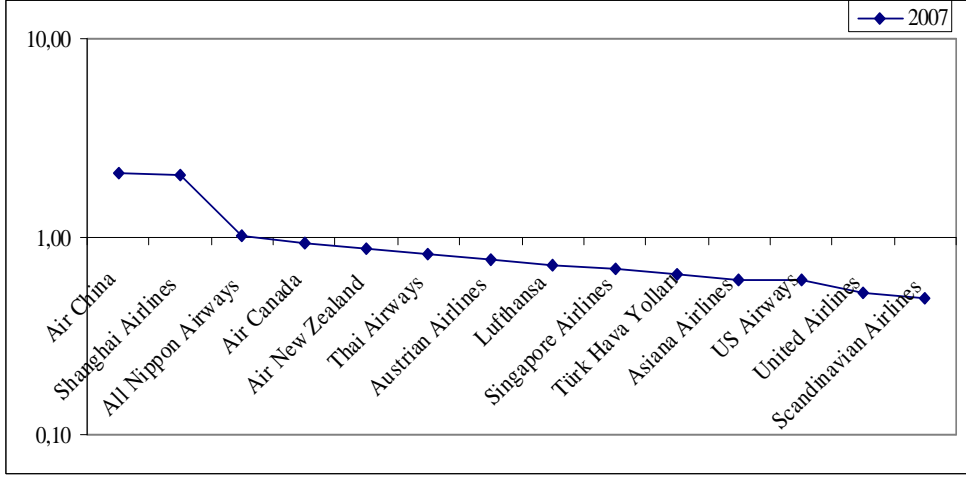
Grafik-1 2005 Yılı Sıralı Oranları



Grafik-2 2006 Yılı Sıralı Oranları

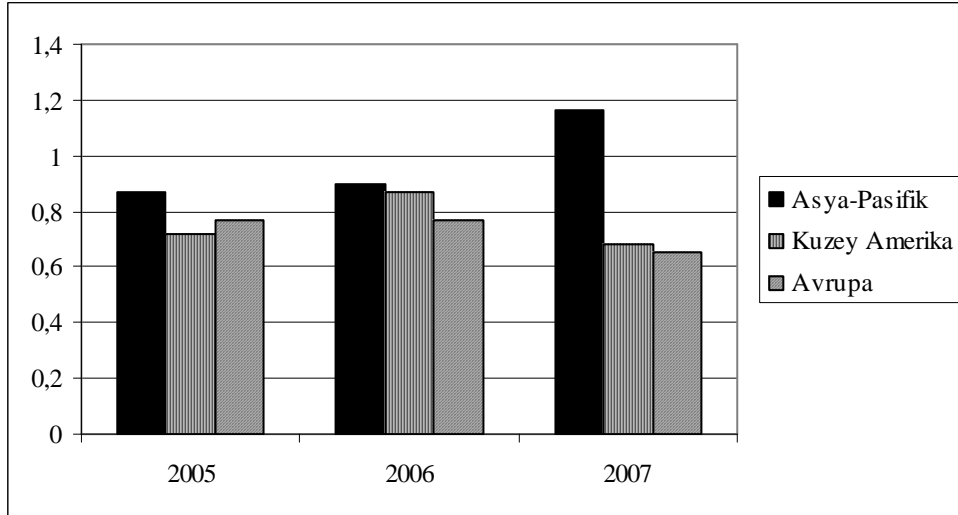


Grafik-3 2007 Yılı Sıralı Oranları



İncelenen dönemlerin ortalama q oranları sırasıyla 0,81, 0,85 ve 0,92'dir. Ortalama q oranları 1'den küçük olmasına rağmen yıllara göre artış göstermiştir. Aşağıdaki grafik işletmelerin ait oldukları bölgelerin ortalama q oranlarını göstermektedir. Grafikte Asya-Pasifik bölgesi işletmelerinin diğer bölge işletmelerine göre daha iyi bir durum sergiledikleri görülmektedir. 2005 yılında Avrupa bölgesinin, Kuzey Amerika bölgesinden yüksek orana sahip olduğu görülürken, izleyen yıllarda oranda düşme olmuştur. Kuzey Amerika bölgesinin 2006 yılında Asya-Pasifik bölgesine yakın ortalama q oranı elde ettiği görülmektedir.

Grafik-4 Bölgelerin Ortalama q Oranları



İşletmelere ait q oranlarının ve diğer finansal oranların kullanılmasıyla bulunan sonuçların ortalamaları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo-4 Yıllara Göre Ortalama Oranlar

Oran	2005		2006		2007	
	İşletme Sayısı	Ortalama	İşletme Sayısı	Ortalama	İşletme Sayısı	Ortalama
q	13	0,81	14	0,85	14	0,92
FVAKÖKM	14	13,95	14	13,83	14	15,53
ÖK	14	1,19	14	85,62*	14	10,42
VK	14	-6,79**	14	9,29	14	3,28
NSSA	14	1,48	14	1,83	14	1,78
PD/DD	13	1,73	14	1,66	14	2,11

* United Airlines 2006 yılı özsermaye kârlılığı %1064,99 olduğu için ortalama yüksek çıkmıştır

** United Airlines 2005 yılı varlık kârlılığı %-109,48 olduğu için ortalama negatif çıkmıştır

Tabloya göre, ÖK oranı ve VK oranı haricindeki diğer oranların sonuçları birbirine yakın çıkmıştır. Bu iki orandaki farklılığın nedeni, United Airlines işletmesinin 2005 ve 2006 yılı sonuçlarından kaynaklanmaktadır.

Aşağıda verilen tabloda 2005-2007 yılları için hesaplanan q oranı ile diğer finansal oranlar arasındaki korelasyon gösterilmektedir.

Tablo-5 2005-2007 Yılı Oranlarının Korelasyonu

	q	FVAKÖKM	ÖK	VK	NSSA	PD/DD
q	1	-,066	-,188	,058	-,168	,749**
FVAKÖKM		1	-,089	,156	-,264	-,381*
ÖK			1	,574**	,011	-,047
VK				1	,059	,088
NSSA					1	,136
PD/DD						1

** $p < 0.01$

* $p < 0.05$

Tabloda görüldüğü gibi q oranı ile PD/DD oranı arasında ve ÖK oranı ile VK oranı arasında 0.01 düzeyinde yüksek bir ilişki bulunmaktadır. PD/DD oranı ve q oranı piyasa verisine dayandığı için, hesaplama yönünden birbirine benzemektedir. q oranı, işletmenin tüm borçları ve varlıkları kullanılarak hesaplandığı için, PD/DD oranına göre işletme hakkında daha gerçekçi bilgi verebilir. Bu iki oran, işletmeyle ilgilenenlerin yatırım kararını etkilemektedir. Li ve arkadaşlarının (2004) yapmış oldukları 1989-1999 dönemi

27 havayolu işletmesiyle ilgili çalışmada da, bu iki oran arasında yüksek ilişki olduğu bildirilmiştir. Tablodaki diğer sonuçlar içinde, FVAKÖKM ile PD/DD oranı arasında anlamlı bir negatif ilişki gözlenmektedir. Bu iki oran işletmenin satışları, FVAKÖK, kâr dağıtımı, özsermayesi ve piyasadaki hisse senedi sayısı ile ilgilidir. İki oran arasındaki negatif ilişki, belirtilen oranların özelliğinden kaynaklanabilir. Örneğin, FVAKÖK uçaklarla ilgili kira ve amortisman giderlerini içermektedir. İşletmenin filo yaşı ve filo edinim türü, bu

giderler üzerinde etkili olmaktadır. Bilindiği gibi, özsermaye kârlılığı, özsermayenin bir biriminin ilgili dönemde kâr yaratma yüzdesini, varlıkların kârlılığı oranı da, bir birim varlığın yüzde kaç kâr elde ettiğini ölçmektedir. Bu iki oran arasındaki yüksek ilişki, özsermaye ve varlıklarının etkin olarak kullanıldığını gösterebilir.

Sonuç

İşletmenin performansı, işletmeyle ilgili olan tarafların kararlarını etkiler. İşletme performansını belirlemek için çeşitli yöntemlerden yararlanılabilir. Bu yöntemlerden biri olan Tobin q oranı, işletme performansının ölçülmesinde önemli kabul edilen ve yaygın kullanılan bir yöntemdir. Oranın hesaplanmasındaki bazı güçlükler nedeniyle, çeşitli araştırmacılar, oranın hesaplanmasında kolaylık sağlamak amacıyla, benzer Tobin q oranları geliştirmişlerdir. Benzer Tobin q oranları arasında, Chung ve Pruitt (CP q) tarafından geliştirilen oran, hesaplamadaki kolaylığı nedeniyle literatürde sık kullanılan bir oran olmuştur. Çalışmamızda hava yolu işletmelerinin 2005-2007 dönemi performansı Tobin q benzeri CP q oranı kullanılarak araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, işletmelerin büyük bir kısmının q oranı 1'den düşük çıkmıştır. q oranını düşük çıkması, işletmelerin kaynaklarından yeterince yararlanamadığını göstermektedir. İncelenen dönemlerde herhangi bir kriz olmadığı düşünülürse, düşük q oranlı işletmeler, satın alma/birleşmeler için potansiyel işletmeler olabilir. Sonuçlara bölgesel olarak bakıldığında, Asya-Pasifik bölgesi işletmelerinin diğer bölge işletmelerine göre daha iyi bir performans sergiledikleri söylenebilir. Bölgenin, global ekonomide giderek önem kazanması, bu bölge işletmelerinin gösterdiği performansın nedeni olabilir. Diğer finansal oranlarla yapılan analiz sonuçlarıyla, q oranı karşılaştırıldığında, q oranı ile PD/DD oranı arasında anlamlı bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Hava yolu işletmelerinin faaliyetleri yüksek maliyetli girdilere dayanmaktadır. Özellikle yakıt, uçak ve yedek parça giderleri, işletmelerin önemli

maliyet unsuru olmaktadır. Hava ulaştırma sektörünün bazı olumsuz gelişmelerden hızla etkilenmesi işletmelerin performansına da yansımaktadır. Havayolu taşımacılığının gelecekte, ulaştırmada daha fazla paya sahip olacağı beklentisi, önümüzdeki yıllarda havayolu işletmelerinin performansının yüksek olacağını düşündürmektedir.

Kaynakça

- Abdullah, Mohammad Shaoib; Shah Syed Zulfiqar Ali ve Hassan Arshad, (2008). "Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan," *The Business Review, Cambridge* 11(2), 282-289.
- Aman, Hiroyuki; Nguyen Pascal, (2008). "Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?" *Journal of the Japanese and International Economies* 22, 647-662.
- Canbaş, Serpil; Doğanlı Hatice; Düzakın Hatice, (2004). "Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi," *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 13(2), 57-74.
- Canbaş, Serpil; Doğanlı Hatice; Düzakın Hatice; İskenderoğlu Ömer, (2005). "Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme," *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 28, 24-36.
- Chung, Kee H.; Pruitt Stephen W., (1994). "A Simple Approximation of Tobin's q ," *Financial Management* 23(3), 70-74.
- Connolly, Robert A.; Hirschey Mark, (2005). "Firm Size and the Effect of R&D on Tobin's q ," *R&D Management* 35(2), 217-223.
- Durate, Cristina Lopez; Canal Esteban Garcia, (2007). "Stock Market Reaction to Foreign Direct Investments: Interaction between Entry Mode and FDI Attributes," *Management International Review* 47(3), 393-422.
- Freund, Steven; Trahan A. Emery; Vasudevan K. Gopala, (2007). "Effects of Global and Industrial Diversification on Firm Value and Operating Performance," *Financial Management* 36(4), 143-161.
- Holloway, Stephen, (2003). *Straight and Level: Practical Airline Economics*, 2nd. Ed. Ashgate.
- Kim, Keeho; Henderson Jr V. Glenn; Garrison Sharon Hatten, (1993). "Examination

of Tobin's q for Takeover Firms," *Quarterly Journal of Business and Economics* 32(1),3-26

Lee, Darrel E.; Tompkins James G., (1999). "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q," *Financial Management* 28(1), 20-31.

Lewellen, Wilbur G.; Badrinath S.G., (1997). "On the Measurement of Tobin's q" *Journal of Financial Economics* 44, 77-122.

Li, Michael Z.F.; Tae H. Oum; Zhang Yimin, (2004). "Tobin's q and Airline Performances," *Public Works Management Policy* 9(1), 51-65.

Liebenberg, Andre P.; Sommer David W., (2008). "Effects of Corporate Diversification: Evidence From the Property-Liability Insurance Industry," *Journal of Risk and Insurance* 75(4), 893-919.

Lindenberg, Eric B.; Ross Stephen A., (1981). "Tobin's q Ratio and Industrial Organization," *Journal of Business* 54(1), 1-32.

Morrel, Peter S., *Airline Finance* 2nd. Ed., Ashgate.

O'Connor, William E., (2001). *An Introduction to Airline Economics*, 6th. Ed. Prager.

Oum, Tae Hoon; Yu Chunyan, (2001). *Winning Airlines: Productivity and Cost Competitiveness of the World's Major Airlines*, 3th Printing, Kluwer Academic Publisher.

Ragothaman, Srinivasan; Carr David, (2008). "The Impact of Enviromental Information Disclosures on Shareholder

Returns in a Company: An Empricial Study," *International Journal of Management* 25(4), 613-620.

Sevil, Güven; Şen Mehmet, (2000). "Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve Finansal Kararlar Arasındaki İlişkilerin Tobin-Q Oranı ile Belirlenmesine Yönelik Bir Uygulama" *İktisat İşletme ve Finans* 168(Ek), 4-12.

Walker, Mark M.,(2000). "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth," *Financial Management* 29 (1), 53-66.

www.staralliance.com

www.reuters.com

www.sedar.com

www.tsx.com

www.reuters.wallst.com

www.nzx.com

www.nasdaq.com

www.nyse.com

www.ft.com

www.hkex.com.hk

www.sgx.com

www.set.or.th

www.corporateinformation.com

<http://finance.aol.com>

<http://ir.iguana2.com>

<http://moneycentral.msn.com>

<http://cxa.marketwatch.com>

<http://finance.google.com>

2009 Yılı Ocak – Haziran Cari Açık-Döviz Açığı Nasıl Finanse Edildi? (Milyar \$)

	2008	2009
Cari Açık (Döviz Açığı)	- 27.690	- 6.729
- İthalat	- 101.722	- 59.446
- İhracat	27.957	51.500
- Dış ticaret açığı	- 28.765	- 7.946
Sermaye Hareketi (Finansman)	27.065	- 5.222
- Doğrudan yabancı sermaye (Net)	7.999	3.409
- Portföy yatırımı (Net)	1.650	- 318
- Kredi girişi/çıkışı (Net)	17.416	- 8.613
Finansman Açığı	- 625	- 12.248
Net Hata/Noksan		
(Belirsiz Döviz Girişi/Çıkışı)	- 1.671	8.498
Genel Denge	- 2.296	- 3.750

Kaynak: Güngör Uras, *Milliyet*, 12.08.2009.