


Büyük ve Küçük Şirketlerin Finansal Performanslarındaki Farklılıklar: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Konaklama Şirketlerinde Bir Araştırma

Differences in Financial Performance of Large and Small Companies: A Research on Lodging Companies Trading in Borsa İstanbul

Prof.Dr. Erdinç KARADENİZ 
Mersin Üniversitesi
Turizm Fakültesi, Mersin, Türkiye
E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

Dr.Öğr. Üyesi Mehmet BEYAZGÜL 
Toros Üniversitesi
Uyg. Bil. ve İşl. Yüksekokulu, Mersin, Türkiye
E-posta: mehmetbeyazgul@windowslive.com

Öz

Bu araştırmanın amacı, büyük ve küçük konaklama şirketlerinin finansal performansları arasındaki farklılıkları tespit etmektir. Bu amaçla 2012-2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketleri, aktif toplamalarının ortanca değerine göre büyük ve küçük olarak ayrılmıştır. Daha sonra büyük ve küçük konaklama şirketlerinin likidite, finansal yapı, faaliyet, karlılık ve piyasa performans oranları hesaplanmış ve Mann Whitney U farklılık testi uygulanmıştır. Analiz sonucunda küçük şirketlerin likidite, finansal yapı, faaliyet, karlılık ve piyasa performansı açısından büyük şirketlere göre daha başarılı oldukları saptanmıştır. Ayrıca hesaplanan bütün oranlar açısından büyük ve küçük şirketler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Şirket büyüklüğü, Finansal oranlar, Konaklama şirketleri, Borsa İstanbul.

Abstract

The purpose of this research is to determine the differences between the financial performance of large and small lodging companies. For this purpose, lodging companies traded in Borsa İstanbul between the years 2012-2019 are classified into large and small based on the median value of their total assets. Later, liquidity, financial structure, activity, profitability and market performance ratios of large and small lodging companies were calculated and Mann Whitney U difference test was applied. As a result of the analysis, it has been determined that small companies are more successful than large companies in terms of liquidity, financial structure, activity, profitability and market performance. In addition, a statistically significant difference was found between large and small companies in terms of all calculated ratios.

Key Words: Company size, Financial ratios, Lodging companies, Borsa İstanbul.

Extended Summary

Purpose

In this research, it has been tried to determine whether there is a difference between the financial performance of large and small companies in terms of total assets in the lodging subsector. For this purpose, the asset size and financial performance data of lodging companies whose shares are traded in Borsa İstanbul between 2012 and 2019 years were analyzed and the results obtained were compared in terms of large and small companies.

Background

Today, in order to ensure sustainable profitability and value maximization, companies must first create demand for the products and services they produce and then meet this demand. In order to meet the created demand, companies need to invest in assets and reach a certain size. For companies, determining under or over the size of their assets can bring about many managerial and financial problems. The fact that companies have a lower level of asset size than necessary may cause high production costs by not being able to benefit from economies of scale, as well as preventing them from showing a sustainable performance due to the inability to meet the created demand. When a larger size is reached than necessary, the increase in fixed capital and fixed financing costs and the use of idle funds; It can create huge problems in the profitability, efficiency and effectiveness of companies. For this reason, it is extremely important for companies to reach the optimum size that will maximize profitability and company value.

It is seen that the relationship between size and firm performance in economics, finance, marketing and management sciences is an important topic of discussion. In general, it is stated that large companies can show higher performance than small companies in terms of benefiting from economies of scale, having wider financing resources, having a higher market share and being more resilient in the competitive environment (Bayyurt, 2007; Doğan, 2013; Fiegenbaum & Karnani, 1991; Hardwick, 1997; Jónsson, 2007; Nunes et al., 2009; Penrose, 1959). Contrary to this view, it is seen that there are scientific studies about the negative effects of firm size on financial performance (Banchuenvijit, 2012; Shepherd, 1972; Pi & Timme 1993; Walker & Petty, 1978). There are studies that provide evidence, as well as studies that find results that the financial performance of small and large companies differ from each other (Fieldsend et al., 1987; Osteryoung et al., 1992).

In lodging companies, which are one of the most important actors of the tourism sector in terms of investment size, their asset investments mostly consist of fixed capital investments and the investment expenditures of the establishment reach very high levels. In addition, renovation, expansion and modernization investments are also the investments that lodging companies have to realize in the changing demand and competition conditions. Due to the flexible structure of demand in the tourism sector and the high level of exposure to crises, the relationship between the size of asset investments that require large expenditures and financial performance becomes a more important issue.

Method

In this research, the financial performance differences between large and small companies in the context of total assets among 11 lodging companies whose shares are traded on Borsa Istanbul (BIST) have been tried to be determined. In this context, the total assets of the lodging companies are taken from the statement of financial position for the years 2012-2019. Asset values were first adjusted for inflation, and then the median value of total assets was calculated and 44 companies with total assets below this value were grouped as small companies and 44 companies above this value as large companies. Then, 11 financial ratios measuring the liquidity, activity, financial structure, profitability and market performance of the companies in these two groups were calculated and it was tried to be analyzed with the Mann-Whitney U test whether these ratio averages had a statistically significant difference for both groups.

Findings

As a result of the analysis, it is seen that the average liquidity ratios of small lodging companies are considerably higher than both the standards and the average liquidity ratios of large companies. In this context, it can be said that small lodging companies have better liquidity than large ones. It is observed that the average leverage ratio of large and small companies is below the standard, but the borrowing level of large companies is on average higher than the level of small companies. In this context, it is possible to say that large companies use more debt to finance their assets and the level of financial risk is higher than small companies. It is observed that the inventory, account receivables and asset turnover ratio averages of small companies are higher than that of large companies. In this context, it can be said that the inventory, account receivable and asset management of small companies are more efficient.

In the research also it is seen that the average profitability ratios of small companies are higher than the average profitability ratios of large companies. The fact that even the maximum values of the profitability ratios of the large companies are lower than the maximum values of the small companies and the negative average profitability ratios of the large companies show that the profitability performance of these companies is very poor. In the context of the analysis, it was determined that the average market to book value ratio of small companies is higher than the average of large companies.

According to the results of the Mann-Whitney U test performed in the analysis, among large and small lodging companies; current ratio, acid-test ratio, cash ratio, leverage ratio, asset turnover rate, return on assets, return on equity, return on sales and market to book ratios at 0.01 significance level, in the context of account receivables turnover and inventory turnover ratios. On the other hand, it is seen that there is a statistically significant difference at the 0.05 significance level.

Results

In finance theory, the most appropriate company size is discussed as an extremely important concept in terms of both investment and financing decisions. It is accepted that establishing companies that are too small or too large during the investment phase can create problems in terms of sustainable financing and profitability management. Especially in the tourism sector, where the demand structure is flexible but the supply is inelastic, it is of great importance to determine the optimum size and growth levels for lodging companies with high total assets.

In this research, the financial performance differences between large and small companies in terms of total assets among the lodging companies whose shares are traded on Borsa Istanbul (BIST) have been tried to be determined. As a result of the analysis, it has been determined that small companies are more successful than large companies in terms of liquidity, financial structure, activity, profitability and market performance. In addition, a statistically significant difference was found between large and small companies in terms of all ratios calculated.

When the literature on the tourism sector is examined, directly to large and small companies in the financial performance of lodging to a study attempting to determine differences could not be reached in Turkey. In this respect, it can be said that the research is important in terms of contributing to the literature on lodging companies. It is hoped that the results obtained from the research will help BIST lodging companies to see the relationships between the differences in their total assets and the companies' liquidity, financial structure, turnover, profitability and market performance levels. However, it is thought that the research findings will be important in terms of contributing to the managers, partners of accommodation companies and corporate and individual investors.

1. Giriş

Günümüzde sürdürülebilir karlılığı ve değer maksimizasyonunu sağlayabilmek için şirketlerin öncelikle ürettikleri ürün ve hizmetlere talep yaratmaları, daha sonra bu talebi karşılamaları gerekmektedir. Yaratılan talebin karşılanabilmesi için şirketlerin belirli varlıklara yatırım yapmaları ve belirli bir büyüklüğe ulaşmaları gerekmektedir. Bu bağlamda ilk kuruluş aşamasında yapılacak sabit varlık ve çalışma sermayesi yatırımları ile işletme aşamasında gerçekleştirilecek yenileme, genişleme ve modernizasyon yatırımlarında fizibilite çalışmaları büyük önem arz etmektedir. Şirketler açısından aktif büyüklüğünün gereğinden az veya fazla belirlenmesi birçok yönetsel ve finansal sorunu beraberinde getirebilmektedir. Şirketlerin gereğinden daha düşük düzeyde aktif büyüklüğe sahip olması, ölçek ekonomisinden yararlanamayarak üretim maliyetlerinin yüksek olmasına neden olabileceği gibi, yaratılan talebin karşılanamaması nedeniyle sürdürülebilir bir performans göstermelerine de engel olabilmektedir. Gereğinden daha yüksek düzeyde bir büyüklüğe ulaşıldığında ise sabit sermaye ve sabit finansman maliyetlerindeki artış ve âtil fon kullanımı; şirketlerin karlılığı, verimliliği ve etkinliklerinde büyük sorunlar yaratabilmektedir. Bu nedenle şirketler açısından karlılığı ve şirket değerini maksimum yapacak optimum büyüklüğe ulaşmak son derece önemlidir.

İktisat, finans, pazarlama ve yönetim bilimlerinde büyüklük ve şirket performansı arasındaki ilişkinin önemli bir tartışma konusu olduğu görülmektedir. Genel olarak büyük şirketlerin ölçek ekonomilerinden yararlanmaları, daha geniş finansman kaynaklarına sahip olmaları, daha yüksek bir pazar payına sahip olmaları ve rekabet ortamında daha dayanıklı olmaları bağlamında küçük şirketlere göre daha yüksek performans gösterebildikleri ifade edilmektedir (Bayyurt, 2007; Doğan, 2013; Fiegenbaum ve Karnani, 1991; Hardwick, 1997; Jónsson, 2007; Nunes ve diğ., 2009; Penrose, 1959). Bu görüşün tersine şirket büyüklüğünün finansal performansa olumsuz etkileri olduğuna dair bilimsel araştırmalarında olduğu görülmektedir (Banchuenvijit, 2012; Shepherd, 1972; Pi ve Timme 1993; Walker ve Petty, 1978). Yine orta ölçekli şirketlerin finansal performanslarının ait oldukları endüstrinin ortalama performansına yakın olduğuna dair kanıtlar sunan araştırmalar olduğu gibi, küçük ve

büyük şirketlerin finansal performanslarının birbirinden farklı olduğuna dair sonuçlar bulan araştırmalarda mevcuttur (Fieldsend ve diğ., 1987; Osteryoung ve diğ., 1992).

Turizm sektörünün yatırım büyüklüğü itibariyle en önemli aktörlerinden olan konaklama şirketlerinde, aktif yatırımları daha çok sabit sermaye yatırımlarından meydana gelmekte ve kuruluş yatırım harcamaları çok yüksek seviyelere ulaşmaktadır. Bununla beraber faaliyet aşamasında yenileme, genişleme ve modernizasyon yatırımları da konaklama şirketlerinin değişen talep düzeyi ve rekabet koşullarında gerçekleştirmek zorunda oldukları yatırımlardır. Turizm sektöründe talebin esnek yapısı ve krizlerden etkilenme düzeyinin yüksek olması nedeniyle büyük harcamalar gerektiren aktif yatırımlarının büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişki daha önemli bir konu haline gelmektedir. Bu çalışmada konaklama alt sektöründe aktif toplamı bağlamında büyük ve küçük şirketlerin finansal performansı arasında bir farklılık olup olmadığı saptanmaya çalışılmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul'da pay senetleri işlem gören konaklama şirketlerinin 2012-2019 yılları arasındaki aktif büyüklüğü ve finansal performans verileri analiz edilmiş ve elde edilen sonuçlar büyük ve küçük şirketler açısından karşılaştırılmıştır. Araştırma, belirlenen amaçlar doğrultusunda dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde konuyla ilgili literatür taramasının sonuçları tartışılmaktadır. İkinci bölümde araştırmanın veri kaynakları, değişkenler ve analiz yöntemi açıklanmaktadır. Üçüncü bölümde analiz sonucunda elde edilen bulgular sunulmaktadır. Dördüncü bölümde ise araştırmanın genel sonuçları değerlendirilerek konaklama şirketleri ile gelecek araştırmalar için önerilerde bulunmaktadır.

2. Literatür

Konuyla ilgili finans literatürü incelendiğinde genel olarak şirket büyüklüğünün, karlılığa, sermaye yapısı kararlarına ve likidite düzeyine etkilerini belirlemeye yönelik araştırmaların yoğun olarak gerçekleştirildiği saptanmıştır. Buna karşın konaklama şirketlerine yönelik büyük ve küçük şirketlerin finansal performansları arasındaki farklılıkları belirlemeye yönelik gerçekleştirilen araştırmaların sınırlı olduğu belirlenmiştir. Bu kapsamda literatür; şirket büyüklüğünün karlılığa etkisini incelemeye yönelik gerçekleştirilen araştırmalar, şirket büyüklüğünün sermaye yapısı kararlarına etkisine yönelik gerçekleştirilen araştırmalar ve şirket büyüklüğünün likidite düzeyine etkisine yönelik gerçekleştirilen araştırmalar olmak üzere üç alt başlık altında sunulmuştur.

2.1. Şirket Büyüklüğü ve Karlılık

Literatür incelendiğinde konaklama alt sektörü dışındaki sektörlerde şirket büyüklüğünün karlılığa etkisini belirlemeye yönelik gerçekleştirilen araştırmalarda, farklı sonuçların elde edildiği gözlemlenmiştir. Araştırmalarda şirket büyüklüğü ölçütü olarak çoğunlukla aktif toplamının alındığı, ayrıca satış toplamı ve çalışan personel sayısının da büyüklük ölçütü olarak alındığı gözlemlenmiştir. Gerçekleştirilen araştırmaların bir kısmında şirket büyüklüğünün karlılığı olumlu etkilediği, diğer bir ifadeyle büyük şirketlerin küçük şirketlere göre daha karlı oldukları saptanmıştır (Doğan, 2013; Fiegenbaum ve Karnani, 1991; Hall ve Weiss, 1967; Işık ve diğ., 2017; Majumdar, 1997; Nunes ve diğ., 2009; Serrasqueiro ve Nunes, 2008). Buna karşın bazı araştırmalarda ise şirket büyüklüğünün karlılığı olumsuz etkilediği, diğer bir ifadeyle küçük şirketlerin büyük şirketlere göre daha karlı oldukları saptanmıştır (Banchuenvijit, 2012; Becker-Bleise ve diğ., 2010; Goddard ve diğ., 2005; Hendricks ve Singhal, 2001; Schneider, 1991; Schneider ve Lenzenbauer, 1993). Ayrıca şirket büyüklüğü ile karlılık

arasında ilişki saptayamayan bir araştırmanında olduğu gözlemlenmiştir (Niresh ve Thirunavukkarasu, 2014).

Konaklama şirketlerine yönelik literatür incelendiğinde doğrudan şirket büyüklüğü ile karlılık arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalardan ziyade konaklama şirketlerinin karlılıklarını etkileyen değişkenleri belirlemeye yönelik gerçekleştirilen araştırmalarda büyüklük ölçütünün bağımsız değişken olarak ele alındığı gözlemlenmiştir. İncelenen araştırmalarda şirket büyüklüğünün karlılığı olumlu veya olumsuz yönde etkilediğine yönelik sonuçların elde edildiği söylenebilir. Upneja ve diğ. (2000), kumarhane otellerinde aktif toplamı itibarıyla büyük ve küçük olarak ayrılanların finansal karakteristiklerini inceledikleri araştırmada, küçük şirketlerin büyük olanlara göre daha düşük karlılığa sahip olduklarını, ancak her iki grup arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığını saptamışlardır. Withiam (2000), The PricewaterhouseCoopers danışmanlık şirketinin yayınladığı Hospitality Direction adlı rapordan yararlanarak 2116 konaklama şirketinde şirket büyüklüğü ile şirket karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda karlılığın büyüklüğe bağlı olarak belirli bir düzeye göre yükseldiği ve o düzeyden sonra karlılığın düştüğü saptanmıştır. Israeli (2002), İsrail'deki konaklama şirketlerinde şirket büyüklüğünün oda gelirlerini ve karlılığı olumlu etkilediğini saptamıştır. Claver-Cortes ve diğ., (2007), İspanya'daki konaklama şirketlerinde performansı etkileyen değişkenleri inceledikleri araştırmalarında şirket büyüklüğünün karlılığı ve performansı olumlu etkilediğini saptamışlardır. Rodríguez ve Cruz (2007), İspanya'daki orta ve büyük ölçekli 3775 adet otel işletmesi üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada, büyüklük ile karlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptayamamışlardır. Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören turizm şirketlerinde aktif karlılığını etkileyen değişkenleri inceledikleri araştırmalarında şirket büyüklüğünün aktif karlılığını pozitif olarak etkilediğini saptamışlardır. Sami ve Mohamed (2014), Tunus'da faaliyet gösteren 27 otel işletmesinde aktif karlılığını etkileyen içsel ve dışsal faktörleri inceledikleri araştırmalarında şirket büyüklüğünün aktif karlılığını olumsuz etkilediğini saptamışlardır. Sritharan (2015), Sri Lanka'da faaliyet gösteren 30 otel ve seyahat şirketi üzerinde gerçekleştirdiği araştırmada 2008-2012 yılları arasında şirket büyüklüğünün aktif karlılığını pozitif yönde etkilediğini saptamıştır. Aissa ve Goaid (2016), Tunus'da faaliyet gösteren 27 otel işletmesi üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada büyüklüğün aktif karlılığını olumsuz etkilediğini saptamışlardır. Menicucci (2018), İtalya'daki 2366 konaklama şirketinde karlılığı etkileyen değişkenleri belirlemek amacıyla gerçekleştirdiği araştırmada şirket büyüklüğünün karlılığı pozitif etkilediğini saptamıştır. Dimitrić ve diğ. (2019), Hırvatistan, Yunanistan, İspanya ve Portekiz'deki konaklama şirketlerinde karlılığı etkileyen faktörleri inceledikleri araştırmalarında satış toplamı olarak alınan şirket büyüklüğünün karlılığa etkisinin pozitif olarak anlamlı olduğu tek ülkenin Portekiz olduğunu, diğer ülkelerde ise anlamlı bir ilişkinin olmadığını saptamışlardır.

2.2. Şirket Büyüklüğü ve Sermaye Yapısı

Literatür incelendiğinde şirket büyüklüğünün sermaye yapısı tercihlerine etkisini belirlemeye yönelik farklı sektörlerde gerçekleştirilen araştırmaların olduğu gözlemlenmiştir. Araştırmalarda şirket büyüklüğü ölçütü olarak çoğunlukla aktif toplamının alındığı, ayrıca satış toplamı ve çalışan personel sayısının da büyüklük ölçütü olarak hesaplandığı gözlemlenmiştir. Gerçekleştirilen araştırmaların bir kısmında şirket büyüklüğünün borçlanma düzeyini olumlu etkilediği, diğer bir ifadeyle büyük şirketlerin küçük şirketlere göre daha fazla yabancı kaynak kullandıkları saptanmıştır (Barclay ve Smith, 1996; Gonzales ve Gonzales, 2011; Huang, 2006; Hol ve Wijst, 2008; Kurshev ve Strebulaev, 2015; Rajan ve Zingales, 1995; Zou ve Xiao, 2006).

Buna karşın bazı araştırmalarda ise şirket büyüklüğünün borçlanma düzeyini olumsuz etkilediği, diğer bir ifadeyle küçük şirketlerin büyük şirketlere göre daha fazla borçlandıkları saptanmıştır (Bevan ve Danbolt, 2002; Byoun, 2007; Cooley ve Quandrini, 2001; Drobotz ve Fix, 2003; Ezeoha, 2008; Faulkender ve Petersen, 2006; Mazur, 2007; Myers ve Majluf, 1984).

Konaklama şirketlerine yönelik literatür incelendiğinde ise doğrudan şirket büyüklüğü ile borçlanma düzeyi arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaların kısıtlı olduğu saptanmıştır. Konaklama şirketlerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri belirlemeye yönelik gerçekleştirilen araştırmalarda büyüklük ölçütünün daha çok kontrol değişkeni olarak alındığı gözlemlenmiştir. Gerçekleştirilen araştırmalarda genellikle şirket büyüklüğünün yabancı kaynak kullanımı üzerinde olumlu etkisinin veya hiç etkisinin olmadığına yönelik sonuçların elde edildiği söylenebilir. Upneja ve diğ. (2000), kumarhane otellerinde aktif toplamı itibarıyla büyük ve küçük olarak ayrılanların finansal karakteristiklerini inceledikleri araştırmada, büyük şirketlerin küçük olanlara göre daha yüksek düzeyde yabancı kaynak kullandıkları ve her iki grup arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olduğunu saptamışlardır. Upneja ve Dalbor (2001), ABD’de konaklama şirketleri üzerinde gerçekleştirdiği araştırmada şirket büyüklüğü ile yabancı kaynak kullanma düzeyi arasında bir ilişki saptayamamışlardır. Tang ve Jang (2007), gerçekleştirdikleri araştırmada konaklama şirketlerinde borçlanma düzeyi ile şirket büyüklüğü arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olmadığını saptamışlardır. Karadeniz ve diğ. (2009), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören konaklama şirketleri üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada şirket büyüklüğü ile yabancı kaynak kullanımı arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını saptamışlardır. Karadeniz ve diğ. (2011), Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama şirketlerinde büyüklüğün sermaye yapısı tercihlerine etkisini inceledikleri araştırmalarında ilk yatırım aşamasında büyük şirketlerin daha rahat teşviklerden yararlandıklarını, devam eden faaliyetlerinin finansmanında pay senedi ihracını daha çok tercih ettiklerini, gelecekteki yatırımlarında ise daha fazla borçlanmayı düşündüklerini saptamışlardır. Wachilonga (2013), Kenya’daki konaklama şirketleri üzerinde gerçekleştirdiği araştırmada, büyük ve küçük şirketler arasında finansman tercihleri bağlamında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığını saptamıştır. Matias ve diğ. (2018), Portekiz’deki konaklama şirketlerinde yabancı kaynak kullanım düzeyini etkileyen faktörleri inceledikleri araştırmalarında, şirket büyüklüğünün yabancı kaynak kullanım düzeyini olumlu etkilediğini saptamışlardır.

2.3. Şirket Büyüklüğü ve Likidite Düzeyi

Literatür incelendiğinde şirket büyüklüğünün likidite düzeyine etkisini belirlemeye yönelik farklı sektörlerde gerçekleştirilen araştırmaların olduğu saptanmıştır. Araştırmalarda şirket büyüklüğü ölçütü olarak çoğunlukla aktif toplamının alındığı, ayrıca satış toplamı ve çalışan personel sayısının da büyüklük ölçütü olarak alındığı gözlemlenmiştir. Gerçekleştirilen araştırmalarda şirket büyüklüğünün likidite düzeyine etkisi hakkında birbirinin alternatifi sonuçlara ulaşıldığı belirlenmiştir. Araştırmaların bir kısmında şirket büyüklüğünün likidite düzeyini azalttığı, diğer bir ifadeyle büyük şirketlerin küçük şirketlere göre daha düşük düzeyde nakit, stok ve alacak gibi dönen varlık yatırımlarına sahip oldukları saptanmıştır (Abadi ve Abadi, 2013; Audretsch ve Elston, 2002; Chow ve Fung, 2000; Ferreira ve Vilela, 2004; Harris ve Raviv, 1990; Moss ve Stine, 1993; Opler ve diğ., 1999; Uyar, 2009). Buna karşın büyük şirketlerin, küçük şirketlere göre daha fazla nakit veya likidite düzeyine sahip olduğu yönünde bulgular elde eden araştırmalarda mevcuttur (Anjum ve Malik, 2013; Walker ve Petty,

1978). Bazı araştırmalarda ise şirket büyüklüğü ile likidite düzeyi arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır (Davidson ve Dutia, 1991; Osteryoung ve diğ., 1992).

Konaklama şirketlerine yönelik literatür incelendiğinde doğrudan şirket büyüklüğü ile çalışma sermayesi düzeyi arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaların kısıtlı olduğu saptanmıştır. Konaklama şirketlerinin çalışma sermayesi düzeyini etkileyen değişkenleri belirlemeye yönelik gerçekleştirilen araştırmalarda büyüklük ölçütünün daha çok kontrol değişkeni olarak alındığı gözlemlenmiştir. Upneja ve diğ., (2000), kumarhane otellerinde aktif toplamı itibarıyla büyük ve küçük olarak ayrılanların finansal karakteristiklerini inceledikleri araştırmada, küçük şirketlerin büyük olanlara göre daha yüksek likiditeye sahip oldukları ve cari oran açısından her iki grup arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olduğunu saptamışlardır.

3. Yöntem

Bu araştırmanın temel amacı; Borsa İstanbul'da pay senetleri işlem gören konaklama şirketleri içinde aktif toplamı bağlamında büyük ve küçük şirketler arasında likidite, finansal yapı, faaliyet, karlılık ve piyasa performansı açısından farklılıkların olup olmadığını tespit edilmesidir. Bu doğrultuda araştırmanın örneklemini; Borsa İstanbul'da pay senetleri işlem gören ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) bulunan Lokanta ve Oteller alt sektöründe yer alan 12 adet şirketten 11'i oluşturmaktadır. Şirketler arasında yer alan Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş., yiyecek-içecek (lokanta) alt sektöründe hizmet verdiği için çalışma kapsamına dahil edilmemiştir. Tablo 1'de analize dahil edilen konaklama şirketlerinin isimleri verilmektedir

Tablo 1: Analiz Kapsamındaki Konaklama Şirketleri

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

Analiz kapsamındaki konaklama şirketlerinin hesaplamalarda kullanılan finansal verilerine Thomson Reuters Datastream veri tabanından ve Kamuyu Aydınlatma Platformu internet adresinden (www.kap.org.tr) ulaşılmıştır. Turizm sektörünün mevsimsellik özelliği nedeniyle özellikle yüksek sezon olan Temmuz-Ağustos-Eylül aylarına ait aktif büyüklükleri ile düşük sezon olan Ocak-Şubat-Mart aylarındaki aktif büyüklükleri ve finansal performansları çok farklı olabilmektedir. Bu bağlamda 1. ve 3. çeyrek verileri ile 2. ve 4. çeyrek verileri birbirinden büyük sapmalar gösterebilmektedir. Bu nedenle finansal verilerde mevsimsellik etkisini ortadan kaldırmak için analiz sürecinde şirketlerin 2012-2019 yıllarına ait finansal durum tablolarından aktif toplamları çeyrek dönemlik yerine yıllık olarak alınmıştır. Bu bağlamda 11 şirket ve 8 yıl üzerinden toplam 88 şirket/yıl gözlemi gerçekleştirilmiştir. Daha sonra aktif toplamlarının üzerinde enflasyonun etkisini arındırmak için genel fiyat düzeyi

muhasebesi modeli uygulanmış ve analiz sürecinde şirketlerin aktif toplamalarının tamamı 2019 yılına göre hesaplanmıştır. Bu hesaplama sürecinde uygulanan genel fiyat düzeyi muhasebesi modelinde finansal tabloların ait olduğu tarihe ilişkin ve Türkiye İstatistik Kurumu tarafından yayımlanan (https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1076) üretici fiyat endeks değerleri, düzeltmeye esas alınan tarihe ait üretici fiyat endeks değerlerine bölünerek bir düzeltme katsayı hesaplanmaktadır (Karaisaoğlu ve Erdemir, 2005). Bu araştırmada hesaplanan düzeltme katsayıları şirketlerin aktif toplamalarıyla çarpılarak enflasyon düzeltmesi gerçekleştirilmiştir. Analiz sürecinde 2012-2019 yıllarına ait üretici fiyat endeksleri (ÜFE) ve bu endeksler üzerinden hesaplanan düzeltme katsayıları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 2: Enflasyon Düzeltmesinde Kullanılan ÜFE Endeksleri ve Hesaplanan Düzeltme Katsayıları

Yıllar	ÜFE Endeksleri	Düzeltilme Katsayıları
2012	15033,81	2,190567
2013	16081,9	2,047803
2014	17104,52	1,925372
2015	18081,44	1,821347
2016	19878,63	1,656682
2017	22953,01	1,434782
2018	30674,12	1,073627
2019	32932,57	1

Düzeltilme katsayıları kullanılarak analiz kapsamındaki şirketlerin 88 adet aktif toplamalarının enflasyon düzeltmesi gerçekleştirilerek yeni değerleri hesaplandıktan sonra şirketlerin aktif büyüklüğü ölçütüne göre büyük ve küçük şirket olarak sınıflama sürecine geçilmiştir. Konuyla ilgili literatür incelendiğinde araştırmalarda aktif büyüklüğü, satış büyüklüğü, personel sayısı, piyasa değeri gibi farklı ölçütlerin kullanılarak şirketlerin büyüklüklerinin belirlendiği saptanmıştır. Bu araştırmada konaklama şirketleri açısından daha az dalgalanma gösteren bir ölçüt olması ve bu şirketlerin yatırım bağlamında sermaye yoğun olmaları nedeniyle aktif büyüklüğü ölçütü kullanılmıştır. Aktif büyüklüğü ölçütüne göre nasıl bir sınıflandırma yapılması gerektiğine yönelik literatür incelendiğinde bir araştırmada aktif toplamalarının aritmetik ortalama değerlerinin kullanıldığı (Moss ve Stine, 1989), bir araştırmada belirlenen bir aktif toplamı rakamının kullanıldığı (Walker ve Petty, 1978), yine bir araştırmada ise aktif toplamalarının ortanca değerinin kullanılarak sınıflama gerçekleştirildiği saptanmıştır (Upneja ve diğ., 2000). Analiz sürecinde hangi değere göre sınıflandırmanın yapılacağına karar vermek için analiz kapsamındaki şirketlerin düzeltilmiş aktif toplamalarının histogram grafiği oluşturulmuştur. Elde edilen histogram grafiğine göre verilerde uç değerlerin olduğu ve histogram grafiğinin çarpık olduğu görülmüştür. Aktif toplamaları içinde aşırı uç değerlerinin bulunması nedeniyle aritmetik ortalama değerinin alınmasının uygun olmayacağı belirlenmiştir. Bu bağlamda ortanca (medyan) değeri, uç değerlere karşı hassas olmadığı için analiz kapsamındaki şirketlerin büyük ve küçük olarak ayrıştırılmasında istatistiksel ölçüt olarak alınmıştır. Ortanca, sıralanmış bir seride tam ortaya denk gelen ve seriyi iki eşit parçaya bölen değerdir (Kalaycı, 2010).

Gerçekleştirilen hesaplama sonucunda analiz kapsamındaki 88 adet aktif toplamının ortalama değeri 106.513.267 TL olarak hesaplanmış ve bu değer altında aktif toplamına sahip olanlar küçük şirket, üstünde olanlar ise büyük şirket olarak gruplandırılmıştır. Bu bağlamda 44 adet küçük şirket, 44 adet ise büyük şirket saptanmıştır. Daha sonra aktif toplamı bağlamında küçük ve büyük şirketlerin likidite, finansal yapı, faaliyet, karlılık ve piyasa performansını ölçen 11 adet finansal oran ayrı ayrı hesaplanmıştır. Söz konusu finansal oranlar, hesaplanma şekilleri ve hesaplanma amaçları Tablo 3'de sunulmaktadır.

Tablo 3'de sunulan 11 adet finansal oran, büyük ve küçük konaklama şirketleri açısından hesaplandıktan sonra bu iki grup arasında finansal oranlar bağlamında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı saptanmaya çalışılmıştır. Farklılık testinin gerçekleştirilmesinde normal dağılım varsayımı altında parametrik testlerden iki grubun ortalamalarının karşılaştırıldığı t-testinin uygulanması gerekir. Ancak verilerin öncelikle normal dağılıp dağılmadığının belirlenmesi önem arz etmektedir. Normal dağılım (parametrik) hipotez testlerinin gerçekleştirilebilmesi için üç temel varsayımın tamamının karşılanması gerekmektedir. Söz konusu varsayımlar aşağıda sıralanmıştır (Kalaycı, 2014:73);

- Veriler aralıklı ya da oransal olmalıdır.
- Veriler normal dağılıma uymalıdır (basıklık ve çarpıklık değerleri -1 ve +1 arasında olmalıdır).
- Grup varyansları eşit olmalıdır.

Tablo 3: Analizde Hesaplanan Finansal Oranlar

Oran Grubu	Finansal Oran Adı	Hesaplanma Şekli	Hesaplanma Amacı
Likidite	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Şirketin dönen varlıklarıyla kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek.
	Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Şirketin satışlarının durması durumunda kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek.
	Nakit Oran	(Hazır Değerler + Serbest Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	Şirketin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumunda kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek.
Finansal Yapı	Kaldıraç Oranı	Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı	Şirketin varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ve bu bağlamda finansal riskini ölçmek.
Faaliyet	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ticari Alacaklar	Şirketin alacaklarını yılda kaç defa tahsil ettiğini ölçmek.
	Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Stok Miktarı	Şirketin stoklarını yılda kaç defa satışa dönüştürdüğünü ölçmek.
	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Aktif Toplamı	Şirketin aktiflerini yılda kaç defa satışa dönüştürdüğünü ölçmek.

Tablo 3'ün Devamı

Karlılık	Aktif Karlılık Oranı	Net Kar / Aktif Toplamı	Şirketin, aktiflerini ne ölçüde karlı kullandığını ölçmek.
	Öz Sermaye Karlılık Oranı	Net Kar / Öz Sermaye Toplamı	Ortakların şirkete koydukları sermayenin bir birimine isabet eden net kar oranını ölçmek.
	Net Kar Marjı	Net Kar / Net Satışlar	Şirketin net satışları üzerinden sağladığı net karın yüzdesini ölçmek.
Piyasa	Piyasa Değeri / Defter Değeri	Pay Senetlerinin Piyasa Değeri / Öz Sermayenin Defter Değeri	Şirketin 1 TL'lik öz sermaye defter değerine karşılık borsada kaç katı değerlendirildiğini ölçmek.

Kaynak:(Akgüç, 2013; Andrew ve Schmidgall, 1993; Bakır ve Şahin, 2009; Şamiloğlu ve Akgün, 2015; Toroslu ve Durmuş, 2016).

Yukarıda ifade edilen parametrik hipotez testi varsayımlarından en 1 tanesi ihlal edilmiş ise bağımsız iki grup arasındaki farklılık analizinde kullanılan t-testinin parametrik olmayan alternatifi olan Mann Whitney U testinin uygulanması gerekmektedir. Araştırmada öncelikle verilerin normal dağılıp dağılmadığını anlamak amacıyla öncelikle verilerin basıklık ve çarpıklık istatistiğine bakılmış ve analizde kullanılan verilerin tamamının basıklık (kurtosis) ve çarpıklık (skewness) değerlerinin kabul edilebilir aralık olan -1 ile +1 aralığında olmadığı gözlemlenmiştir.

Verilerin normal dağılıp dağılmadığını anlamak amacıyla büyük gruplar için Kolmogorov-Smirnov, küçük gruplar için ise Shapiro-Wilk normallik testleri gerçekleştirilmektedir. Bu araştırmada küçük gruplar için önerilen Shapiro-Wilk normallik testi uygulanmış ve test sonucunda veri dağılımının normal olmadığı ($p < 0,05$) saptanmıştır. Bu test sonucunda da normal dağılım göstermediği anlaşılan veriler, t-testinin parametrik olmayan alternatifi olan Mann-Whitney U testine tabi tutulmuştur. Mann-Whitney U testi, normal dağılım özelliği göstermeyen bir dağılımda iki bağımsız grup ortalamalarını karşılaştırmak amacıyla kullanılan parametrik olmayan bir yöntemdir (Kalaycı, 2014). Bu test, sürekli değişkenlerin iki grup içerisinde değerlerini sıralı hale dönüştürmektedir. Böylece, iki grup arasındaki sıralamanın farklı olup olmadığı değerlendirilmektedir. Değerler sıralı hale dönüştürüldüğü için, değerlerin asıl dağılımları önemli değildir (Akmeşe ve diğ., 2016; Karagöz, 2010). Verilerin analizinde istatistikî paket program kullanılmış ve anlamlılık düzeyi 0,01 ve 0,05 olarak kabul edilmiştir.

4. Bulgular

Araştırmanın bu bölümünde, öncelikle analiz kapsamında büyük ve küçük olarak gruplara ayrılan konaklama şirketlerinin 2012-2019 yılları arasında hesaplanan 11 adet finansal oranın özet istatistikleri Tablo 4'de sunulmaktadır. Likidite oranları grubu içinde olan cari oran, asit-test oranı ve nakit oran şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme düzeyi ile çalışma sermayesi yeterliliğini ölçmek amacıyla hesaplanmaktadır. Cari oranın 1,5-2 düzeyinde, asit-test oranının 1 seviyesinde, nakit oranın ise 0,20 seviyesinde olması istenmektedir. Tablo 4 incelendiğinde küçük konaklama şirketlerine ait likidite oranlarının ortalamasının hem standartlardan hem de büyük şirketlerin likidite oranları ortalamalarından oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu bağlamda küçük konaklama şirketlerinin, büyük olanlara göre likidite durumlarının daha iyi olduğu söylenebilir. Ancak küçük konaklama şirketlerinde yüksek oran ortalamaları âtil bir dönen varlığa sahip olduklarının da göstergesidir. Büyük şirketlerde ise cari oran ve asit-test oranı açısından likidite düzeyinin oldukça düşük olduğu söylenebilir. Nakit oranın ise standart değer üstünde olduğu görülmektedir.

Likidite oranlarının standart sapma değerleri incelendiğinde küçük konaklama şirketlerinde likidite performansının büyük şirketlere göre daha fazla dalgalanma gösterdiği söylenebilir.

Tablo 4: Küçük ve Büyük Şirketlerin Finansal Oranlarına Ait Özet İstatistikler

Finansal Oran	Küçük Şirketler				Büyük Şirketler			
	Minimum	Maksimum	Ortalama	St. Sap.	Minimum	Maksimum	Ortalama	St. Sap.
Cari Oran	0,32	17,55	3,45	3,16	0,11	4,96	0,97	0,99
Asit-Test Oran	0,23	17,54	2,86	2,99	0,11	4,95	0,95	0,99
Nakit Oran	0,00	17,38	1,76	3,16	0,00	2,55	0,26	0,54
Kaldıraç Oranı	0,02	0,87	0,31	0,25	0,08	0,95	0,43	0,27
Alacak Devir Hızı	0,00	847,38	67,64	176,29	0,78	201,06	20,94	36,98
Stok Devir Hızı	0,00	361,15	49,10	82,92	3,81	156,23	44,78	35,73
Aktif Devir Hızı	0,00	2,37	0,43	0,46	0,01	0,23	0,11	0,07
Aktif Karlılık Oranı	-0,26	0,45	0,07	0,16	-0,15	0,09	-0,02	0,06
Öz Sermaye Karlılık Oranı	-2,00	1,75	0,08	0,53	-2,06	0,19	-0,15	0,41
Net Kar Marjı	-10,53	10,76	0,09	2,56	-4,17	3,52	-0,18	1,41
Piyasa Değeri / Defter Değeri	0,00	7,07	1,97	1,56	0,11	1,88	0,75	0,47

Finansal yapı oranları grubunda en önemli oran olarak kabul edilen kaldıraç oranı, şirketlerin finansal risk düzeyini ölçmek amacıyla hesaplanmaktadır. Kaldıraç oranının genel olarak %50 seviyesinde olması uygun görülmektedir. Tablo 4 incelendiğinde büyük ve küçük şirketlerin kaldıraç oran ortalamasının standardın altında olduğu ancak büyük şirketlerin borçlanma düzeyinin ortalama olarak küçük şirketlerin borçlanma düzeyinden yüksek olduğu görülmektedir. Bu bağlamda büyük şirketlerin aktiflerinin finansmanında daha fazla yabancı kaynak kullandıklarını ve finansal risk düzeyinin küçük şirketlere göre daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Kaldıraç oranlarının küçük ve büyük şirketler açısından standart sapma değerleri incelendiğinde birbirlerine yakın değerleri aldığı görülmektedir.

Faaliyet oranları, şirketlerin aktiflerinin kullanımında verimlilik düzeylerini ölçmek amacıyla hesaplanan oranlardır. Faaliyet oran grubu içerisinde yer alan stok devir hızı stok yönetiminin, alacak devir hızı alacak yönetiminin, aktif devir hızı ise varlık yönetiminin verimliliğini göstermektedir. Bu oranların kabul edilebilir bir standardı bulunmamakla birlikte oranların yüksek olması istenir. Tablo 4 incelendiğinde, küçük konaklama şirketlerine ait stok, alacak ve aktif devir hızı oran ortalamalarının büyük şirketlere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu bağlamda küçük şirketlerin stok, alacak ve aktif yönetimlerinin daha verimli olduğu söylenebilir. Söz konusu oranların standart sapma değerleri incelendiğinde alacak ve stok devir hızı oranlarının standart sapma değerlerinin hem küçük hem de büyük şirketlerde yüksek gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Bu nedenle küçük konaklama şirketlerinde daha fazla olmakla birlikte büyük şirketlerde de stok ve alacak yönetim verimliliğinin dalgalanma gösterdiği, buna karşın aktif yönetiminin her iki gruptaki şirketler açısından daha durağan bir performans sürecini gösterdiği söylenebilir.

Karlılık oranları grubu içinde yer alan net kar marjı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı oranları; şirketlerin satışları, varlıkları ve öz kaynakları üzerinden etkinliklerini ölçmek amacıyla hesaplanmaktadır. Bu oranların da faaliyet oranları gibi kabul

edilebilir bir standardı bulunmamakla birlikte yüksek olması istenir. Tablo 4 incelendiğinde küçük konaklama şirketlerine ait karlılık oranlarının ortalamasının büyük şirketlerin karlılık oranlarının ortalamalarından yüksek olduğu görülmektedir. Büyük şirketlerin karlılık oranlarının maksimum değerlerinin bile küçük şirketlerin maksimum değerlerinden düşük olması ve büyük şirketlerin karlılık oranlarının ortalamalarının negatif gerçekleşmesi bu şirketlerin karlılık performansının çok kötü olduğunu göstermektedir. Karlılık oranlarının standart sapma değerleri incelendiğinde her iki grupta da aktif ve öz sermaye karlılık oranlarının net kar marjına göre daha düşük olduğu görülmektedir.

Şirketlerin borsa performansını ölçmek amacıyla kullanılan piyasa değeri / defter değeri oranı piyasadaki yatırımcılar tarafından yakın takip edilen bir orandır. Söz konusu oran, şirketin borsada işlem gören pay senetlerinin piyasa değerinin, defter değerinin üzerinde mi yoksa altında mı değerlendirildiğini göstermektedir. Oranın 1'den yüksek çıkması şirketin pay senetlerinin piyasadaki defter değerinden daha yüksek olarak yatırımcılar tarafından değerlendirildiğini, 1'den küçük olması ise şirketin pay senetlerinin piyasadaki defter değerinden daha düşük olarak yatırımcılar tarafından değerlendirildiğini göstermektedir. Tablo 4 incelendiğinde küçük konaklama şirketlerine ait piyasa değeri / defter değeri oranı ortalamasının, büyük şirketlerin ortalamasından daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca küçük şirketlerin ortalamasının 1 değerinden yüksek olması, ortalama olarak küçük şirketlerin pay senetlerinin borsada, defter değerinden daha yüksek değerlendirildiğini göstermektedir. Buna karşın büyük şirketlerin ortalamasının 1'den düşük olması, ortalama olarak büyük şirketlerin borsada işlem gören pay senetlerinin defter değerine göre düşük değerlendirildiğini göstermektedir. Piyasa değeri / defter değeri oranının her iki grup açısından standart sapma değerleri incelendiğinde küçük şirketlerin söz konusu oran bağlamındaki performansının daha dalgalı olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 5'te ise 2012-2019 yılları arasında küçük ve büyük konaklama şirketleri arasında likidite, finansal yapı, faaliyet, karlılık ve piyasa performansını ölçmek amacıyla hesaplanan 11 adet finansal oran bağlamında farklılık olup olmadığına dair gerçekleştirilen Mann-Whitney U testine ait sonuçlar yer almaktadır. Tablo 5 incelendiğinde aktif toplamalarının ortanca değerine göre büyük ve küçük konaklama şirketleri arasında; cari oran, asit-test oranı, nakit oran, kaldıraç oranı, aktif devir hızı, aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, net kar marjı ve piyasa değeri / defter değeri oranları 0,01 anlamlılık düzeyinde, alacak devir hızı ve stok devir hızı oranları bağlamında ise 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu görülmektedir.

Tablo 5: Küçük ve Büyük Konaklama Şirketlerinin Finansal Oranları Arasındaki Farklılık Analizi Sonuçları

Finansal Oranlar	Küçük Şirket Ortalaması	Büyük Şirket Ortalaması	Ortalama Arasındaki Mutlak Fark	Mann-Whitney U Değeri	Z Değeri	p Değeri
Cari Oran	3,45	0,97	2,48	328	-5,33	0,000*
Asit-Test Oranı	2,86	0,95	1,91	440	-4,40	0,000*
Nakit Oran	1,76	0,26	1,50	639	-2,74	0,006*
Kaldıraç Oranı	0,31	0,43	0,12	658	2,58	0,009*
Alacak Devir Hızı	67,64	20,94	46,70	669	-1,37	0,043**
Stok Devir Hızı	49,10	44,78	4,32	439	2,18	0,029**

Tablo 5'in devamı

Aktif Devir Hızı	0,43	0,11	0,32	534	-3,62	0,000*
Aktif Karlılığı	0,07	-0,02	0,09	544,5	-3,53	0,000*
Öz Sermaye Karlılığı	0,08	-0,15	0,23	472	-3,78	0,000*
Net Kar Marjı	0,09	-0,18	0,27	551,5	-2,79	0,005*
PD/DD Oranı	1,97	0,75	1,22	401	-4,41	0,000*

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

5. Sonuç

Finans teorisinde en uygun şirket büyüklüğü hem yatırım hem de finansman kararları açısından son derece önemli bir kavram olarak tartışılmaktadır. Şirketlerin yatırım aşamasında gereğinden küçük veya gereğinden fazla büyüklükte kurulmasının sürdürülebilir finansman ve karlılık yönetimi açısından sorunlar yaratabildiği kabul edilmektedir. Özellikle talep yapısının esnek buna karşın arzın inelastik bir özellik gösterdiği turizm sektöründe, aktif toplamı yüksek olan konaklama şirketleri açısından en uygun büyüklük ve büyüme düzeylerinin belirlenmesi büyük önem arz etmektedir.

Bu araştırmada pay senetleri Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören konaklama şirketleri içinde aktif toplamı bağlamında büyük ve küçük şirketler arasındaki finansal performans farklılıkları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda konaklama şirketlerinin 2012-2019 yıllarına ait finansal durum tablolarından aktif toplamı yıllık olarak alınmıştır. Söz konusu aktif toplamı öncelikle enflasyona göre düzeltilmiş ve daha sonra aktif toplamının ortanca değeri hesaplanmış ve bu değer altında aktif toplamına sahip olan 44 şirket küçük, üstünde olan 44 adet şirket ise büyük şirket olarak gruplandırılmıştır. Daha sonra bu iki gruptaki şirketlerin likidite, faaliyet, finansal yapı, karlılık ve piyasa performansını ölçen 11 adet finansal oran hesaplanmış ve bu oran ortalamalarının her iki grup açısından istatistiki olarak anlamlı bir farklılığa sahip olup olmadığı analiz edilmeye çalışılmıştır.

Analiz sonucunda büyük ve küçük konaklama şirketlerinin likidite performansını belirleyebilmek için her iki gruptaki şirketlerin cari, asit-test ve nakit oranları hesaplanarak ortalamaları belirlenmiştir. Gerçekleştirilen hesaplama neticesinde küçük konaklama şirketlerine ait likidite oran ortalamalarının, büyük olanlara göre daha yüksek gerçekleştiği ve her iki grubun ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu daha önce literatürde gerçekleştirilen birçok araştırma ile paralellik göstermektedir (Abadi ve Abadi, 2013; Audretsch ve Elston, 2002; Chow ve Fung, 2000; Ferreira ve Vilela, 2004; Harris ve Raviv, 1990; Moss ve Stine, 1993; Opler ve diğ., 1999; Uyar, 2009). Likidite oranları, şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama gücünü ve çalışma sermayesi yeterliliğini ölçmek amacıyla hesaplanmaktadır. Finans teorisinde, büyük ve küçük şirketler arasında likidite açısından farklılık olup olmadığıyla ilgili tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bir yaklaşıma göre büyük şirketler, büyüklüklerinin avantajlarından dolayı küçük şirketlere göre daha fazla likidite gücüne sahip olabilmektedirler. Diğer bir yaklaşımda ise büyük şirketlerin daha fazla nakit akışı yaratabilme gücü olduğu için küçük şirketlere göre daha düşük düzeyde dönen varlığa sahip olduklarını ve bu bağlamda likidite düzeylerinin daha düşük düzeyde gerçekleştiği savunulmaktadır (Upneja ve diğ., 2000; Walker ve Petty, 1978). Bu bağlamda Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketleri içinde büyük olanların, küçük olanlara göre daha büyük düzeyde satış gerçekleştirebildiği ve esas faaliyetlerinden daha yüksek nakit girişi

yaratabildikleri için vadesi gelen yükümlülüklerini karşılamak için daha düşük düzeyde dönen varlık bulundurduğunu söylemek mümkündür. Bununla birlikte küçük konaklama şirketlerinin, büyük olanlara göre likidite oran ortalamalarının çok yüksek seviyede olduğu ve likidite risklerini bu bağlamda azaltmaya çalıştıkları saptanmıştır. Ancak büyük konaklama şirketlerindeki likidite düzeyinin düşük olması, likidite riskini artırabilir ve satışların hızla düşmesi durumunda nakit akışı yaratılamayacağı için likidite riski açısından sorunlar yaratabilir. Küçük şirketler açısından ise çok yüksek seviyede likidite oranlarının olması likidite riskini düşürse de gereğinden fazla bir dönen varlığa yatırım yapılması bu şirketlerin atıl fon tutma maliyetlerini arttırabilir. Bu hususların dikkate alınması gerekmektedir.

Araştırmada finansal yapı durumunu ve finansal risk düzeyini her iki grup açısından belirleyebilmek için kaldıraç oranı hesaplanmış ve bu oran açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde büyük konaklama şirketlerine ait kaldıraç oran ortalamalarının, küçük olanlara göre daha yüksek gerçekleştiği ve her iki grubun ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu daha önce literatürde gerçekleştirilen (Barclay ve Smith 1996; Gonzales ve Gonzales, 2011; Hol ve Wijst, 2008; Huang, 2006; Kurshev ve Strebulaev, 2015; Matias ve diğ., 2018; Rajan ve Zingales, 1995; Upneja ve diğ., 2000; Zou ve Xiao, 2006) araştırmaları ile paralellik göstermektedir. Kaldıraç oranı, şirketlerin sermaye yapıları içerisinde yabancı kaynak kullanım düzeyini ve yabancı kaynak geri ödeme gücünü ölçmek amacıyla hesaplanmaktadır. Finans teorisinde, büyük ve küçük şirketler arasında yabancı kaynak kullanımı açısından önemli bir farklılık olduğu ve büyük şirketlerin hem sermaye piyasalarına daha kolay entegre olmaları nedeniyle hem de aktif büyüklüklerini teminat göstererek daha fazla yabancı kaynağa ulaşabildikleri kabul edilmektedir (Upneja ve diğ., 2000). Bu bağlamda Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketleri içinde büyük olanların, küçük olanlara göre daha fazla aktife sahip olması nedeniyle, sahip oldukları aktifleri teminat göstererek daha fazla yabancı kaynak kullandıklarını söylemek mümkündür.

Araştırmada incelenen diğer bir husus, büyük ve küçük konaklama şirketleri arasında varlıkların ne derece etkin kullanıldıklarını ölçen faaliyet (etkinlik) oranları açısından bir farklılık olup olmadığıdır. Bu kapsamda büyük ve küçük konaklama şirketlerinin faaliyet performansını belirleyebilmek için her iki gruptaki şirketlerin alacak, stok ve aktif devir hızı oranları hesaplanarak ortalamaları belirlenmiştir. Gerçekleştirilen hesaplama neticesinde küçük konaklama şirketlerine ait etkinlik oran ortalamalarının, büyük olanlara göre daha yüksek gerçekleştiği saptanmıştır. Bununla beraber küçük konaklama şirketleri ile büyük konaklama şirketleri arasında alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif devir hızı bağlamında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık saptanmıştır. Bu bağlamda küçük konaklama şirketlerinin alacak, stok ve aktif yönetiminde büyük konaklama şirketlerine göre daha başarılı olduklarını söylemek mümkündür. Finans teorisinde genel olarak küçük şirketlerin alacak, stok ve aktiflerini büyük şirketlere göre daha etkin kullandıkları ifade edilmektedir (Upneja ve diğ., 2000). Literatürde alacak ve stok devir hızı oranları bağlamında büyük ve küçük şirketler arasındaki farklılığı inceleyen bir araştırmaya rastlanılmamıştır. Aktif devir hızı oranı açısından ise bu araştırmada ulaşılan sonuç Upneja ve diğ., (2000) araştırmasının sonucuyla paralellik göstermektedir.

Araştırmada büyük ve küçük konaklama şirketleri arasında karlılık oranları açısından bir farklılık olup olmadığı da incelenmiştir. Bu kapsamda büyük ve küçük konaklama şirketlerinin karlılık performansını belirleyebilmek için her iki gruptaki şirketlerin aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve net kar marjı oranları hesaplanarak

ortalamaları belirlenmiştir. Gerçekleştirilen hesaplamalar neticesinde küçük konaklama şirketlerinin karlılık oran ortalamalarının büyük konaklama şirketlerine göre daha yüksek olduğu ve her iki grup arasında karlılık oranları bağlamında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunduğu saptanmıştır. Karlılık oranları şirketlerin genel olarak kullandıkları aktif ve öz sermayeleri ile gerçekleştirdikleri satışlar üzerinden elde ettikleri karlılığı ölçmektedir. Finans teorisinde şirket büyüklüğünün karlılığı nasıl etkilediğine yönelik tam bir görüş birliği sağlanamamıştır. Büyüklüğün eğer şirket tarafından ölçek ekonomisi bağlamında etkin kullanılırsa karlılığı olumlu etkileyeceği ancak ölçek ekonomisinden yararlanılamazsa üretim, işgücü ve finansman maliyetlerinin karlılığı olumsuz etkileyebileceği ifade edilmektedir. Bu çalışmada da konaklama şirketlerinde aktif toplamı bağlamında büyük olanların daha düşük karlılığa hatta ortalama da negatif karlılığa sahip olduğu saptanmıştır. Bu bağlamda Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketleri içinde büyük olanların ölçek ekonomisinden yararlanmadığını, operasyonel ve finansman maliyetleri açısından sorunlar yaşadıkları söylenebilir. Elde edilen bu sonuç literatürde daha önce gerçekleştirilen (Aissa ve Goaid, 2016; Banchuenvijit, 2012; Becker-Bleise ve diğ., 2010; Goddard ve diğ., 2005; Hendricks ve Singhal, 2001; Sami ve Mohamed, 2014; Schneider, 1991; Schneider ve Lenzelbauer, 1993; Withiam, 2000) araştırmalarıyla paralellik göstermektedir.

Araştırmada son olarak büyük ve küçük konaklama şirketleri arasında piyasa (borsa) performansını gösteren piyasa değeri / defter değeri oranı açısından bir farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde küçük şirketlerin piyasa değeri / defter değeri oran ortalamasının, büyük şirketlere göre daha yüksek olduğu ve her iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu saptanmıştır. Piyasa değeri / defter değeri oranı şirketlerin menkul kıymet borsalarında işlem gören pay senetlerine yatırımcılar tarafından, şirketin pay senetlerinin muhasebe kayıtlarına dayanan değerine kıyasla ne kadar ödemeye razı olduğunu gösteren bir orandır. Bu oranın yüksek olması yatırımcılar tarafından şirketin daha başarılı yönetildiği ve gelecekte finansal performansına bağlı olarak daha yüksek bir piyasa değerine ulaşacağı beklentisiyle daha yüksek bir fiyat ödemeye istekli olduklarını göstermektedir. Bu bağlamda araştırma kapsamındaki konaklama şirketleri içinde küçük olanların likidite, etkinlik, karlılık bağlamındaki performansının daha iyi olmasının da bu sonucun oluşmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde şirket büyüklüğü ile finansal kararlar ve finansal performans arasındaki ilişkilerin daha çok incelendiği saptanmıştır. Turizm sektörüne yönelik literatür incelendiğinde ise konaklama şirketlerine yönelik olarak dünya genelinde büyük ve küçük şirketler arasındaki finansal performans farklılıklarını inceleyen bir araştırmaya rastlanılırken, Türkiye'de doğrudan büyük ve küçük konaklama şirketleri arasında finansal performans farklılıklarını belirlemeye çalışan bir araştırmaya tarafımızca ulaşılamamıştır. Bu açıdan araştırmanın turizm sektörünün önemli aktörlerinden olan konaklama şirketlerine yönelik literatüre katkı sağlaması bağlamında önem arz ettiği söylenebilir. Araştırmadan elde edilen sonuçların BIST konaklama şirketlerinin aktif toplamlarındaki farklılıklar ile şirketlerin likidite, finansal yapı, faaliyet, karlılık ve piyasa performans düzeyleri arasındaki ilişkileri görmelerine yardımcı olacağı ümit edilmektedir. Bununla beraber araştırma bulgularının konaklama şirketlerinin yöneticilerine, ortaklarına ve kurumsal ile bireysel yatırımcılara katkı sağlaması bağlamında önemli olacağı düşünülmektedir. Araştırma sonuçları değerlendirilirken analiz kapsamının BIST Lokanta ve Oteller alt sektöründe pay senetleri işlem gören konaklama şirketlerinin 2012-2019 yılları arasındaki yıllık verileri ile sınırlı olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Gelecek araştırmalarda turizm sektörünü oluşturan diğer şirketlerle uluslararası karşılaştırmalı olarak şirket büyüklüğü

ile finansal kararlar ve finansal performans arasındaki ilişkinin daha uzun dönemli olarak incelenmesinin literatüre katkı sağlayacağı tarafımızca düşünülmektedir.

7. Kaynakça

- Abbadi, S. M. ve Abbadi, R. T. (2013), "The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations", *International Journal of Economics and Finance*, 5 (1), ss. 65-75.
- Aissa, S. B. ve Goaiad, M. (2016), "Determinants of Tunisian Hotel Profitability: The Role of Managerial Efficiency", *Tourism Management*, 52, ss. 478-487.
- Akgüç, Ö. (2013), *Mali Tablolar Analizi*, Genişletilmiş 15. Baskı, İstanbul: Arayış Yayınevi.
- Akmese, H., Aras, S. ve Akmeşe, K. (2016), "Financial Performance and Social Media: A Research on Tourism Enterprises Quoted in Istanbul Stock Exchange (BIST)", *Procedia Economics and Finance*, ss.39, 705-710.
- Andrew, W.P. ve Schmidgall, R.S. (1993), *Financial Management for the Hospitality Industry*, USA: AH&MA.
- Anjum, S. ve Malik, Q.A. (2013), "Determinants of Corporate Liquidity-An Analysis of Cash Holdings", *Journal of Business and Management*, 7 (2), ss. 94-100.
- Audretsch, D. B. ve Elston, J. A. (2002), "Does Firm Size Matter? Evidence on the Impact of Liquidity Constraints on Firm Investment Behavior in Germany", *International Journal of Industrial Organization*, 20 (1), ss. 1-17.
- Bakır, H. ve Şahin, C. (2009), *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Banchuenvijit, W. (2012), "Determinants of Firm Performance of Vietnam Listed Companies", *Academic and Business Research Institute*. <http://aabri.com/SA12Manuscripts/SA12078.pdf> (10.08.2020).
- Barclay, M. J. ve Smith, C.W. (1996), "On Financial Architecture: Leverage, Maturity and Priority", *Journal of Applied Corporate Finance*, 8 (4), ss. 4-17.
- Bayyurt, N. (2007), "İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler", *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, 53, ss. 577-592.
- Becker-Blease, J. R., Kaen, F. R., Etebari, A. ve Baumann, H. (2010), "Employees, Firm Size and Profitability in US Manufacturing Industries", *Investment Management and Financial Innovations*, 7 (2), ss.7-23.
- Bevan, A.A. ve Danbolt, J. (2002), "Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom – A Decompositional Analysis", *Applied Financial Economics*, 12 (3), ss. 159–170.
- Byoun, S. (2007), "Financial Flexibility, Firm Size, and Capital Structure", *Hankamer School of Business Research Paper*, <https://www.baylor.edu/business/finance/doc.php/230999.pdf> (12.07.2020).
- Chow, C. K. W. ve Fung, M. K. Y. (2000), "Small Businesses and Liquidity Constraints in Financing Business Investment: Evidence from Shanghai's Manufacturing Sector", *Journal of Business Venturing*, 15 (4), ss. 363-383.
- Claver-Cortés, E., Molina-Azorín, J.F. ve Pereira-Moliner, J. (2007), "The Impact of Strategic Behaviours on Hotel Performance", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19 (1), ss. 6-20.
- Cooley, T.F. ve Quandrini, V. (2001), "Financial Markets and Firm Dynamics", *The American Economic Review*, 91 (5), ss. 286-310.
- Davidson III, W. N. ve Dutia, D. (1991), "Debt, Liquidity, and Profitability Problems in Small Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16 (1), ss. 53-64.

Dimitrić, M., Tomas Žiković, I. ve Arbula Blečić, A. (2019), "Profitability Determinants of Hotel Companies in Selected Mediterranean Countries", *Economic Research-Ekonomska istraživanja*, 32 (1), ss. 1977-1993.

Doğan, M. (2013), "Does Firm Size Affect the Firm Profitability? Evidence from Turkey", *Research Journal of Finance and Accounting*, 4 (4), ss. 53-59.

EbelEzeoha, A. (2008), "Firm Size and Corporate Financial-Leverage Choice in a Developing Economy: Evidence from Nigeria", *Journal of Risk Finance*, 9 (4), ss. 351-364.

Faulkender, M. ve Petersen, M.A. (2006), "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?", *The Review of Financial Studies*, 19 (1), ss. 45-79.

Ferreira, M. ve Vilela, A. (2004), "Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, 10 (2), ss. 295-319.

Fiegenbaum, A. ve Karnani, A. (1991), "Output Flexibility— A Competitive Advantage for Small Firms", *Strategic Management Journal*, 12 (2), ss.101-114.

Fieldsend, S., Longford, N. ve Mc Leay, S. (1987), "Industry Effects and the Proportionality Assumption in Ratio Analysis. A Variance Component Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, 14 (4), ss. 497-517.

Goddard, J., Tavakoli, M. ve Wilson, J.O.S. (2005), "Determinants of Profitability in European Manufacturing and Services: Evidence from Dynamic Panel Model", *Applied Financial Economics*, 15 (18), ss. 1269-1282.

González, V.M. ve González, F. (2011), "Firm Size and Capital Structure: Evidence Using Dynamic Panel Data", *Applied Economics*, 44 (36), ss. 4745-4754.

Hall, M. ve Weiss, L. (1967), "Firm Size and Profitability", *The Review of Economics and Statistics*, 49 (3), ss. 319 –331.

Hardwick, P. (1997), "Measuring Cost Inefficiency in the UK Life Insurance Industry", *Applied Financial Economics*, 7, ss. 37–44.

Harris, M. ve Raviv, A. (1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, 45, ss. 321-49.

Hendricks, K.B. ve Singhal, V.R. (2001), "Firm Characteristics, Total Quality Management and Financial Performance", *Journal of Operations Management*, 19 (3), ss. 269-285.

Hol S. ve Wijst, N.V. (2008), "The Financial Structure of Non Listed Firms", *Applied Financial Economics*, 18 (7), ss. 559-568.

Huang, G. (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". *China Economic Review*, 17(1), ss. 14-36.

Isik, O., Unal, E. A. ve Unal, Y. (2017), "The Effect of Firm Size on Profitability: Evidence from Turkish Manufacturing Sector", *Journal of Business Economics and Finance*, 6 (4), ss. 301-308.

Israeli, A.A. (2002), "Star Rating and Corporate Affiliation: Their Influence on Room Price and Performance of Hotels in Israel", *International Journal of Hospitality Management*, 21 (4), ss. 405-424.

Jónsson, B. (2007), "Does the Size Matter? The Relationship Between Size and Profitability of Icelandic Firms", *Bifröst Journal of Social Sciences*, 1, ss. 43-55.

Kalaycı, Ş. (2010). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, 5.Baskı, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (2020), "Finansal Tablolar", www.kap.org.tr (22.03.2020).

Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2011), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi", *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22 (1), ss. 65-75.

Karadeniz, E., Kandır, S.Y., Balçılar, M. ve Önal, Y.B. (2009), "Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21 (5), ss. 594-609.

Karadeniz, E., Kandır, S.Y., Iskenderoglu, Ö. ve Önal, Y. B. (2011), "Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Turkish Lodging Companies", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1 (1), ss. 1-11.

Karagöz, Y. (2010), "Nonparametrik Tekniklerin Güç ve Etkinlikleri", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(33), ss. 18-40.

Karasioğlu, D., Erdemir, A. (2005), "Enflasyon Muhasebesi Uygulamalarında Temel İşlemler Üzerine Bir Çalışma", *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2005 (2), ss. 145-167.

Kurshev, A. ve Strebulaev, I. A. (2015), "Firm Size and Capital Structure", *Quarterly Journal of Finance*, 5 (3), ss. 1 - 46.

Majumdar, S.K. (1997), "The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India", *Review of Industrial Organization*, 12 (2), ss. 231-241.

Matias, F., Salsa, L. ve Afonso, C. (2018), "Capital Structure of Portuguese Hotel Firms: A Structural Equation Modelling Approach", *Tourism & Management Studies*, 14 (1), ss. 73-82.

Mazur, K. (2007), "The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies", *International Advances in Economic Research*, 13 (4), ss. 495-514.

Menicucci, E. (2018), "The Influence of Firm Characteristics on Profitability: Evidence from Italian Hospitality Industry", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 30 (8), ss. 2845-2868.

Moss, J. D. ve Stine, B. (1993), "Cash Conversion Cycle and Firm Size: A Study of Retail Firms", *Managerial Finance*, 19 (8), ss. 25-34.

Moss, J. D. ve Stine, B. (1989), "Liquidity Characteristics of Small and Large Manufacturing Firms", *Managerial Finance*, 15(6), ss. 14-19.

Myers, S.C. ve Majluf, N.S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, ss. 187-221.

Niresh, A. ve Thirunavukkarasu, V. (2014), "Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms in Sri Lanka", *International Journal of Business and Management*, 9 (4), ss.57-64.

Nunes, P.J.M., Serrasqueiro, Z.M. ve Sequeira, T.N. (2009), "Profitability in Portuguese Service Industries: A Panel Data Approach", *The Service Industries Journal*, 29 (5), ss. 693-707.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. ve Williamson, R. (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 52, ss. 3-46.

Osteryoung, J., Constand, R. L. ve Nast, D. (1992), "Financial Ratios in Large Public and Small Private Firms", *Journal of Small Business Management*, 30 (3), ss. 35-46.

Penrose, E. T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford: Basil Blackwell.

Pi, L. ve Timme, S. (1993), "Corporate Control and Bank Efficiency", *Journal of Banking and Finance*, 17, ss. 515-530.

Rajan, R. ve Zingales L. (1995), "What do We Know about the Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, 50, ss. 1421-1460.

Rodríguez, F.J.G. ve Cruz, Y.D.M.A. (2007), "Relation Between Social-Environmental Responsibility and Performance in Hotel Firms", *International Journal of Hospitality Management*, 26 (4), ss. 824-839.

Sami, B. A. ve Mohamed, G. (2014), "Determinants of Tourism Hotel Profitability in Tunisia", *Tourism and Hospitality Research*, 14 (4), ss. 163-175.

Schneider, F. (1991), "Efficiency and Profitability: An Inverse Relationship According to the Size of Austrian Firm?", *Small Business Economics*, 3(4), ss. 287-296.

Schneider, F. ve Lenzenbauer, W. (1993), "An Inverse Relationship Between Efficiency and Profitability According to size of (Upper) Austrian Firms? Some Further Tentative Results", *Small Business Economics*, 5(1), ss. 1-22.

Serrasqueiro, Z. S. ve Nunes, P. M. (2008) "Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs", *Small Business Economics*, 31 (2), ss.195-217.

Shepherd, W.G. (1972), "The Elements of Market Structure", *The Review of Economics and Statistics*, 54 (1), ss. 25-37.

Sritharan, V. (2015), "Does Firm Size Influence on Firm's Profitability? Evidence from Listed Firms of Sri Lankan Hotels and Travels Sector", *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (6), ss. 201-207.

Şamiloğlu, F. ve Akgün, A.İ. (2015), *Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Finansal Tablolar Analizi*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Tang, C. H ve Jang, S. S. (2007), "Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison Between Lodging Firms and Software Firms", *International Journal of Hospitality Management*, 26 (1), ss. 175-187.

Türkiye İstatistik Kurumu (2020), Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi, https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1076 (01.12.2020)

Toroslu, V.M. ve Durmuş, N.C. (2016), *Finansal Tablolar Analizi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Upneja, A. ve Dalbor, M. (2001), "The Choice of Long Term Debt in the US Lodging Industry", *UNVL Journal of Hospitality, Tourism and Leisure Science*, 9 (1) ss.1-18. <http://hotel.unlv.edu/research/html/pdf/articles/longTermDebt.pdf> (24.06.2020).

Upneja, A., Kim, H. ve Singh, A. (2000), "Differences in Financial Characteristics Between Small and Large Firms: An Empirical Examination of the Casino Industry", *The Journal of Hospitality Financial Management*, 8 (1), ss. 23-35.

Uyar, A. (2009), "The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: an Empirical Investigation in Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 24 (2), ss. 186-193.

Wachlonga, L.W. (2013), "Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Hotel and Lodging SMEs in Eldoret Municipality, Kenya", *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 3 (8), ss. 561.

Walker, E. W. ve Petty, J. W. (1978), "Financial Differences Between Large and Small Firms", *Financial Management*, 7 (4), ss. 61-68.

Withiam, G. (2000), "Size Matters", *Cornell Hospitality Quarterly*, 41 (5), ss. 15.

Zou, H. ve Xiao, J.Z. (2006), "The Financing Behavior of Listed Chinese Firms", *The British Accounting Review*, 38, ss. 239-258.