

**İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA
İŞLEM GÖREN TURİZM ŞİRKETLERİNİN İŞLETME,
FİNANSAL VE TOPLAM RİSK DÜZEYLERİNİN
KALDIRAÇ ANALİZİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ**

**EVALUATION OF THE BUSINESS, FINANCIAL AND
TOTAL RISK LEVELS OF TOURISM COMPANIES
QUATED ON ISTANBUL STOCK EXCHANGE IN THE
CONTEXT OF LEVERAGE ANALYSIS**

Yrd.Doç.Dr. Erdiñç KARADENİZ*

ÖZET

Bu çalışmanın amacı halka açık Türk turizm şirketlerinde işletme, finansal ve toplam risk düzeylerinin kaldıraç analiziyle değerlendirilmesidir. Bu amaçla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören 8 turizm işletmesinin ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Oteller ve Lokantalar Sektörünün 2002-2009 yılları arasındaki faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmış ve karşılaştırılmıştır. Çalışma sonucunda İMKB Turizm şirketlerinde faaliyet ve finansal kaldıraçın esas faaliyet bağlamında sektörden daha düşük olduğu belirlenmiştir. Ayrıca İMKB Turizm şirketlerinde diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve giderler dikkate alındığında faaliyet kaldıraçının olumsuz etkisinin bulunduğu saptanmıştır. Finansal kaldıraç açısından incelendiğinde ise İMKB Turizm Şirketlerinin finansal riskinin yükseldiği belirlenmiştir. Bununla birlikte İMKB Turizm şirketlerinin ortalama toplam kaldıraç derecesi negatif saptanmıştır.

ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate of the business, financial and total risk levels of publicly traded Turkish tourism companies in the context of leverage analysis. In this context of view, the operating, financial and total leverage degrees of Istanbul Stock Exchange (ISE) tourism companies and Central Bank of The Republics of Turkey Hotels and Restaurants Sector Balance Sheets between 2002-2009 years are calculated and compared. The results of study impose that the operating and financial leverage degrees depended on main operating context of ISE tourism companies are lower than Hotels and Restaurant Sectors. Also it is identified that the operating

* Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi.

degree that depended on other activities context of ISE Tourism Companies has negative impact. In terms of financial leverage it is determined the increasing financial risk of ISE Tourism companies. However average total leverage degree of ISE Tourism Companies is identified negative.

Faaliyet Kaldırıcı, Finansal Kaldırıcı, Toplam Kaldırıcı, Turizm Şirketleri, Türkiye.

Operating Leverage, Financial Leverage, Total Leverage, Tourism Companies, Turkey.

1. GİRİŞ

Firmaların varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri açısından faaliyetleriyle ve finansal durumlarıyla ilgili alacakları kararlarda çok dikkatli olmaları gerekmektedir. Özellikle sabit giderlerin yüksek olduğu, talebin esnekliğinin mevcut olduğu ve dış kaynaklı ekonomik, sosyal, siyasi ve doğal krizlere duyarlı olan sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerde bu durum daha da büyük önem arz etmektedir.

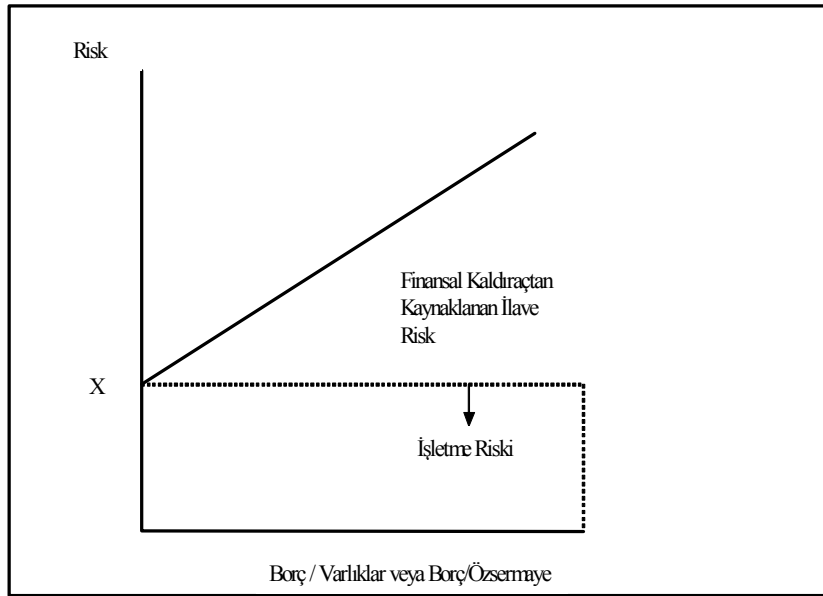
Günümüzde çok hızlı bir şekilde büyüyen turizm sektörü; istihdama katkısı, çok sayıda insana hizmet sunması, yarattığı gelir ve ekonomiye sağladığı katma değerle dünyanın en büyük sektörlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Turizm sektöründe faaliyet gösteren turizm işletmeleri; turistik ürün tüketicilerinin gereksinimlerini kar elde etme amacıyla karşılamayı amaçlayan, ulaştırma işletmeleri, konaklama işletmeleri, yiyecek-içecek işletmeleri, rekreasyon işletmeleri, seyahat işletmeleri ve hediyelik eşya satan işletmeler şeklindeki ekonomik birimlerdir. Bu işletmeler, gerek yatırım aşamasında sabit varlık ağırlıklı yatırımlar gerektiren gerekse işletme aşamasında da yenileme, genişleme ve modernizasyon yatırımlarının gerçekleştirildiği ve bu nedenle sabit sermaye yoğun özellik gösteren işletmelerdir. Bununla beraber turizm sektörü, talebin sürekli değiştiği, risk ve belirsizliğin her zaman mevcut olduğu, gider ve maliyetlerin kontrolünün her geçen gün zorlaştığı ve yoğun rekabetinde etkisiyle kar marjlarının her geçen gün daraldığı bir sektördür. Bütün bu unsurlar turizm işletmelerinin işletme ve finansal risklerini arttırmaktadır. Dolayısıyla turizm işletmeleri açısından işletme ve finansal risklerin tanımlanması ve ölçülmesi etkin risk yönetimi ve finansal başarı için önem arz etmektedir.

İşletme riski, bir firmanın gelecekteki ana faaliyet alanıyla ilgili faaliyetlerinden sağladığı gelirindeki (Faiz ve Vergi Öncesi Kar) belirsizlikten kaynaklanan ve adi hisse senedi sahiplerinin karşılaştıkları riski ifade etmektedir (Akhtar ve Oliver, 2005: 7; Ehrhardt ve Brigham, 2006: 456; Moyer vd., 2007: 392). Bir firmada işletme riski, firmanın faaliyetlerinde sabit maliyetleri kullanma hacmine bağlı olarak meydana gelmekte ve faaliyet kaldırıcıyla ölçülmektedir. Finansal risk ise, finansal kaldıraçtan yararlanmak amacıyla sermaye yapısının oluşumunda borç kullanan firmalarda ortaya çıkan ve hisse senedi sahipleri açısından işletme

riskine eklenen ilave bir risk türüdür (Aydın vd., 2004: 272). Finansal risk işletmelerde finansal kaldıraç ile ölçülmektedir. İşletmelerde işletme riski ile finansal riskin birleşik etkisi ise toplam riski vermekte ve toplam kaldıraç ile ölçülmektedir.

Aşağıdaki şekilde işletmelerin işletme ve finansal risklerinin yapısı gösterilmiştir. Şekilde gösterilen işletme riski, işletmenin faaliyet alanı içinde başarılı olup olmamasının taşıdığı belirsizliktir. Finansal risk ise firmanın sermaye yapısında borçlanmaya yer vermesi ile adi hisse senedi sahiplerinin yüklenmiş oldukları ilave risktir. Şekilde ilave olarak yüklenilen finansal risk “X” seviyesinde başlamaktadır.

Şekil 1: İşletme Riski ve Finansal Risk



Kaynak: (Aydın vd., 2004: 272).

Bu çalışmanın amacı halka açık Türk turizm işletmelerinde işletme , finansal ve toplam risk düzeylerinin faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç derecelerinin hesaplanmasıyla belirlenmesi ve sektör ortalaması olarak kabul edilebilecek olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) hazırladığı Oteller ve Lokantalar Sektör Bilanço verileriyle karşılaştırılmasıdır. Bu amaçla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören 8 turizm işletmesinin ve TCMB Oteller ve Lokantalar Sektörünün 2002-2009 yılları arasındaki faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmış İMKB turizm işletmelerinin kaldıraç düzeyleri sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmıştır. Bu bağlamda çalışma altı bölüme ayrılmıştır. İkinci bölümde konuyla ilgili literatür taraması verilmektedir. Üçüncü bölümde faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç derecesi kavramları ve hesaplanma şekilleri hakkında bilgi verilmektedir. Dördüncü bölümde veri ve yöntem ifade edilmekte, beşinci bölümde ise bulgular tartışılmaktadır. Son bölümde ise sonuç ve genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

2. LİTERATÜR

Konuyla ilgili daha önceki çalışmalar incelendiğinde farklı ülkelerde çeşitli sektörlerdeki işletmelerin faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeylerinin hesaplandığı ve söz konusu kaldıraç düzeyleri ile işletmelerin özellikle sistematik risk düzeyleri arasındaki ilişkinin incelendiği belirlenmiştir.

Hamada (1972) ve Rubinstein (1973), gerçekleştirdikleri çalışmalarda faaliyet ve finansal kaldıraç düzeyleri ile hisse senedi getirilerinin sistematik riskleri arasında pozitif bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Lev (1974), elektrik üretimi ve dağıtımını yapan hizmet işletmelerinde faaliyet kaldıraçını hesaplayarak faaliyet kaldıraç ile işletme riski arasında pozitif bir ilişkinin varlığını belirlemiştir. Myers (1977), finansal kaldıraç, konjonktürel gelişmeler, faaliyet gelirlerindeki oynaklık ve büyüme hızının sistematik riskin göstergesi olan beta değerini anlamlı olarak açıkladığını saptamıştır. Gahlon ve Gentry (1982), beta katsayısını hesaplamak amacıyla faaliyet kaldıraç derecesi ile finansal kaldıraç derecesini açıklayıcı değişken olarak dâhil ettikleri bir model geliştirmişler ve faaliyet kararları ile finansal kararların sistematik riski ve firma değerini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Mandelker ve Rhee (1984), 1957-1976 yılları arasında Standarts&Poors Endeksi'nde yer alan 255 imalat firmasının faaliyet ve finansal kaldıraç derecelerini hesaplamışlar ve bu iki kaldıraç derecesinin firmaların sistematik risklerine olan etkilerini incelemişlerdir. Ayrıca faaliyet ve finansal kaldıraç düzeylerinin birleşik etkisi olan toplam kaldıraç düzeyinin de sistematik riske olan etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada en düşük faaliyet kaldıraç düzeyi 0,73 ile çelik endüstrisine ait olduğu, en yüksek faaliyet kaldıraç derecesinin ise 1,09 ile alet-cihaz endüstrisine (Appliances) ait olduğu saptanmıştır. Yine en düşük finansal kaldıraç derecesinin 0,79 ile Petro-Kimya endüstrisine ait olduğu, en yüksek finansal kaldıraç derecesinin ise 1,06 ile kâğıt ve benzeri ürünler endüstrisine ait olduğu saptanmıştır. Çalışmada ayrıca analize dâhil edilen 255 firma, 5 firmalık portföyler haline getirilerek 51 portföyün ortalama kaldıraç düzeyleriyle sistematik risk arasındaki ilişki incelenmiştir. İnceleme sonucunda faaliyet kaldıraç derecesinin beta değerindeki değişiklikleri %38 düzeyinde açıkladığı, finansal kaldıraç düzeyinin ise beta değerindeki değişikliklerin %48'ini açıkladığı saptanmıştır. Yine dengeleme hipotezi bağlamında toplam riskin azaltılması için faaliyet kaldıraç ile finansal kaldıraç dereceleri arasında negatif korelasyonun olduğu belirlenmiştir. Prezas (1987), teorik bağlamda gerçekleştirdiği çalışmada işletmelerde faaliyet kararları ile finansal kararların birbirinden bağımsız olamayacağını özellikle sermaye yapısında meydana gelebilecek değişikliklerde toplam riskin kontrol edilebilmesi için faaliyet ve finansal kaldıraç düzeylerinin eş zamanlı olarak yeniden belirlenmesi gerektiğini ifade etmiştir. Feij'oo ve Jorgensen (2010), 1986-2002 yılları arasında Compustad veri tabanında bulunan ve finans ile kamu hizmeti sunan sektörler dışındaki sektörleri inceledikleri çalışmada analiz sürecindeki işletmelerin ortalama faaliyet kaldıraç derecelerini 3,96, finansal kaldıraç derecelerini ortalama olarak 1,23 ve toplam kaldıraç derecelerini ise 4,18 olarak saptamışlardır. Çalışmada

faaliyet kaldıraç dereceleri ile finansal kaldıraç dereceleri arasında negatif bir korelasyon olduğu yine defter değeri/piyasa değeri oranının toplam kaldıraç düzeyi ve faaliyet kaldıraç düzeyi ile pozitif buna karşın finansal kaldıraç düzeyi ile negatif ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır. Çalışmanın diğer bir bulgusu da faaliyet kaldıraç ile hisse senedi getirileri ve sistematik risk arasında pozitif ilişkinin varlığıdır. Guthrie (2011), yatırım projelerinde faaliyet kaldıraç ile beklenen getiri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır.

Turizm sektörüne yönelik olarak ise genellikle konaklama ve havayolu taşımacılığı işletmelerinin kaldıraç düzeylerinin hesaplandığı ve sözkonusu kaldıraç düzeyleriyle bu işletmelerin sistematik riskleri veya karlılıkları arasındaki ilişkiyi inceleyen kısıtlı sayıda çalışmanın gerçekleştirildiği belirlenmiştir. Huo ve Kwansa (1994), ekonomide resesyonun yaşandığı 1990-1991 yıllarında Amerika'daki otel ve restoranların faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeylerini hesaplamışlardır. Analize dâhil otel işletmelerinin 1990 yılında ortalama faaliyet kaldıraç derecesi 4,48, 1991 yılında ise 5,12 olarak hesaplanırken, restoranların 1990 yılında ortalama faaliyet kaldıraç derecesi 2,99, 1991 yılında ise 3,06 olarak hesaplanmıştır. Finansal kaldıraç derecesi bakımından oteller 1990 yılında 3,17'lik bir dereceye sahipken restoranların finansal kaldıraç derecesi 4,36 olarak belirlenmiştir. 1991 yılında ise otellerin finansal kaldıraç derecesi 0,27'ye düşmüş, restoranların ise aynı yıl finansal kaldıraç derecesi de 2,03 olarak gerçekleştiği saptanmıştır. Yine çalışmada restoranların toplam kaldıraç derecesinin 1990 yılında sistematik riskin %5'ini 1991 yılında ise sistematik riskin %16'sını açıkladığı belirlenirken otel işletmelerinde ise toplam kaldıraç sistematik riskin 1990 yılında %13'ünü açıklarken 1991 yılında sistematik riskin %45'ini açıkladığı saptanmıştır. Gritta, Adams ve Adrangi (2006), Amerikan Havayolu Taşımacılığı Sektörü'nün faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeylerini analiz ederek aktif ve özsermaye getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu bağlamda 1990-2003 yılları arasında Amerikan Havayolu Taşımacılığı Sektörü'nde faaliyet gösteren en büyük 10 havayolu şirketinin faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmıştır. Hesaplama sonucunda sözkonusu şirketlerin sektördeki talebin değişkenlik göstermesinden dolayı faaliyet ve finansal kaldıraçlarının dalgalandığı ve analiz süreci boyunca pozitif ve negatif değerler aldığı belirlenmiştir. Biri dışında havayolu şirketlerinin analiz sürecinin yarısı ile tamamına yakın kısmında negatif kaldıraç düzeylerine sahip olduğu saptanmıştır. Çalışma sonucunda kaldıraç düzeylerinin aktif getirisinin aksine özsermaye getirisini negatif etkilediği belirlenmiştir.

3. FAALİYET, FİNANSAL VE TOPLAM KALDIRAÇ KAVRAMLARI

Bir işletmede faaliyet (işletme) riski, işletmenin faaliyetlerinde sabit maliyetleri kullanma hacmine bağlı olarak meydana gelmektedir. İşletmelerin faaliyetlerinde sabit maliyetleri kullanma düzeyi ise faaliyet kaldıraç olarak adlandırılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 247). Dolayısıyla bir işletmenin

giderlerinin bir bölümünün, iş hacmi ne olursa olsun, sabit gider özelliğinde olması, faaliyet kaldıracına neden olmaktadır. İşletmenin giderlerinin tümünün değişken olması durumunda, faaliyet kaldıracından söz edilemez. Bu bağlamda faaliyet kaldıracı, en belirgin şekilde sabit giderleri yüksek olan iş kollarında görülür. Örneğin havayolu ve demiryolu işletmelerinde başabaş noktasına ulaşmak için gerekli yük tutarı veya yolcu sayısından sonra, her ilave yük ve yolcu taşınması bu işletmelerin karına olan net katkısı belirler (Akgüç, 1998: 136). Turizm işletmeleri açısından da konuya bakıldığında özellikle konaklama işletmelerinde sabit sermaye yatırımı yoğun olduğu için başabaş noktasına ulaşmak için gerekli olan müşteri sayısı veya doluluk oranından sonra her ilave müşteri konaklama sayısı doğrudan doğruya konaklama işletmelerinin karına ilaveyi temsil eder. Dolayısıyla sabit gideri yüksek olan her işletmenin, iş hacmindeki değişmeye bağlı olarak karında meydana gelen değişme oranı, iş hacmindeki değişme oranından daha yüksektir. Bu olgu faaliyet kaldıracı olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 1998, 136). Bir işletmenin belirli bir üretim veya satış düzeyindeki faaliyet kaldıracı derecesi (FAKA), satışlardaki değişime bağlı olarak Faiz ve Vergiden Önceki Kar'da (FVÖK) meydana gelen artış ve azalışları göstermekte ve şu şekilde ifade edilebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 247);

$$\text{Faaliyet Kaldıracı (FAKA)} = (\Delta\%FVÖK) / (\Delta\%SATIŞLAR)$$

Yukarıdaki eşitlik daha açık bir şekilde ifade edilmek istenirse (Aydın vd., 2009:77);

$$FAKA = (\Delta FVÖK / FVÖK) / (\Delta SATIŞLAR / SATIŞLAR)$$

Faaliyet kaldıraç derecesi, birim satış fiyatı, birim değişken gider, sabit gider ve kaldıraç düzeyinin hesaplanacağı belirli iş veya üretim hacmi verileri kullanılarak aşağıdaki şekilde de hesaplanabilir (Akgüç, 1998: 137; Türko, 1999: 174);

$$FAKA = (Q(P - V)) / (Q(P - V) - F)$$

Burada;

Q= Kaldıraç derecesinin hesaplanacağı üretim veya satış hacmini,

P= Birim satış fiyatını,

V= Birim değişken gideri,

F=Toplam sabit gideri ifade etmektedir.

Yukarıdaki eşitlikler kullanılarak yapılan hesaplamalar neticesinde elde edilen değer, işletmenin satışlarında meydana gelen bir birimlik değişimin işletmenin faiz ve vergi öncesi karını hesaplanan o değer katı kadar değiştirdiğini göstermektedir. Finans literatüründe işletme riski ile firmanın borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Akhtar ve Oliver, 2005: 7). Genel olarak işletme riskinin yüksek olduğu sektörlerde borç oranının diğer bir ifadeyle finansal kaldıraç düzeyinin düşük veya negatif gerçekleşmesi kabul edilmektedir (Myers, 2001: 83).

Bir işletmede finansal risk ise sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren menkul kıymetlerin kullanılması sonucu ortaya çıkmaktadır ve işletmenin net karı veya hisse başı karındaki değişkenliğin artmasına ve işletmenin geri ödeme zorluğu ihtimalinin artmasına neden olabilmektedir (Brigham ve Houston, 2004: 605; Moyer vd., 2007: 393). Borcun, sermaye yapısı içerisindeki payının artması işletmenin sabit finansal maliyetlerini arttırmakta ve finansal riskini yükseltmektedir (Arnold, 1998: 787). Yüksek finansal kaldıraç düzeylerinde işletmeler, hem hissedarlarının gelirlerinde başarısızlığa uğrama riski ile karşı karşıya kalabilmekte hem de faiz ödemelerinde işletmenin sıkıntı yaşaması durumu ortaya çıkabilmektedir (Arnold, 1998:787). Bir işletmenin sermaye yapısında hiç borç kullanılmamış ise başka bir ifade ile işletme tamamen özsermaye ile finanse edilmiş ise o işletmede finansal risk olmayacaktır (Aydın vd., 2009).

İşletmelerde finansal risk, finansal kaldıraç analiziyle ölçülmektedir. Finansal kaldıraç (FİKA), firmanın sermaye yapısında sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren menkul kıymetlerin kullanılma düzeyi (Brigham ve Houston, 2004: 605) ve faaliyet karındaki (Faiz ve Vergi Öncesi Kar-FVÖK) değişimin net kar veya hisse başına kardaki (HBK) değişimi etkileme derecesi olarak ifade edilmekte ve aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir (Akgüç, 1998:139; Ercan ve Ban, 2005: 248);

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi (FİKA)} = \Delta\% \text{Net Kar} / \Delta\% \text{FVÖK}$$

Yukarıdaki eşitlik daha açık bir şekilde ifade edilmek istenirse (Akgüç, 1998: 139);

$$\text{FİKA} = (\Delta\text{Net Kar} / \text{Net Kar}) / (\Delta\text{FVÖK} / \text{FVÖK})$$

Finansal kaldıraç derecesi, birim satış fiyatı, birim değişken gider, sabit gider, faiz gideri ve kaldıraç hesaplanacağı belirli iş veya üretim hacmi verileri kullanılarak aşağıdaki şekilde de hesaplanabilir (Akgüç, 1998:142);

$$\text{FiKA} = [Q(P - V) - F] / [Q(P - V) - (F + C)]$$

Burada;

Q= Kaldıraç derecesinin hesaplanacağı üretim veya satış hacmini,

P= Birim satış fiyatını,

V= Birim değişken gideri,

F=Toplam sabit gideri,

C=Faiz giderini ifade etmektedir.

Toplam kaldıraç derecesi (TOKA) ise bir işletmenin satışlarındaki değişikliğin işletmenin karlılığı üzerindeki etkisini ölçmektedir. Toplam kaldıraç derecesi, faaliyet kaldıraç derecesi ile finansal kaldıraç derecesinin çarpılması sonucu bulunabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2010:138);

$$\text{TOKA} = \text{FAKA} \times \text{FİKA}$$

$$\text{TOKA} = (\Delta\% \text{FVÖK}) / (\Delta\% \text{SATIŞLAR}) \times (\Delta\% \text{Net Kar} / \Delta\% \text{FVÖK})$$

$$\text{TOKA} = (\Delta\% \text{Net Kar} / (\Delta\% \text{SATIŞLAR}))$$

Toplam kaldıraç derecesi, aşağıdaki şekilde de hesaplanabilmektedir (Akgüç, 1998: 142);

$$\text{TOKA} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - (F + C)}$$

Burada;

Q= Kaldıraç derecesinin hesaplanacağı üretim veya satış hacmini,

P= Birim satış fiyatını,

V= Birim değişken gideri,

F=Toplam sabit gideri,

C=Faiz giderini ifade etmektedir.

Yukarıda bahsedilen kaldıraç dereceleri bir işletmenin faaliyetleriyle ve finansal tercihleriyle ilgili kararlar neticesinde karşılaşacağı risk dereceleriyle ilgilidir. Sabit maliyetlerin yüksek olduğu işletmeler, yüksek faaliyet kaldıraçına ve yüksek işletme riskine sahiptirler. Bu durumda başa baş noktasına daha fazla üretim ve satış miktarıyla ulaşılması mümkündür. Yatırımları finanse etmede kullanılan finansal kaynakların türü ve miktarı da işletmenin finansal riskini etkiler. Dolayısıyla hem faaliyet hem de finansal kaldıraç düzeylerinin beraber çok iyi yönetilmesi gerekmektedir. Çünkü faaliyet ve finansal kaldıraçtan oluşan toplam kaldıraç arttıkça, işletmelerin risk dereceleri de artmaktadır. Bu nedenle yüksek bir faaliyet ya da işletme riski düşük bir finansal risk ile dengelenebilir. Diğer bir ifadeyle yüksek faaliyet riskine sahip, satışları istikrarsız olan işletmeler finansmanda düşük faaliyet kaldıraçlı işletmelere göre daha az yabancı kaynak kullanmak yoluyla riski azaltabilirler. Bunun tersi olarak faaliyet kaldıraç dereceleri düşük olan, satışları istikrarlı olan işletmeler finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanarak karlılıklarını arttırabilirler (Aydın vd., 2010: 163). Finans literatüründe işletme riski ile borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Akhtar ve Oliver, 2005: 7). Genel olarak işletme riskinin yüksek olduğu sektörlerde borç oranı düşük veya negatif gerçekleşmektedir (Myers, 2001: 83). Burada işletme yöneticilerinden beklenen faaliyet ve finansal riskten oluşan toplam risk ile karlılık arasında denge kurulmasıdır (Aydın vd., 2010: 163).

4. VERİ VE YÖNTEM

Çalışmanın temel amacı halka açık Türk turizm şirketlerinin faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeylerinin hesaplanması ve sektör ortalaması olarak kabul edilebilecek olan TCMB Sektör Bilançolarıyla karşılaştırmalı analizinin gerçekleştirilmesidir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören 10 turizm şirketi bulunmaktadır. Bu şirketler; Net Turizm Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi, Marmaris Altınyunus Turistik Tesisler Anonim Şirketi, Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler Anonim Şirketi, Martı Otel İşletmeleri Anonim Şirketi, Petrokent Turizm Anonim Şirketi, TEK-ART İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar Anonim Şirketi, Favori Dinlenme Yerleri Anonim Şirketi, Metemtur Otelcilik ve

Turizm İşletmeleri Anonim Şirketi, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi ve Ütopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret Anonim Şirkettir. Söz konusu şirketler, ağırlıklı olarak konaklama işletmeciliği olmak üzere turizm sektörünü meydana getiren alt alanlarda (yeme-içme, hediyelik eşya, alışveriş, seyahat, ulaştırma ve araç kiralama) faaliyet göstermektedirler. Çalışmada oluşması muhtemel kayıp gözlem (missing value) sorununu gidermek için Ütopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret Anonim Şirketi ve Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi 2011 yılında borsaya kote olmaları nedeniyle analiz sürecinden çıkarılmıştır. Bunun dışında analize dâhil edilen diğer turizm işletmelerinin verilerine aynı anda ulaşılabilen ve verilerin tamamının sağlıklı olarak bulunabildiği 2002–2009 dönemleri arasındaki finansal verileri kullanarak söz konusu şirketlerin faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmıştır. Yine Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından hazırlanan Oteller ve Lokantalar Sektör Bilançolarından yararlanılarak aynı döneme ait sektörün faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmıştır.

Çalışmada iki farklı faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK) tutarı dikkate alınarak iki farklı faaliyet ve finansal kaldıraç derecesi hesaplanmıştır. FVÖK 1 değeri, turizm şirketlerinin esas faaliyetlerinden elde ettiği FVÖK'ı dikkate almakta ve bu değer kullanılarak yapılan hesaplama neticesinde FAKA 1 ve FİKA 1 değerleri hesaplanmıştır. Şirketlerin esas faaliyetlerini dikkate alarak faaliyet karlılığını gösteren FVÖK 1 değeri 2002-2007 yılları arasında “Net Esas Faaliyet Karı/Zararı” tutarı dikkate alınarak hesaplanmıştır. 2008-2009 yılları arasında ise şirketlerin finansal tablolarının uluslararası finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmaya başlanmasıyla birlikte FVÖK 1 değeri; “Faaliyet Karı/Zararı + Diğer Faaliyet Giderleri – Diğer Faaliyet Gelirleri” şeklinde hesaplanmıştır. FVÖK 2 değeri ise turizm şirketlerinin rutine dönüşmüş diğer faaliyetlerine ait gelir ve giderler dikkate alındığında faaliyet karlılığını göstermektedir. Özellikle turizm sektörünün mevsimsel özelliği nedeniyle yüksek sezon olarak ifade edilen yılın bazı zamanlarında hizmete ait birtakım faaliyetleri artmaktadır. Söz konusu faaliyetler esas faaliyetlerini oluşturmamasına rağmen özellikle yüksek sezonda turizm şirketlerinin faaliyet karını etkileyebilmektedir. Bu nedenle mevsimsel olarak rutine dönüşmüş diğer faaliyetlerine ait gelir ve giderler dikkate alınarak ikinci FVÖK değerinin hesaplanma gereği duyulmuştur. Söz konusu FVÖK 2 değeri, 2002-2007 yılları arasında “Faaliyet Karı/Zararı + Finansman Giderleri” şeklinde hesaplanmıştır. 2008-2009 yılları arasında ise FVÖK 2 değeri; “Sürdürülen Faaliyetlere Ait Vergi Öncesi Kar/Zarar + Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler” şeklinde hesaplanmıştır. FVÖK 1 değeri dikkate alınarak şirketlerin esas faaliyetlerine göre faaliyet kaldıraç derecesi (FAKA 1), finansal kaldıraç derecesi (FİKA 1) ve toplam kaldıraç derecesi (TOKA 1) hesaplanmıştır. FVÖK 2 değeri kullanılarak da esas faaliyetleri dışında rutine dönüşmüş diğer faaliyetleri dikkate alınarak faaliyet kaldıraç derecesi (FAKA 2), finansal kaldıraç derecesi (FİKA 2) ve toplam kaldıraç derecesi (TOKA 2) hesaplanmıştır. Söz konusu değerler İMKB Turizm Şirketleri ve TCMB Sektör Bilançoları için 2002-2009 yıllarını kapsayacak şekilde hesaplanmıştır. Çalışmada İMKB

Turizm Şirketlerinin her biri için ayrı ayrı FAKA, FİKA ve TOKA değerleri hesaplanmış ve hesaplanan değerlerin analiz süreci boyunca ortalamaları alınmıştır. Diğer bir ifadeyle 8 turizm şirketinin analiz süreci boyunca her bir kaldıraç değeri (FAKA 1, FİKA 1, FAKA 2, FİKA 2, TOKA 1, TOKA 2) yıl bazında ayrı ayrı hesaplanmış ve analiz sürecini kapsayan 2002-2009 yılları için yıllık aritmetik ortalamaları her bir değer için ayrı ayrı alınarak TCMB Oteller ve Lokantalar Sektör Bilançosu verileriyle karşılaştırılmıştır. İMKB Turizm Şirketlerinin her biri için FAKA, FİKA ve TOKA değerleri hesaplanarak ortalama değerleri alınarak TCMB Oteller ve Lokantalar Sektör Bilançosu verileriyle karşılaştırılmıştır. FAKA 1, FAKA 2, FİKA 1, FİKA 2, TOKA 1 ve TOKA 2 değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

$$\text{FAKA 1} = \Delta\% \text{FVÖK 1} / \Delta\% \text{SATIŞLAR}$$

$$\text{FAKA 2} = \Delta\% \text{FVÖK 2} / \Delta\% \text{SATIŞLAR}$$

$$\text{FİKA 1} = \Delta\% \text{Net Kar} / \Delta\% \text{FVÖK 1}$$

$$\text{FİKA 2} = \Delta\% \text{Net Kar} / \Delta\% \text{FVÖK 2}$$

$$\text{TOKA 1 ve TOKA 2} = \Delta\% \text{Net Kar} / \Delta\% \text{NetSatışlar}$$

5. BULGULAR

İMKB Turizm Şirketlerinin (analize dâhil edilen 8 şirketin) 2002-2009 yılları arasında hesaplanan FAKA 1, FİKA 1 ve TOKA 1 değerlerinin ortalamaları Tablo 1'de verilmektedir.

Tablo 1: İMKB Turizm Şirketlerinin FAKA 1, FİKA 1 ve TOKA 1 Derecelerinin Ortalamaları.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Ort.
FAKA 1	10,26	-6,70	-2,13	15,98	25,59	1,66	14,41	-1,76	7,16
FİKA 1	-4,72	0,02	25,15	-1,78	-3,40	3,50	4,19	0,28	2,90
TOKA 1	0,68	-3,96	-86,44	-26,92	-99,16	-0,03	-60,58	-1,86	-34,78

TCMB'nın hazırladığı Oteller ve Lokantalar Sektör Bilançolarından yararlanılarak sektörün 2002-2009 yılları arasında hesaplanan FAKA 1, FİKA 1 ve TOKA 1 değerleri ise Tablo 2'de verilmektedir.

Tablo 2: Oteller ve Lokantalar Sektörünün FAKA 1, FİKA 1 ve TOKA 1 Derecelerinin Ortalamaları

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Ort.
FAKA 1	0,10	6,61	28,40	5,61	25,49	-3,36	9,76	2,16	9,35
FİKA 1	-16,36	3,76	0,19	-0,40	-0,12	166,88	-0,50	-3,94	18,69
TOKA 1	-1,62	24,86	5,48	-2,22	-2,97	-561,05	-4,93	-8,51	-68,87

Tablo 1 ve Tablo 2 incelendiğinde İMKB Turizm şirketleri ile Oteller ve Lokantalar Sektörünün FAKA 1 ortalamasının pozitif gerçekleştiği görülmektedir. İMKB Turizm Şirketleri açısından 2002-2009 yılları arasında satışlarda meydana gelen 1 birimlik değişim şirketlerin faiz ve vergi öncesi karını ortalama 7,16 katı kadar değiştirmiştir. Otel ve Lokantalar Sektörü açısından ise analiz sürecinde satışlarda meydana gelen 1 birimlik değişiklik

sektörün faiz ve vergi öncesi karını ortalama 9,35 katı kadar değiştirmiştir. Faaliyet kaldıraç derecesi İMKB Turizm şirketlerinde 2003, 2004 ve 2009 yılları olmak üzere 3 yıl olumsuz etkisi meydana gelirken sektör açısından negatif değer aldığı tek yıl 2007 yılıdır. Finansal kaldıraç derecesi bağlamında İMKB Turizm şirketlerinin ortalama FİKA 1 değeri 2,90 olarak belirlenmiştir. Oteller ve Lokantalar Sektörünün FİKA 1 değeri ise 18,69 olarak belirlenmiştir. Finansal kaldıraç derecesi İMKB Turizm şirketlerinde 2002, 2005 ve 2006 yılları olmak üzere 3 yıl olumsuz etkisi meydana gelirken sektör açısından negatif değer aldığı yıllar 2002, 2005, 2006, 2008 ve 2009 yılları olmak üzere 5 yıldır. Esas faaliyetler açısından bakıldığında İMKB Turizm şirketlerinin faaliyet ve finansal risklerinin sektöre göre düşük olduklarını söylemek mümkündür. Bununla birlikte İMKB Turizm Şirketlerinin FAKA 1 ve FİKA 1 değerleri arasında -0,43'lük bir negatif korelasyonun varlığı tespit edilmiştir. Otel ve Lokantalar Sektörünün ise FAKA 1 ve FİKA 1 değerleri arasında da -0,39'luk bir negatif korelasyonun varlığı saptanmıştır. Finans literatüründe işletme riski ile firmanın borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Akhtar ve Oliver, 2005:7). Dolayısıyla bulunan bu sonucun literatürle paralellik gösterdiği söylenebilir. İMKB Turizm Şirketlerinin (analize dahil edilen 8 şirketin) 2002-2009 yılları arasında rutin haline dönüşmüş diğer faaliyetlerini dikkate alınarak hesaplanan FAKA 2, FİKA 2 ve TOKA 2 değerlerinin ortalamaları Tablo 3'de verilmektedir.

Tablo 3: İMKB Turizm Şirketlerinin FAKA 2, FİKA 2 ve TOKA 2 Derecelerinin Ortalamaları.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Ort.
FAKA 2	-0,10	-3,63	-2,38	-92,69	8,41	19,92	43,16	-9,83	-4,64
FİKA 2	-4,48	1,18	26,05	0,17	-1,65	3,73	10,56	-0,03	4,44
TOKA 2	0,68	-3,96	-86,44	-26,92	-99,16	-0,03	-60,58	-1,86	-34,78

TCMB'nın hazırladığı Oteller ve Lokantalar Sektör Bilançolarından yararlanılarak sektörün 2002-2009 yılları arasında hesaplanan FAKA 2, FİKA 2 ve TOKA 2 değerleri ise Tablo 4'de verilmektedir.

Tablo 4: Oteller ve Lokantalar Sektörünün FAKA 2, FİKA 2 ve TOKA 2 Derecelerinin Ortalamaları

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Ort.
FAKA 2	0,69	2,54	10,73	-0,43	7,81	-0,29	0,47	7,46	3,62
FİKA 2	-2,33	9,80	0,51	5,16	-0,38	1905,45	-10,49	-1,14	238,32
TOKA 2	-1,62	24,86	5,48	-2,22	-2,97	-561,05	-4,93	-8,51	-68,87

Tablo 3 ve Tablo 4 incelendiğinde İMKB Turizm şirketlerinin FAKA 2 ortalamasının negatif gerçekleştiği görülmektedir. İMKB Turizm Şirketlerinin FAKA 1 ve FAKA 2 değerleri karşılaştırıldığında ise esas faaliyet gelir ve giderleri bağlamında hesaplanan FAKA 1 derecesinin pozitif olduğu diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve giderler dikkate alınarak hesaplanan FAKA 2 derecesinin negatif gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum halka açık Türk turizm şirketlerinde esas faaliyet dışında gerçekleşen ancak rutine dönüşmüş faaliyetlerin faaliyet kaldıraçının etkisini olumsuzla

çevirdiği şekilde yorumlanabilir. Oteller ve Lokantalar Sektörünün FAKA 2 ortalamasının ise pozitif gerçekleştiği görülmektedir. Diğer bir ifadeyle rutine dönüşmüş diğer faaliyetler dikkate alındığında İMKB Turizm şirketlerinde faaliyet kaldırıcının, sektörün aksine olumsuz çalıştığı söylenebilir. FAKA 2 derecesi, analiz sürecinde İMKB Turizm şirketlerinde 4 yıl negatif gerçekleşirken sektör açısından iki yıl negatif değer almıştır. Finansal kaldıraç derecesi bağlamında İMKB Turizm şirketlerinin ortalama FİKA 2 değeri 4,44 olarak belirlenmiştir. Oteller ve Lokantalar Sektörünün FİKA 2 değeri ise 238,32 olarak belirlenmiştir. Otel ve Lokantalar sektörünün FİKA 2 ortalamasının çok yüksek çıkmasının sebebi 2007 yılındaki FİKA 2 değerinin çok yüksek olmasıdır. FİKA 2 derecesi İMKB Turizm şirketlerinde 2002, 2006 ve 2009 yılları olmak üzere 3 yıl olumsuz etkisi meydana gelirken sektör açısından negatif değer aldığı yıllar 2002, 2006, 2008 ve 2009 yılları olmak üzere dört yıldır. Rutine dönüşmüş diğer faaliyetler açısından bakıldığında İMKB Turizm şirketlerinin faaliyet kaldırıcının sektöre göre olumsuz etkisinin olduğu görülmektedir. Finansal kaldırıcının ise daha düşük olduğunu söylemek mümkündür. Bununla birlikte İMKB Turizm Şirketlerinin FAKA 2 ve FİKA 2 değerleri arasında pozitif korelasyonun (0,22) varlığı tespit edilmiştir. Otel ve Lokantalar Sektörünün ise FAKA 2 ve FİKA 2 değerleri arasında da -0,36'lık bir negatif korelasyonun varlığı saptanmıştır. Dolayısıyla İMKB Turizm Şirketlerinin FAKA 2 ve FİKA 2 değerleri arasındaki ilişki bağlamında finans literatürüyle uyumadığı söylenebilir.

Toplam kaldıraç dereceleri açısından bakıldığında ise İMKB Turizm şirketlerinin ve sektörün ortalama toplam kaldıraç derecesi negatif saptanmıştır ancak halka açık turizm şirketlerinde toplam kaldıraç derecesinin olumsuz etkisi daha düşüktür ve TOKA 1 değeriyle TOKA 2 değeri aynı hesaplanmıştır. Bu sonuçta yapılan hesaplamaların doğruluğunu göstermektedir.

6. SONUÇ

Günümüz yoğun rekabet ortamında işletmelerin hedeflerine ulaşabilmeleri ve varlıklarını sürdürülebilir şekilde devam ettirebilmeleri için faaliyetleriyle ve finansal yapılarıyla ilgili mevcut durumlarını iyi analiz etmeleri ve geleceğe yönelik olarak risk yönetimini etkin bir şekilde gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Özellikle turizm sektörü gibi yapısı gereği sabit giderlerin yatırım aşamasında, değişken giderlerin ise işletme aşamasında yüksek olduğu bununla birlikte dış kaynaklı ekonomik, sosyal, siyasi ve doğal krizlere duyarlı olan bir sektörde hem faaliyetlerle ilgili hem de finansal yapıyla ilgili alınacak kararların önemi daha da artmaktadır. Finans teorisinde işletmelerin katlandığı sabit üretim maliyetlerinin ve sabit finansman giderlerinin işletmelerin performansında yaratacağı etkileri ölçmek amacıyla kullanılan kaldıraç analizleri yöneticiler için önemli bir yönetim aracıdır. Bu analizde kullanılan faaliyet kaldırıcı düzeyi, sabit gideri olan işletmelerde, iş hacmindeki değişmeye bağlı olarak işletme karında meydana gelen değişim oranını göstermektedir. Finansal kaldıraç düzeyi ise

işletmelerin sermaye yapısında sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren menkul kıymetlerin (borç ve imtiyazlı hisse senetleri) kullanılma düzeyine bağlı olarak faaliyet karındaki (Faiz ve Vergi Öncesi Kar-FVÖK) değişimin net kar veya hisse başına kardaki değişim oranını göstermektedir. Toplam kaldıraç düzeyi ise faaliyet ve finansal kaldıraç derecelerinin birleştirilmiş etkisini göstermektedir.

Bu çalışmada halka açık Türk turizm şirketlerinde faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmış ve sektör ortalaması olarak kabul edilebilecek olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın hazırladığı Oteller ve Lokantalar Sektör Bilanço verileriyle karşılaştırılmıştır. Bu bağlamda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 8 turizm işletmesinin ve TCMB Oteller ve Lokantalar Sektörünün 2002-2009 yılları arasındaki faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç düzeyleri hesaplanmış ve İMKB turizm şirketlerinin kaldıraç düzeyleri sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmıştır.

Genel olarak sonuçlar değerlendirildiğinde esas faaliyetler dikkate alınarak yapılan hesaplama sonucunda İMKB Turizm Şirketlerinin ve TCMB Oteller ve Lokantalar Sektörünün faaliyet kaldıraçının (FAKA 1) yüksek olduğu görülmektedir. Finans teorisinde yüksek sabit maliyetlere sahip işletmelerde, faaliyet kaldıraç değerinin de yüksek olacağı kabul edilmekte ve bu işletmelerde satışlarda meydana gelebilecek değişikliklere karşı çok hassas olabileceği ifade edilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2010). Turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmeleri büyük miktarda sabit varlığa sahip olan ve bu nedenle hem yatırım aşamasında hem de işletme aşamasında sabit maliyetleri oldukça yüksek olan işletmelerdir (Karadeniz vd. 2011:18). Bununla birlikte talebin sürekli değiştiği, risk ve belirsizliğin her zaman mevcut olduğu turizm sektöründe faaliyet riskinin yüksek olması normal karşılanan bir durumdur. Ancak İMKB Turizm şirketlerinin faaliyet riskinin esas faaliyet bağlamında sektörden daha düşük çıktığı belirlenmiştir. Finansal Kaldıraç (FİKA 1) düzeyi ise İMKB Turizm Şirketlerinde faaliyet kaldıraçının tersine daha düşük çıkmıştır. Otel ve Lokantalar Sektöründe ise FİKA 1 derecesi oldukça yüksek çıkmıştır. Bununla birlikte hem İMKB Turizm Şirketleri hem de Otel ve Lokantalar Sektöründe FAKA 1 ve FİKA 1 dereceleri arasında negatif bir korelasyonun varlığı dikkat çekmektedir. Bu bağlamda esas faaliyetler açısından halka açık turizm şirketleri ile sektörün kaldıraç düzeylerini etkin bir şekilde yönetmeye çalıştıkları belirlenmiştir. Diğer faaliyetlerden kaynaklanan gelir ve giderler dikkate alınarak hesaplanan faaliyet kaldıraç (FAKA 2) açısından bakıldığında ise İMKB Turizm Şirketlerinde faaliyet kaldıraç derecesinin olumsuz etkisi görülmektedir. Otel ve Lokantalar Sektörünün FAKA 2 derecesinin ise FAKA 1 derecesine göre daha düşük olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla İMKB Turizm Şirketlerinin diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve giderlerinin bu şirketlerin faaliyet karlılığını olumsuz yönde etkilediğini buna karşın oteller ve lokantalar sektöründe faaliyet riskinin düştüğü saptanmıştır. Finansal kaldıraç (FİKA 2) açısından incelendiğinde ise hem İMKB Turizm Şirketlerinin hem de Oteller ve Lokantalar Sektörünün finansal riskinin yükseldiği belirlenmiştir. Bu sonuç rutine dönüşmüş diğer faaliyetler için

katlanılan sabit finans maliyetlerinin arttığı veya sabit finans maliyetlerine rağmen diğer faaliyetlerden istenen gelirin sağlanamadığı şeklinde yorumlanabilir. FAKA 2 ve FİKA 2 değerleri arasındaki korelasyon incelendiğinde ise İMKB Turizm Şirketlerinde pozitif bir korelasyon Oteller ve Lokantalar Sektöründe ise negatif bir korelasyon saptanmıştır. Dolayısıyla diğer faaliyetlerde dikkate alındığında halka açık Türk turizm şirketlerinin sektöre göre faaliyet ve finansal kaldıraç düzeyini etkin yönetemediğini yani faaliyet riski arttıkça finansal riskinde arttığı görülmektedir.

Finansal ve faaliyet kaldıraçının birlikte ifadesi olan toplam kaldıraç düzeyi açısından bakıldığında ise İMKB Turizm Şirketlerinde ve Otel ve Lokantalar Sektöründe toplam kaldıraç düzeyinin ortalama olarak negatif olduğu belirlenmiştir. Bir başka ifadeyle faaliyet ve finansal kaldıraç düzeylerinin olumsuz etkisi ve sektör ile konaklama işletmelerinin yukarıda ifade edilen özellikleri nedeniyle satışlarda meydana gelebilecek değişimlerin net karı olumsuz etkilediği görülmektedir. Bu sonuç İMKB Turizm Şirketlerinin ve Oteller ve Lokantalar Sektörünün faaliyet ve finansal kaldıraç düzeylerini daha etkin yönetmeleri gerekliliğini ortaya koymaktadır. Özellikle yapısı gereği sabit maliyetlerin, talep belirsizliğinin ve sistematik riskin yüksek olduğu turizm sektöründe maliyetlerin ve giderlerin etkin bir şekilde yönetilmesi ve global düzeyde meydana gelebilecek ekonomik, siyasi vb. gelişmelere proaktif bir yaklaşımla etkin satış ve pazarlama stratejilerinin geliştirilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte sabit varlıkların payının yüksek olması nedeniyle sabit varlıkların vadesine uygun olan finansal kaynakların bulunması ve satışlardaki belirsizlik nedeniyle olabildiğince özkaynaklardan yararlanılması önem arz etmektedir.

Çalışma sonunda elde edilen bulguların verilerin kısıtlı olması nedeniyle sınırlı bir döneme (2002-2009) ait olduğu unutulmamalıdır. Bununla birlikte ülkemizde halka açık turizm şirketlerinin sayısının az olması da çalışmanın bir diğer kısıtıdır. Dolayısıyla gelecekte yapılacak çalışmalarda daha uzun bir dönemi kapsayacak veri setiyle gerçekleştirilecek çalışmaların veya uluslar arası kıyaslamayı kapsayan çalışmaların yapılması önerilebilir. Genel olarak literatür incelendiğinde konuyla ilgili olarak turizm sektörüne yönelik olarak kısıtlı sayıda çalışma gerçekleştirildiği ve özellikle Türk turizm sektörüne yönelik daha önce bir çalışma gerçekleştirilmediği tarafımızca saptanmıştır. Bu bağlamda gerçekleştirilen bu çalışmanın literatürdeki bu eksikliği gidereceği düşünülmektedir. Yine çalışma, elde ettiği bulgularla faaliyet (işletme) ile finansal risklerini yönetebilme bağlamında sektördeki uygulamacılar açısından önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

1. AKGÜÇ, Öztin (1998), *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
2. AKHTAR, Shumi ve Barry Oliver (2005), ‘The Determinants Of Capital Structure For Japanese Multinational And Domestic Corporations’, <http://ecocomm.anu.edu.au/research/papers/pdf/0601.pdf>, 25.01.2007.
3. ARNOLD, Glen (1998), *Corporate Financial Management*, Financial Times Prentice Hall, England.
4. AYDIN, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Çoşkun (2004), *Finansal Yönetim (1. Baskı)*, Detay Yayınevi, Ankara.
5. AYDIN, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Çoşkun (2009), *Finansal Yönetim (3. Baskı)*, Detay Yayınevi, Ankara.
6. AYDIN, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Çoşkun (2010), *Finansal Yönetim*, Detay Yayınevi, Ankara.
7. BRIGHAM, Eugene F. ve Joel F. Houston (2004), *Fundamentals of Financial Management (Concise 4th Edition)*, South-Western Educational Publication, Mason Ohio.
8. CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz (2010), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Basım Yayın, Bursa.
9. EHRHARDT, Michael C. ve Eugene F. Brigham (2006), *Corporate Finance- A Focused Approach*, Thomson South-Western, China.
10. ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2005), *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara.
11. FEIJ’OO, Luis Garcia ve Randy D. Jorgensen (2010), “Can Operating Leverage Be the Cause of the Value Premium?”, *Financial Management (Autumn)*, pp. 1127 – 1153.
12. GAHLON, James M. ve James A. Gentry (1982), “On The Relationship Between Systematic Risk And The Degree Of Operating And Financial Leverage”, *Financial Management (Summer)*, Vol. 11, No. 2, pp. 15-23.
13. GRITTA, Richard D., Brian Adams ve Bahram Adrangi (2006), “Operating, Financial and Total Leverage and the Effect on U.S. Air Carrier Returns, 1990-2003”, *Journal of the Transportation Research Forum*, Vol. 45, No. 2, pp. 57-68.
14. GUTHRIE, Graeme (2011), “A Note On Operating Leverage And Expected Rates Of Return”, *Finance Research Letters*, Vol. 8, pp. 88–100.
15. HAMADA, Robert S. (1972), “The Effect Of The Firms Capital Structure On The Systematic Risk Of Common Stock”, *Journal of Finance*, Vol. 27, pp. 435-452.

16. KARADENİZ, Erdiñ, Ömer İskenderoğlu, Serkan Yılmaz Kandır ve Yıldırım Beyazıt Önal (2011), “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Yardımıyla Oteller ve Lokantalar Sektörünün Finansman Kararlarının İncelenmesi”, *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, Cilt 8, Sayı 1, ss. 17-29.
17. LEV, Baruch (1974), “On the association between operation and risk”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, No. 4, pp. 627-642.
18. MANDELKER, Gershon N. ve S. Ghon Rhee (1984), “The Impact Of The Degrees Of Operating And Financial Leverage On Systematic Risk Of Common Stock”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 1, pp. 45-57.
19. MOYER, R. Charles, James R. McGuigan ve Ramesh P. Rao (2007), *Fundamentals Of Contemporary Financial Management*, Thomson South-Western, USA.
20. MYERS, Stephen C. (1977), “The Relationship Between Real And Financial Measures Of Risk And Return”, Edt: I. Friend and J. Bicksler, *Risk And Return In Finance*, Ballinger Publishing Company, Cambridge.
21. MYERS, Stephen C. (2001), “Capital Structure”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102.
22. PREZAS, Alexandros P. (1987), “Effects Of Debt On The Degrees Of Operating Anf Financial Leverage”, *Financial Management*, Vol. 16, No. 2, pp.39-44.
23. RUBINSTEIN, Mark E. (1973), “A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory”, *Journal of Finance*, Vol. 28, pp.167-182.
24. TÜRKO, Metin (1999), *Finansal Yönetim*, Alfa Yayınevi, İstanbul.
25. YANG, Huo, H. ve Francis, Kwansa (1994), “Effect of Operating and Financing Leverage on Firm's Risk”, *Journal of the International Academy of Hospitality Research*, Vol. 8, <http://scholar.lib.vt.edu/ejournals/JIAHR /issue8/>, 20.03.2009.