

# İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Karlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi

*The Analysis of the Variables that Effect Return on Assets of Tourism Companies Quoted on Istanbul Stock Exchange*

**Erdiñç KARADENİZ\*, Ömer İSKENDERÖĞLU\*\***

\*Yrd. Doç. Dr., Mersin Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu, Çiftlikköy Kampüsü, 33169, Mersin.

E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

\*\*Yrd. Doç. Dr., Niğde Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Merkez Kampüsü, 51240, Niğde.

E-posta: oiskenderoglu@nigde.edu.tr

## MAKALE BİLGİLERİ

### Makale işlem bilgileri:

Gönderilme tarihi : 25 Ağustos 2010

Birinci düzeltme : 23 Kasım 2010

İkinci düzeltme : 29 Mart 2011

Kabul : 31 Mart 2011

### Anahtar sözcükler:

Aktif karlılığı,

Bütünleşik regresyon,

Sermaye yapısı,

İMKB turizm işletmeleri.

## ÖZ

Bu çalışmanın amacı, halka açık turizm işletmelerinde aktif karlılığını etkileyen değişkenleri analiz etmektir. Bu bağlamda hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören turizm işletmelerinin 2002-2009 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verileri üzerinde bütünleşik regresyon (pooled OLS) yöntemiyle analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda kaldıraç oranının aktif karlılığı üzerinde negatif; ölçek, pazar payı, net işletme sermayesi devir hızı ve aktif devir hızının ise pozitif etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca alacak devir hızı ile stok devir hızının aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisine ulaşılamamıştır.

## ARTICLE INFO

### Article history:

Submitted : 25 August 2010

Resubmitted : 23 November 2010

Resubmitted : 29 March 2011

Accepted : 31 March 2011

### Key words:

Return on assets,

Pooled regression,

Capital structure,

ISE tourism companies.

## ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the variables that effect return on assets profitability on publicly held tourism companies. In this respect, by the quarterly data of all tourism companies that are quoted on Istanbul Stock Exchange (ISE), pooled regression analysis is employed for 2002-2009. Analysis results execute that the leverage ratio effects return on assets negatively while size, market share, net working capital turnover, asset turnover effect positively. Furthermore receivable turnover ratio and inventory turnover ratio have no effects on return on assets.

## GİRİŞ

Son yıllarda harcanabilir kişisel gelirlere turizm ve tatil ayrılma payının artması, ulaşım ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme ve insanların şimdiye kadar görmedikleri ve merak ettikleri yeni bölgeleri ziyaret etme isteği sonucunda turizm sektörü, dünyada en hızlı gelişen ve büyüyen sektörlerin başında yer almaktadır. Özellikle yarattığı istihdam, gelir ve katma değerle birlikte hizmet verdiği insan sayısı açısından bakıldığında, turizm sektörünün önemi artmaktadır. Bu nedenle, tüm dünya ülkeleri kendi vatandaşlarını, turizme üretici veya tüketici olarak katılmaları için teşvik etmektedir-

ler (Kandır, Önal ve Karadeniz 2007). Geçtiğimiz 30 yıllık süreç içerisinde turizm sektöründe artan talebi karşılamak amacıyla dünyada ve ülkemizde birçok turizm işletmesi açılmış ve sadece yerel değil küresel olarak da yoğun bir rekabet yaşanmaya başlamıştır. Bu yoğun rekabet ortamında, sektördeki işletmelerin başarılı olabilmeleri için, öncelikli olarak finansal açıdan güçlü olmaları ve güçlü finansal yapılarını amaçları doğrultusunda koruyarak, yönetmeleri gerekmektedir.

Günümüzde finans bilimi açısından işletmelerin nihai amacı firma değerini (firmanın piyasa değerini) en üste çıkarmaktır. Bir başka ifadeyle kendisi-

ne yatırım yapan sermayedar ya da pay sahibinin kazancını (refahını) en üst seviyeye çıkarmaktır. Bu nihai amaca ulaşmada en önemli unsurlar kar elde etmek, karın sürdürülebilirliğini sağlamak ve amaçlanan karlılığa ulaşmada katlanılacak riski yönetebilmektir. Yöneticilerin, firmanın faaliyetleriyle ilgili aldıkları kararlar, firmanın karlılığını ve risk derecesini etkilemektedir. Karlılık ve risk düzeyi de firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Burada finans yöneticisinden beklenen, firmanın piyasa değerini en yükseğe ulaştırarak biçimde risk ve karlılık arasında bir denge kurarak optimal bir değişim sağlamasıdır (Akgüç 1998; Arnold 1998). Bu bağlamda işletmelerle ilgili alınacak yönetsel kararların karlılığa olan etkisinin incelenmesi önem arz etmektedir.

Türk turizm sektöründe, son yıllarda turist sayısının artmasına rağmen, sektörün önde gelen bazı işletmelerin el değiştirmeleri ya da iflas etmelerinin, sektördeki kar-zarar dengesinin istenildiği gibi sağlanamamasından kaynaklandığı kabul edilmektedir. Bu durum turizm sektöründe kar-zarar dengesinin sağlanması konusunu önemli hale getirmiştir. Özellikle turizm sektörünün önemli aktörü konumundaki konaklama işletmeleri açısından sektörde ciddi yatak fazlalığının bulunması, bu nedenle de fiyat rekabetinin ağırlaşması, enerji, bakım-onarım, yiyecek, personel, amortisman, faiz ve benzeri maliyetlerin yüksek olması, döviz kuru riskinin yönetilememesi ve sektöre ait enflasyonun yükselmesi gibi nedenlerle, likidite ve karlılık açısından sorunlar oluşabilmektedir. Bununla beraber, kar elde edemeyen konaklama işletmelerinin, bir sezon sonra kar elde etme beklentisiyle son yıllarda gittikçe borçlanmaları, buna karşın kar marjlarının daralması neticesinde finansal sıkıntı ve iflas durumlarıyla karşı karşıya kalmaları, Türk turizm sektörünü olumsuz etkileyebilmektedir ([http://www.haberantalya.com/haber\\_detay.asp?haberID=15024](http://www.haberantalya.com/haber_detay.asp?haberID=15024)). Özellikle talebin sürekli değiştiği buna karşın sabit sermaye yatırımlarının yüksek olduğu, risk ve belirsizliğin her zaman mevcut olduğu, gider ve maliyetlerin kontrol edilmesinin her geçen gün zorlaştığı ve özellikle yoğun rekabet ortamında kar marjlarının oldukça düştüğü turizm işletmelerinde karlılığı etkileyen faktörlerin belirlenmesinin önemli olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, halka açık turizm işletmelerinin aktif karlılığını etkileyen değişkenlerin tespit edilmesidir. Ayrıca karlılığın, piyasa değerinin en üst seviyeye çıkarılma amacına uy-

gun olarak artırılması ve sürdürülebilir karlılığın sağlanması yönünde tavsiyeler oluşturulmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda çalışma, dört bölüme ayrılmıştır; çalışmanın birinci bölümünde konuyla ilgili daha önce yapılmış çalışmalar, ikinci bölümünde ise veri ve yöntem hakkında bilgi verilmektedir. Üçüncü bölümde analizden elde edilen bulgular tartışılmaktadır. Sonuç kısmında ise, turizm işletmelerinin karlılığının artırılması bağlamında ve gelecek çalışmalar için tavsiyelerde bulunmaktadır.

## İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Konuyla ilgili daha önceki çalışmalar incelendiğinde farklı ülkelerde çeşitli sektörlerdeki işletmelerin karlılığını etkileyen çeşitli değişkenlerin incelendiği belirlenmiştir. Simon (1962), firma büyüklüğü ile karlılık arasında istatistikî açıdan anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Hall ve Weiss (1967), Fortune 500 firmasında karlılık ile firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu saptamışlardır. Whittington (1980), İngiltere firmalarında ortalama karlılığın firma büyüklüğünden bağımsız olduğunu saptamıştır. Eriotis ve Neokosmides (2002), çalışmalarında borç/özsermaye oranı ile karlılık arasında negatif bir ilişki saptamışlardır. Mesquita ve Lara (2003), Brezilya'da halka açık işletmelerde finansal kaldıraç değişkeni ile karlılık arasında negatif, kısa vadeli borç düzeyiyle karlılık arasında ise pozitif bir ilişki saptamışlardır. Uzun vadeli borç düzeyiyle karlılık arasında ise herhangi bir ilişki saptanamamıştır. Ammar ve diğerleri (2003), elektrik işletmelerinde firma büyüklüğü ile karlılık arasında belirli düzeyde pozitif ilişki olduğunu saptamışlardır. Pandey (2004), Malezya'da halka açık işletmelerde aktif büyüklüğü ile karlılık arasında negatif yönde bir ilişki saptarken, belirli bir karlılık düzeyinde finansal kaynak maliyetlerinin minimum seviyeye ulaştığını belirlemiştir. Ramasamy, Ong ve Yeung (2005), Malezya'da hurma yağı üreten işletmelerde; büyüklük ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu, ayrıca özel sektör sahipliğindeki işletmelerin kamu işletmelerine göre daha yüksek karlılık elde ettiklerini saptamışlardır. Külter ve Demirgüneş (2007), hisse senetleri İMKB'de işlem gören perakendeci işletmelerde karlılığın işletme büyüklüğüne ve borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azaldığını; işletme sermayesi yatırımlarının ve pazar payının artmasına bağlı olarak da arttığını saptamışlardır. Mahmood ve Zakaria (2007), Malezya'daki işletmelerde borç-

özsermaye oranıyla net kar marjı ve fiyat-kar oranı arasında negatif yönde bir ilişki tespit etmişlerdir. Kabakçı (2008), İMKB’de hisseleri işlem gören gıda firmalarında firma büyüklüğü, büyüme oranı ve borç dışı vergi kalkanı ile özsermaye karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu, buna karşın sermaye yapısı kararları ve vergi oranı ile karlılık arasında negatif ilişki olduğunu belirlemiştir. Albayrak ve Akbulut (2008), İMKB’de hisseleri işlem gören firmalarda kaldıraç, büyüklük, stok devir hızı ve piyasa değeri değişkenleri ile karlılık arasında pozitif bir ilişki olduğunu buna karşın kaldıraç oranının aktif karlılıkla negatif ilişki içerisinde olduğunu saptamışlardır. Akkaya (2008), hisse senetleri İMKB’de işlem gören deri-tekstil sektöründen tesadüfî seçilmiş işletmelerde Tobin Q oranı ile beta, maddi duran varlık ve ölçek değişkenleri arasında pozitif, büyüme değişkeniyle ise negatif bir ilişkiyi tespit etmiştir. Frank ve Goyal (2008), çalışmalarında sermaye yapısı ve karlılık arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre, firma karlılığı ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Konuyla ilgili olarak turizm sektörüne yönelik olarak yapılmış çalışmalar incelendiğinde ise doğrudan karlılığı etkileyen değişkenleri inceleyen kısıtlı sayıda çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Yine yapılan çalışmaların ağırlıklı olarak turizm sektöründe faaliyet gösteren yiyecek-içecek işletmeleriyle konaklama işletmelerine yönelik olduğu saptanmıştır. Konuyla ilgili olarak genelde turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde sermaye yapısı kararları ile karlılık değişkeni arasındaki ilişkiler, dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerine göre incelenmeye çalışılmıştır. Yine karlılık yerine diğer finansal performans ölçütlerini (hisse senedi fiyatı, hisse senedi getirisi, Tobin Q Oranı gibi) etkileyen değişkenler incelenmiştir. Gu (1993), yüksek karlılığa sahip restoranlarda yabancı kaynak kullanımının azaldığını saptamış, bu bağlamda finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu belirtmiştir. Benzer olarak Sheel (1994), otel ve imalat işletmelerinde sermaye yapısı kararlarını incelediği çalışmasında otel işletmelerinde borç kullanımının karlılık düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğunu ve bu bağlamda finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu saptamıştır. Sheel ve Wattanasuttiwong (1998), restoran işletmelerinde borç/özsermaye düzeyi ile risk ve büyüklüğe göre düzeltilmiş özsermaye karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki saptamışlardır. Yoon ve Jang

(2005), Amerika’daki restoran endüstrisinde finansal kaldıraç düzeyinin ve büyüklüğün karlılık ve risk üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, özsermaye karlılığı üzerinde işletme büyüklüğünün kaldıraç düzeyinden daha etkili olduğu saptanmıştır. Ayrıca küçük firmaların daha riskli oldukları saptanmıştır. Chen, Kim ve Kim (2005), Tayvan borsasında işlem gören otel işletmelerinde hisse senedi getirilerini etkileyen makro ve mikro ekonomik değişkenleri incelemişlerdir. Tsai ve Gu (2007), kumarhane işletmelerinde kurumsal sahiplik ile Tobin Q oranı olarak aldıkları finansal performans arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışma sonucunda kurumsal sahiplik düzeyinin finansal performans üzerinde güçlü ve pozitif bir etkisi olduğu saptanmıştır. Kandır vd. (2008), Türk turizm sektöründeki büyüme göstergelerinin (turizm gelirlerinin milli gelire oranı ve konaklama işletmelerinin doluluk oranlarındaki gelişmeler) turizm işletmelerinin finansal performanslarına olan etkilerini Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları üzerinde incelemişlerdir. Çalışma sonucunda doluluk oranları ile finansal performansları (aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve satışların karlılığı) arasında doğru yönde bir ilişki saptanmıştır. Buna karşın turizm gelirlerinin milli gelire oranı ile karlılık göstergeleri arasındaki ilişki negatif yönlü olarak saptanmıştır.

## ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE VERİLER

İMKB’de hisseleri işlem gören toplam sekiz turizm işletmesi bulunmaktadır (Net Turizm, Marmaris Altinyunus, Altinyunus Çeşme, Martı Otel, Petrokent Turizm, Tek – Art Turizm, Favori Dinlenme Yerleri, Metemtur Otelcilik). Aşağıdaki tabloda İMKB turizm işletmelerinin fiili faaliyet konuları, dâhil olduğu sektörler ve bünyelerindeki işletme sayıları hakkında ayrıntılı bilgi verilmektedir.

Tablo 1 incelendiğinde söz konusu işletmelerin, ağırlıklı olarak konaklama işletmeciliği olmak üzere turizm sektörünü meydana getiren alt alanlarda (yeme-içme, hediyelik eşya, alışveriş, seyahat, ulaşım ve araç kiralama) faaliyet gösterdikleri görülmektedir. Dolayısıyla bu işletmelerin finansal tabloları, çeşitli faaliyet alanlarında faaliyet gösteren bağlı işletmelerin finansal tablolarının konsolide edilmiş halidir. Bu bağlamda, çalışma sonucunda elde edilen bulguların bu kısıt altında değerlendirilmesi gerekmektedir.

Çalışmada oluşması muhtemel kayıp gözlem (missing value) sorununu gidermek için tüm işletme-

Tablo 1. İMKB Turizm İşletmeleri Hakkında Genel Bilgiler

İMKB Turizm İşletmeleri	Dâhil Olduğu Sektör	Fiili Faaliyet Konuları	Bünyesindeki Turizm İşletmeleri
Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	Turistik mağaza işletmeciliği (Halı ve benzeri ürünler, giyim eşyası, mücevherat ve hediyelik eşya üretimi ve ticareti), • Turizm İşletmeciliği (konaklama, dinlenme, eğlence, gezi, yiyecek ve içecek yerleri açılması ve işletilmesi), • Turistik Amaçlı Ulaşım Faaliyetleri ve Seyahat Acenteciliği.	22 Adet Duty-Free Mağaza 2 Adet 5 yıldızlı Otel 2 Adet Tatil Köyü 1 Adet 4 Yıldızlı Otel 1 Adet Kumarhane 1 Adet Cafe 1 Adet Limuzin Kiralama İşletmesi 7 Adet Turistik Alışveriş Mağazası
Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Turistik Otel İşletmeciliği	1'i Kirada Olmak Üzere 2 Adet 5 Yıldızlı Otel
Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Turizm İşletmeciliği	1 Adet Tatil Köyü
Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Her türlü otel, motel, tatil köyü, marina, restoran ve buna benzer turistik tesisler kurmak, işletmek, işletirmek, kiraya vermek, • Kurulu veya kurulacak tesisler kiralamak, bu amaçla ortaklıklar kurmak, her türlü işbirliği sözleşmeleri yapmak.	1 Adet 5 Yıldızlı Otel 2 Adet 4 Yıldızlı Otel 1 Adet Marina
Petrokent Turizm A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Turizm Yatırımı ve İşletmeciliği	2 Adet Tatil Köyü
Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Turizm ve Otel İşletmeciliği İnşaat ve Taahhüt	1 Adet Tatil Köyü
Favori Dinlenme Yerleri A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Turizm İşletmeciliği	1 Adet Tatil Köyü
Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	• Turizm Otelcilik	1 Adet Tatil Köyü

Kaynak: www.imkb.gov.tr

lerin verilerine aynı anda ulaşılabilen ve verilerin tamamının sağlıklı olarak bulunabildiği 2002–2009 dönemleri arasında her bir işletmeye ait 32 gözlemden yararlanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Yöntem olarak bütünleşik regresyon (pooled OLS) yöntemi kullanılmıştır.

Bağımlı değişken olarak aktif karlılığının kullanıldığı çalışmada, bağımsız değişkenler olarak kaldıraç oranı, aktif büyüklüğü, işletmenin sektördeki pazar payı, net işletme sermayesinin aktif toplamına oranı, alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif devir hızı oranları kullanılmıştır. Ayrıca sermaye yapısı kararlarında vade yapısı tercihlerinin aktif karlılığına olan etkisini ölçmek ve bu bağlamda daha kapsamlı bir sonuç elde etmek amacıyla kaldıraç oranı; uzun vadeli kaldıraç, kısa vadeli kaldıraç ve toplam kaldıraç olarak çalışmaya dâhil edil-

miştir. Üzerinde analiz gerçekleştirilen modeller ve değişkenlerin ifadesi aşağıda özetlenmektedir;

$$ROA = \beta_1 + \beta_{i1}KAL_i + \beta_{i2}AKTİF_i + \beta_{i3}PAZAR_i + \beta_{i4}NİS_i + \beta_{i5}ADH_i + \beta_{i6}SDH_i + \beta_{i7}NS/TA + u \quad (1)$$

$$ROA = \beta_1 + \beta_{i1}KVKAL_i + \beta_{i2}AKTİF_i + \beta_{i3}PAZAR_i + \beta_{i4}NİS_i + \beta_{i5}ADH_i + \beta_{i6}SDH + \beta_{i7}NS/TA + u \quad (2)$$

$$ROA = \beta_1 + \beta_{i1}UVKAL_i + \beta_{i2}AKTİF_i + \beta_{i3}PAZAR_i + \beta_{i4}NİS_i + \beta_{i5}ADH_i + \beta_{i6}SDH_i + \beta_{i7}NS/TA + u \quad (3)$$

Burada;

- ROA : Aktif Karlılığını  
KAL : Toplam Kaldıraç  
KVKAL : Kısa Vadeli Kaldıraç  
UVKAL : Uzun Vadeli Kaldıraç  
AKTİF : İşletme Büyüklüğünü



PAZAR	: İşletmenin Pazar Payını
NİS	: Net İşletme Sermayesinin Aktif Toplamına Oranını
ADH	: Alacak Devir Hızını
SDH	: Stok Devir Hızını
NS/TA	: Net Satışların Toplam Aktiflere Oranını (Aktif Devir Hızını)
U	: Hata Terimini ifade etmektedir.

Bütünleşik regresyon analizi, farklı kesitleri (zaman) bir araya getiren bir panel regresyon analizidir. Bütünleşik regresyon analizinde kullanılan modelin en yalın hali aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$y_{it} = \beta_1 + \sum_{k=2}^i \beta_k X_{kit} + e_t$$

Burada  $i$  kesit birimleri (bu çalışmada sekiz adet işletmeyi),  $t$  zamanı,  $k$  bağımsız değişken sayısını,  $y$  bağımlı değişkeni,  $x$  bağımsız değişkenleri,  $e$  hata terimini ifade etmektedir. Bu şekilde gerçekleştirilen bir regresyon analizi, geleneksel yaklaşımdaki birçok sorunu aşmayı sağlamaktadır. Buna göre bütünleşik regresyon analizi, klasik zaman serisi analizi ile kesit regresyon analizinde karşılaşılan kısa zaman (kısa  $n$ ) sorununu aşmayı sağlamaktadır (Schmidt 1997; Campbell, Lo ve MacKinlay 1997). Bununla birlikte Campbell (1996), bütünleşik regresyon analizinde sağlanan bu avantajın sahte sonuçları minimize edeceğini belirtmiştir. Bu çalışmada da her bir işletme için ayrı ayrı analiz yapılacak olsaydı işletme başına 32 gözlem kullanılabilir iken, bütünleşik regresyon yöntemi kullanılıncaya sekiz turizm işletmesine ait 32 veriden yararlanılarak  $8 * 32 = 256$  veri üzerinde analiz yapma olanağı sağlanmıştır.

Bütünleşik regresyon analizinin sağladığı bir diğer avantaj da, modellerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin zamana bağlı değişkenliklerini göz ardı etmesidir. Bu bağlamda gerçekleştirilen bütünleşik regresyon analizi, modelin geçerliliğini zamana bağlı değil, işletmelere bağlı olarak sınamaktadır (Hicks 1994). Ayrıca bütünleşik regresyon analizi bağımlı ve bağımsız değişkenlerin zamana bağlı değişkenlikleri ile birlikte, işletmeler arası değişkenliklerini de göz ardı ederek bir avantaj kazandırmaktadır. Bütün bu avantajlarına karşın bütünleşik regresyon analizinin zayıf olduğu bazı yönler de mevcuttur. Örneğin, model sabiti ile eğiminin tümünün sabit olduğu kabul edilir ancak

bu durum mevcut olmayabilir. Ayrıca rastsal hata teriminin zamana ve/veya birimlere göre oluşan değişiklikleri yakalaması söz konusudur (Hsiao 2003). Bu bağlamda analizlerde zamana bağlı değişkenlik göz ardı edilse dahi tahmin hatalarında seri korelasyon sorunu ile karşılaşılabilir. Bu çalışmada karşılaşılmaması muhtemel seri korelasyon sorununun varlığı, Durbin – Watson (1950 ve 1951) tarafından geliştirilen Durbin – Watson testi ile incelenmiştir.

Analizlerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlamalar, hesaplama yöntemleri ve veri kaynakları aşağıda verilmiştir.

*ROA (Return on Assets- Aktif Kârlılığı)*: Bu değişken, işletmenin faaliyetlerinde kullandığı varlıklarını ne derece etkin kullandığını bir başka ifadeyle varlıkları üzerinden ne kadar gelir sağladığını göstermektedir. Söz konusu değişken, konuyla ilgili yapılmış birçok çalışmada (Hall ve Weiss 1967; Whittington 1980; Külter ve Demirgüneş 2007; Kandır vd. 2008; Albayrak ve Akbulut 2008) finansal performans göstergesi kabul edilmiş ve bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. ROA değeri, aşağıdaki şekliyle hesaplanabilir (Peterson 1994);

$$\frac{\text{Net kâr}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde, birçok işletmeye özgü değişkenin işletme karlılığı üzerindeki etkisinin incelendiği saptanmıştır. Bu çalışmada ise aktif karlılığını etkilediği düşünülen değişkenler belirlenirken, literatürde en fazla kullanıma durumu ve turizm sektörünün özellikleri dikkate alınmıştır. Bu bağlamda çalışmada toplam dokuz adet bağımsız değişken analize dâhil edilmiştir. Söz konusu değişkenler aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

*KAL (Toplam Kaldıraç Oranı)*: Bu değişken, işletmenin aktiflerinin ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Konuyla ilgili daha önce yapılmış çalışmalarda, toplam kaldıraç oranı, karlılığı etkileme durumu en fazla incelenen değişkenlerden birisidir (Fu 1997; Eriotis ve Neokosmides 2002; Mesquita ve Lara 2003; Külter ve Demirgüneş 2007; Mahmood ve Zakaria 2007; Akkaya 2008; Kabakçı 2008). Oranın yüksek olması, işletmenin riskli bir şekilde finanse edildiğini gösterir. Ancak işletme yöneticileri, oranı yüksek tutarak ve kaynakları etkin kullanarak kaldıraç etkisinden yararlanmak suretiyle işletmenin karlılığını arttırabilirler. Finans yöneticilerinin emniyet

ve yüksek kar sağlama ile zarar riski arasında bir denge sağlamaları gerekmektedir (Çabuk ve Lazol 2008). Toplam kaldıraç oranı şu şekilde hesaplanabilir (Çabuk ve Lazol 2008);

$$\frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Pasif (Aktif) Toplamı}}$$

Toplam kaldıraç oranı, vadesine bağlı olarak iki farklı kaldıraç oranının birleşiminden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla; kısa vadeli kaldıraç oranı ve uzun vadeli kaldıraç oranıdır.

**KVKAL (Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı):** Bu oran, iktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. İlgili oran; Mesquita ve Lara (2003), Kabakçı (2008) çalışmalarında da bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Kısa vadeli kaldıraç oranı şu şekilde hesaplanabilir (Çabuk ve Lazol 2008);

$$\frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Pasif (Aktif) Toplamı}}$$

**UVKAL (Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı):** Bu oran, işletmenin sahip olduğu varlıkların ne kadarlık kısmının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Literatür incelendiğinde Mesquita ve Lara (2003), Kabakçı (2008) çalışmalarında da bağımsız değişken olarak kullanılan uzun vadeli kaldıraç oranı aşağıdaki gibi hesaplanabilir (Çabuk ve Lazol 2008);

**AKTİF (İşletme Büyüklüğü):** Söz konusu değişken, işletme büyüklüğü ile karlılık arasındaki olası ilişki göz önünde bulundurularak modele dâhil edilmiştir. İşletme büyüklüğü değişkeni, konuyla ilgili yapılmış Simon (1962), Hall ve Weiss (1967), Marcus (1969), Whittington (1980), Külter ve Demirgüneş (2007), Albayrak ve Akbulut (2008) çalışmalarında bağımsız değişken olarak incelenmiştir. Firma büyüklüğü değişkeni, çalışmada AKTİF olarak ifade edilmiş ve aktif toplamının doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır (Külter ve Demirgüneş 2007; Albayrak ve Akbulut 2008).

**PAZAR (Pazar Payı):** Pazar değişkeni, işletmenin pazar payını göstermektedir. Külter ve Demirgüneş (2007), çalışmalarında sözkonusu değişkeni, karlılığı etkileyen değişken olarak incelemişler ve bu değişkeni, işletmeye ait satış tutarının aynı sektörde bulunan ve borsada işlem gören işletmelerin toplam satışları içerisindeki payıyla ölçmüşlerdir. Bu hesaplama, işletmenin içinde bulunduğu tüm sektör içindeki pazar payını göstermede eksik

kalsa da en azından işletmenin satış bağlamında borsada işlem gören diğer rakiplerine göre performansı hakkında bir ipucu verebileceği düşünülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada da Külter ve Demirgüneş'in (2007) çalışmalarında hesaplandığı gibi sektör olarak İMKB turizm işletmelerinin toplam satışları esas alınmış ve her bir işletmenin satışlarının tüm halka açık turizm işletmelerinin satışlarının toplamı içindeki payı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\frac{\text{İşletmenin Satışları}}{\text{Halka Açık Turizm İşletmelerinin Toplam Satışları}}$$

**NİS (Net İşletme Sermayesinin Düzeyi):** Çalışmada karlılık ile likidite durumu arasındaki ilişkinin ölçülmesinde net işletme sermayesi değişkeni alınmıştır. Brüt işletme sermayesi, dönen varlıkların toplamı olarak tanımlanmaktadır. Net işletme sermayesi ise, dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki farktır. Bir başka ifadeyle, dönen varlıkların devamlı sermayeyle finanse edilen kısmıdır. Bu bağlamda, firmaların günlük faaliyetlerini etkin bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal durumlarının sağlıklı olabilmesi açısından, net işletme sermayesinin düzeyi önem arz etmektedir (Akgüç 1995). Özellikle günlük faaliyetlerin sürdürebilmesinin çok önemli olduğu turizm işletmeleri açısından da net işletme sermayesinin düzeyinin önemli olduğu söylenebilir. Bu bağlamda çalışmada net işletme sermayesinin aktif toplamı içerisindeki düzeyi, modele dâhil edilmiş ve aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$\frac{\text{Net İşletme Sermayesi}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

**ADH (Alacak Devir Hızı):** Bu değişken, işletmenin alacaklarının paraya dönüşüm çabukluğunu, dolayısıyla likiditesini gösterir. Bir başka ifadeyle alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir. Oranın büyümesi alacak devir hızının arttığını, yani vadelerin kısaldığını, küçülmesi ise devir hızının düştüğünü yani vadelerin uzadığını gösterir. Konuyla ilgili daha önce yapılan Külter ve Demirgüneş (2007), Albayrak ve Akbulut (2008) çalışmalarında bu değişken bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Söz konusu değişken aşağıdaki şekliyle hesaplanabilir (Ercan ve Ban 2010);

$$\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

*SDH (Stok Devir Hızı):* Bu değişken, işletmenin stoklarının satışa dönüşüm çabukluğunu göstermektedir. Stok devir hızının yükselmesi, stokların kolay bir biçimde nakite dönüştüğünü gösterir. Konuyla ilgili daha önce yapılan Külter ve Demirgüneş (2007), Albayrak ve Akbulut (2008) çalışmalarında bu değişken bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Söz konusu değişken aşağıdaki şekliyle hesaplanabilir (Ercan ve Ban 2010).

$$\frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Stok Miktarı}}$$

*NS/TA (Aktif Devir Hızı):* Bu değişken, işletmenin aktif varlıklarının kaç katı kadar satış yaptığını gösterir. Aktif devir hızının yüksek olması, işletmelerin karlılığı ve rekabeti açısından olumludur. Bu değişken aşağıdaki şekliyle hesaplanmaktadır (Akgüç 1995);

$$\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

## BULGULAR

Model I, II ve III analiz edilmeden önce kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 2'de verilmiştir. Tablo 2 değerlendirildiği zaman, ortalama ROA'nın negatif olduğu gözlenmiştir. Buna göre 2002–2009 dönemi arasında sekiz turizm işletmesinin ortalama zarar ettiklerini söylemek mümkündür. Ayrıca kaldıraç oranı incelendiğinde ilgili işletmelerin yaklaşık %40 olarak yabancı kaynak kullandığı ve bu bağlamda ağırlıklı olarak özkaynakla finanse oldukları görülmektedir. Yabancı kaynaklar vadesine göre incelendiğinde ise, daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullanıldığı görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynağın ortalama %24 olduğu, uzun vadeli yabancı kaynağın yaklaşık %16 olduğu tespit edilmiştir. NIS (Net İşletme Sermayesi) incelendiğinde ise, analize dâhil turizm işletmelerinin ortalama negatif net işletme sermayesine sahip oldukları görülmektedir. Özellikle söz konusu işletmelerin, dönen varlıklarından daha fazla kısa vadeli yabancı kaynakla finanse olması, bu durumun bir sonucudur. Bir başka ifadeyle, İMKB'ye kote turizm işletmelerinde aktiflerin vade yapısıyla kaynakların vade yapısı arasında bir vade uyumsuzluğu bulunmaktadır. Söz konusu işletmeler, uzun vadeli yabancı kaynak bulmada zorluklarla karşılaştıkları için duran varlıkların belirli bir kısmını da kısa vadeli yabancı kaynaklardan elde etmek zorunda kalmışlardır. Bu

durum, günlük faaliyetlerin sürdürülebilirliğini aynı zamanda işletmelerin likiditesini olumsuz etkileyebilecek bir etkidir.

Alacak devir hızı ile stok devir hızının minimum değerlerinin 0 olması bazı dönemlerde bazı işletmelerin hiç alacak ve stok ile çalışmadıklarını göstermektedir. Ayrıca aynı değerlerin maksimumunun oldukça yüksek çıkması da yine çok düşük alacak ve stok düzeyi ile açıklanabilir.

Hesaplanan veriler arasındaki korelasyonlar ise Tablo 3'den incelenebilir. Tablo 3'e göre, toplam kaldıraç ile aktif karlılığı arasında negatif korelasyon söz konusudur. Bu durum, İMKB turizm işletmelerinin borçtan yararlandıkça karlılıklarının düştüğünü göstermektedir. Aynı sonuç kısa vadeli kaldıraç için söylenebilirken, uzun vadeli kaldıraç için söylenemez. Çünkü uzun vadeli kaldıraç ile aktif karlılığı arasında pozitif korelasyon söz konusudur. Bu sonuç, kullanılan uzun vadeli yabancı kaynakların işletmelerin karlılığını arttırdığı şeklinde yorumlanabilir. Özellikle sabit varlık ağırlıklı olan İMKB turizm işletmelerinde aktiflerin vade yapısına uygun olarak finansal kaynak bulunmasının, aktif karlılığının sağlanması açısından önemli olduğunu göstermektedir. Ayrıca aktif büyüklüğünün, aktif karlılığı ile pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. Aktif karlılığı ile pozitif ilişkili olan pazar payı ve net işletme sermayesi düzeyi değerlendirildiğinde, her ikisinin de en yüksek pozitif iki korelasyona sahip olduğunu söylemek mümkündür. Buna göre turizm işletmesinin satışlarının, borsaya kote olan bütün turizm işletmelerinin satışları içindeki payıyla ifade edilen pazar payı değişkenindeki artış, aktif karlılığında da bir artışa sebep olmaktadır.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Maksimum	Minimum	Std. Sap.
ROA	-0,026	0,193	-0,542	0,077
KAL	0,396	0,998	0,007	0,234
KVKAL	0,240	0,993	0,004	0,220
UVKAL	0,156	0,782	0,000	0,186
AKTIF	17,935	19,608	15,058	0,970
PAZAR	0,127	0,805	0,010	0,133
NIS	-0,066	0,358	-0,663	0,175
ADH	5,200	39,459	0,000	7,354
SDH	7,509	60,437	0,000	10,986
NSTA	0,131	0,921	0,000	0,155

Tablo 3. Korelasyon Matrisi

	ROA	KAL	KVKAL	UVKAL	AKTIF	PAZAR	NIS	ADH	SDH	NSTA
ROA	1									
KAL	-0,161	1								
KVKAL	-0,224	0,664	1							
UVKAL	0,063	0,468	-0,350	1						
AKTIF	0,112	0,273	-0,099	0,459	1					
PAZAR	0,170	0,109	0,161	-0,054	0,385	1				
NIS	0,183	-0,454	-0,730	0,294	0,047	0,042	1			
ADH	0,076	-0,262	-0,224	-0,064	-0,058	-0,063	0,041	1		
SDH	0,081	-0,338	-0,146	-0,251	-0,233	-0,130	-0,005	0,568	1	
NSTA	0,124	-0,112	0,144	-0,311	-0,365	0,151	0,024	0,338	0,380	1

Tablo 4. Bütünleşik Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Model I	Model II	Model III
C	-0.271125 (0.0069)*	-0.208234 (0.0488)**	-0.241855 (0.0088)*
TOPLAM KALDIRAÇ	-0.043448 (0.0373)**		
KISA VADELİ KALDIRAÇ		-0.122884 (0.0163)**	
UZUN VADELİ KALDIRAÇ			-0.027447 (0.1509)
AKTIF	0.013853 (0.0143)**	0.010339 (0.0480)**	0.011953 (0.0193)*
PAZAR	0.075269 (0.0018)*	0.114981 (0.0196)**	0.071154 (0.0007)*
NIS	0.056770 (0.0479)**	0.010445 (0.0431)**	0.091202 (0.0001)*
ADH	-0.000581 (0.1105)	0.000885 (0.1841)	-0.000351 (0.1827)
SDH	0.000093 (0.9862)	0.000482 (0.3327)	0.000133 (0.5016)
NSTA	0.111990 (0.0000)*	0.085799 (0.0180)**	0.075140 (0.0002)*
AR(1)	0.393763 (0.0000)*	0.442063 (0.0000)*	0.459490 (0.0000)*
R2	0.390252	0.291579	0.400012
Düzeltilmiş R2	0.370503	0.268634	0.380580
F	19.76065 (0.0000)*	12.70783 (0.0000)*	20.58440 (0.0000)*
Durbin - Watson	2.053216	1.981600	2.088509

Parantez içerisindeki değerler t istatistiğini göstermektedir.

\* %1 önem düzeyinde anlamlı;

\*\* %5 önem düzeyinde anlamlı;

\*\*\* %10 önem düzeyinde anlamlı.

Ayrıca alacak devir hızı ile stok devir hızı da karlılık ile pozitif ilişkili bulunmuştur.

Gerçekleştirilen bütünleşik regresyon sonuçları ise Tablo 4'te incelenebilir. Çalışma esnasında karşılaşılan otokorelasyon sorununu gidermek için, modellere 1. dereceden otoregresif süreç olan (AR(1) süreci) dâhil edilmiştir. Tablo 4'te üç farklı model için gerçekleştirilen regresyon sonuçları bir arada raporlanmıştır. Sonuçlar değerlendirildiğinde, üç model arasında tutarlılık söz konusudur. Model I'e ait sonuçlar, toplam kaldıraç'ın aktif karlılığını anlamlı ve negatif etkilediğini göstermektedir. Ayrıca aktif büyüklüğü, pazar payı, net işletme sermayesi düzeyi ile aktif devir hızı değişkenlerinin, İMKB turizm işletmelerinin aktif karlılıkları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Aynı sonuçlar Model II için de geçerlidir. Ancak, Model III incelendiğinde diğer iki modelden farklı olarak, uzun vadeli kaldıraç'ın aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Tüm modellerde alacak devir hızı ile stok devir hızının aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı saptanmıştır. Modellerin F istatistiklerinin anlamlı olduğu ve belirlilik katsayılarının %30 ile %40 arasında değiştiği tespit edilmiştir. Ayrıca Durbin-Watson test istatistiğinin sonuçları, modellerde otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir. Ancak Durbin Watson test istatistiğinin gecikme yetersizlikleri dikkate alındığında, konunun bir de Wooldridge testi ile incelenmesi uygundur. Gerçekleştirilen Wooldridge testinin F istatistiği olasılık değeri, üç model için de 0,55'in üzerinde çıkmıştır. Buna göre, otokorelasyonun varlığı reddedilmiştir.



## SONUÇ

Turizm, günümüzde döviz girdisini arttıran ve istihdam sağlayan yapısı ile ulusal ekonomiye katkısı oldukça fazla olan bir sektördür. Ülkemize gelen turist sayısındaki artış, turizmin de aynı ölçüde gelişmesi gerektiğinin bir göstergesidir. Bu bağlamda, turizm işletmelerinin finansal olarak gelişmesi, ülke ekonomisine katkı sağlayacaktır. Ancak burada turizm işletmelerinin sektörden kaynaklanan kendine has finansal özelliklerinin mutlaka göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Örneğin, sektörün yapısı gereği duran varlık ağırlıklı olması, özkaynak ve kaldıraç kullanımlarının farklı olması, talebin esnek olması ve iş riskinin yüksek olması, değerlendirmede dikkate alınması gereken konulardır.

Bu çalışmada İMKB'de hisseleri işlem gören toplam sekiz turizm işletmesinin 2002 – 2009 dönemleri arasındaki bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak bütünleşik regresyon (pooled OLS) analizi ile aktif karlılığına etki eden değişkenler araştırılmıştır. Kısa ve uzun vadeli kaldıraç oranları ile toplam kaldıraç oranının ayrı ayrı analizlere dahil edildiği çalışmada aktif büyüklüğü, işletmenin sektördeki pazar payı, net işletme sermayesi, alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif devir hızının aktif karlılığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu bağlamda üç farklı model ile analiz gerçekleştirilmiştir. Analizden elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, toplam kaldıraç oranının aktif karlılığı üzerinde negatif etkili olduğu görülmüştür. Buna göre toplam kaynaklarının %40'ı yabancı kaynak olan İMKB turizm işletmelerinde borçlanmanın aktif karlılığını olumsuz etkilediği söylenebilir. Bu sonuç konuyla ilgili yapılmış daha önceki çalışmalarla paralellik göstermektedir (Sheel 1994; Eriotis ve Neokosmides 2002; Mesquita ve Lara 2003; Külter ve Demirgüneş 2007; Mahmood ve Zakaria 2007; Kabakçı 2008; Albayrak ve Akbulut 2008). Yine vade yapısı açısından incelendiğinde kısa vadeli kaldıraç oranının aktif karlılığı üzerinde negatif etkili olduğu, buna karşın uzun vadeli kaldıraç ile aktif karlılığı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı saptanmıştır. Ancak korelasyon matrisinde uzun vadeli kaldıraçın aktif karlılığı ile pozitif korelasyona sahip olması, uzun vadeli yabancı kaynakların etkin kullanıldığını göstermektedir. Teoride yüksek düzeyde riskli ve maliyetli olarak borçlanan işletmelerin, sağladığı finansal kaynaklarla gerçekleştirdiği yatırımlardan elde ettiği kar marjının maliyetten daha düşük olması durumunda, faiz ve anapara geri ödemelerinde finansal sıkıntı

içerisinde olabilecekleri kabul edilmektedir (Ercan ve Ban, 2010). Riskin artması, firmanın borçlanma maliyetini ve buna bağlı olarak özkaynak sahiplerinin getiri beklentilerini arttırmakta, sonuç itibarıyla işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yükseltmektedir. Bu durum, aktif karlılığını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Ayrıca turizm işletmelerinin genel olarak sabit varlık ağırlıklı işletmeler olması, ancak yabancı kaynak yapısında daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklara yer verilmesi, sabit varlıkların finansmanında da kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını beraberinde getirmektedir. Bu durum, varlık ve kaynak yapısında vade uyumsuzluğu sorununu yaratabilmekte ve aktif karlılığını olumsuz etkileyebilmektedir. Borçlanmanın ve kısa vadeli borçlanmanın aktif karlılığını olumsuz yönde etkilediği sonucuna bağlı olarak, İMKB'ye kote turizm işletmelerinin borçlanmadan ve özellikle kısa vadeli borçlanmadan kaçınma ya da uygun maliyetli borç bulmaları eğiliminde olmalarının daha doğru olacağı düşünülebilir.

Gerçekleştirilen analizin diğer bir sonucu, İMKB turizm işletmelerinde aktif büyüklüğün aktif karlılık üzerinde pozitif etkisi olduğu yönündedir. Bu sonuç, konuyla ilgili yapılmış daha önceki bazı çalışmalarla paralellik göstermektedir (Hall ve Weiss 1967; Ammar vd. 2003; Kabakçı 2008; Albayrak ve Akbulut 2008). Teoride de işletmelerin, büyümesine bağlı olarak ölçek ekonomilerinden kaynaklanan bir takım avantajlara sahip olması durumunda, büyüklük ile karlılık arasında pozitif yönde bir ilişkinin olması beklenmektedir (Chen ve Zhau 2004). Bu bağlamda elde edilen sonuç, İMKB'ye kote turizm işletmelerinin ölçek ekonomisinden yararlanmakta olduğunu ve daha da yararlanması gerektiğini göstermektedir. Yine çalışma sonucunda, İMKB turizm işletmelerinde her bir işletmenin satışlarının İMKB turizm işletmelerinin toplam satışları içindeki payı olarak ifade edilen pazar payı ile aktif karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. İşletme biliminde; piyasada pazar payı açısından güçlü olan işletmelerin pazardaki değişimlere karşı daha hazır oldukları ve rakiplere karşı daha akılcı stratejiler geliştirerek, pazarda daha etkin bir biçimde faaliyet gösterebildikleri ifade edilmektedir (Syzmanski vd. 1993; Amato ve Amato 2004). Bu bağlamda, elde edilen sonuçların teoriyle uyumlu olduğunu söylemek mümkündür. Dolayısıyla turizm işletmelerinin hitap ettikleri pazardan rakiplerine göre daha fazla pay alabilmek için etkin satış-pazarlama stratejileri geliştirmeleri önerilebilir.

Araştırmadan elde edilen sonuçlardan biri de, İMKB'de işlem gören turizm işletmelerinde, sahip olunan varlıkların kaç katı kadar satış yaptığını gösteren aktif devir hızının, aktif karlılığı üzerinde pozitif etkisi olduğu yönündedir. Teoride aktif devir hızının yüksek olması, işletmelerin karlılığı ve rekabet gücü açısından olumludur (Aydın vd. 2010). Bu bağlamda elde edilen sonucun teoriyle uyumlu olduğu söylenebilir. Dolayısıyla özellikle kar marjının her şey dâhil satış sistemi nedeniyle düştüğü Türk turizm sektöründeki başta konaklama işletmeleri olmak üzere bu sistemden etkilenen tüm diğer işletmelerde aktif devir hızının arttırılmasıyla satış hacmine paralel karlılığın arttırılması önerilebilir. Yine araştırma sonucunda net işletme sermayesi düzeyinin aktif karlılığı pozitif etkilediği saptanmıştır. Net işletme sermayesi çerçevesinde elde edilen bu sonuç da gerek teorik gerekse ampirik çalışmalar tarafından desteklenmektedir. Teoride likiditesi yüksek olan firmaların bir başka ifadeyle işletme sermayesini etkin olarak yöneten işletmelerin karlılıklarının da yüksek olacağı kabul edilmektedir (Okka 2006). Yine Külter ve Demirgüneş (2007), gerçekleştirdikleri çalışmada benzer sonuca ulaşmışlardır. Ancak genel olarak analize dâhil turizm işletmelerinin ortalama net işletme sermayelerinin negatif çıkması, bu işletmelerin likidite açısından sıkıntı yaşayabileceklerinin bir göstergesi olabilir. Dolayısıyla İMKB turizm işletmelerinin işletme sermayesi yönetimine karın arttırılması, karın sürdürülebilirliği ve firma değeri maksimizasyonu çerçevesinde önem vermeleri gerektiği söylenebilir.

Araştırmada son olarak alacak ve stok devir hızı değişkenlerinin İMKB'ye kote turizm işletmelerinin aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olmadığı saptanmıştır. Bu sonuç, Külter ve Demirgüneş'in (2007) çalışmasıyla paralellik göstermektedir. Çalışmada analiz edilen İMKB turizm işletmelerinin faaliyet alanlarında ağırlıklı olarak konaklama işletmeciliğinin olması, ilgili sonucun sebebi olarak sayılabilir. Çünkü Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde, her şey dâhil satış sistemine bağlı olarak satışa sunulan odalar, yüksek sezon öncesi tur operatörlerine satılmakta ve bu satıştan elde edilen gelir, genelde peşin olarak alınmaktadır. Bu bağlamda, Türk konaklama işletmelerinde ticari alacak düzeyi düşük gerçekleşmektedir. Buna ek olarak, konaklama işletmeleri stok maliyetlerini azaltmak için stok miktarını düşük düzeyde tutmaktadırlar.

İMKB'de hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin karlılığını etkileyen değişkenlerin tespit edilmeye çalışıldığı bu araştırma sonucunda, ilgili işletmelerin karlılığının artırılması bağlamında; borçlanmadan kaçınmaları ya da varlık yapısının miktar ve vadesine uygun olarak ve daha düşük maliyetle yabancı kaynak bulmaları, varlıkların finansmanında daha çok devamlı sermaye kullanmaları, optimum büyüklüğe ulaşıncaya kadar büyümeye devam etmeleri, pazar paylarını arttırıcı satış ve pazarlama stratejilerine önem vermeleri, işletme sermayesi yönetimine önem vermeleri ve aktif devir hızlarını arttırmaları önerilebilir.

Çalışma, ülkemizde kısıtlı sayıda borsada işlem gören turizm işletmesi olması, ayrıca borsada işlem görmeyen diğer turizm işletmelerinin finansal verilerini vermek istememeleri nedeniyle finansal verilerine ulaşılabilen sınırlı sayıda turizm işletmesi kapsamında ve sektörel temelde bir durum tespiti yapmak amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda çalışma sonucunda elde edilen bulguların yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı hem analize dâhil turizm işletmesi sayısının azlığı (sekiz turizm işletmesi) hem de bu işletmelerin her birinin konaklama işletmeciliği ağırlıklı olmakla birlikte turizm sektöründeki farklı faaliyet alanlarında (yat marina işletmeciliği, alışveriş, ulaştırma gibi) faaliyet göstermeleri bağlamında değerlendirilmesi gerekmektedir. Çalışmanın bu kısıtlarına rağmen elde edilen bulgular neticesinde oluşturulan öneriler ışığında belirlenecek stratejilerin ve oluşturulacak politikaların, turizm işletmelerinin karlılığını olumlu yönde etkilemesi ve sektördeki uygulamacılara yararlı bilgiler vermesi beklenmektedir. Daha sonra yapılacak çalışmalarda da daha fazla firma içi ve hatta makroekonomik değişkenlerin incelenmesine olanak veren ekonometrik çalışmaların gerçekleştirilmesi önerilebilir. Buna ek olarak, her ne kadar finansal verilerin elde edilmesi zor olsa da anket yöntemiyle borsa dışındaki turizm işletmelerinden özellikle maliyet kalemleri (direkt işçilik, direkt hammadde, genel üretim, satılan hizmet maliyeti gibi) hakkında daha kapsamlı veri elde edilmesi suretiyle Türk turizm işletmelerinin karlılıklarına yönelik daha geniş sonuçlara ulaşılan araştırmaların yapılabileceği düşünülmektedir.

#### KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1995). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

- Akkaya, C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (30): 1-13.
- Albayrak, A. S. ve Akbulut, R. (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(7): 55-83.
- Amato, L. H. ve Amato, C. H. (2004). Firm Size, Strategic Advantage, and Profit Rates in US Retailing, *Journal of Retailing and Consumer Services*, 11: 181-193.
- Ammar, A., Hanna, A. S., Nordheim, E. V., Russell, J. S. (2003). Indicator Variables Model of Firm's Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data, *Journal of Construction Engineering and Management*, 129 (2): 192-197.
- Arnold, G. (1998). *Corporate Financial Management*. England: Financial Times Prentice Hall.
- Aydın, N., Başar, M. ve Çoşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Campbell, J. Y. (1996). Understanding Risk And Return, *Journal of Political Economy*, 104: 298-345.
- Campbell, J.Y., Lo, A. W. ve MacKinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press.
- Chen, M. H., Kim, W. G. ve Kim, H. J. (2005). The Impact Of Macroeconomic And Non-Macroeconomic Forces On Hotel Stock Returns, *International Journal of Hospitality Management*, 24 (2): 243-258.
- Chen, L. ve Zhou, S. (2004). Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios, and Capital Structure Choices, *Working Paper*, Michigan State University. <http://ssrn.com/abstract=614082>. Erişim Tarihi: 11.07.2010.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2008). *Mali Tablolar Analizi*. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Durbin, J. and Watson, G. S. (1951). Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression, II., *Biometrika*, 38: 159-179.
- Durbin, J. ve Watson, G. S. (1950). Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression, I., *Biometrika*, 37: 409-428.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2010). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Eriotis, N. P. ve Neokosmides, Z. V. (2002). Profit Margin and Capital Structure: An Empirical Relationship, *The Journal of Applied Business Research*, 18 (2): 85-88.
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2008). Profits and Capital Structure, University of Minnesota Working Paper. [http://www2.bc.edu/~reuterj/seminars/Frank\\_20081107.pdf](http://www2.bc.edu/~reuterj/seminars/Frank_20081107.pdf). Erişim Tarihi: 11.07.2010.
- Gu, Z. (1993). Debt Use and Profitability: A Reality Check For The Restaurant Industry, *Journal of Foodservice Systems*, 7 (3): 135-147.
- Hall, M. ve Weiss, L. (1967). Firm Size and Profitability, *The Review of Economics and Statistics*, 49 (3):319-331.
- Hicks A. (1994). Introduction to Pooling. İçinde T. Janoski ve A. Hicks (Editörler), *The Comparative Political Economy of the Welfare State*. United Kingdom: Cambridge University Press.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. United Kingdom: Cambridge University Press.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye Yapısı İle İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 8 (1): 167-182.
- Kandır, S., Karadeniz, E., Özmen, M. ve Önal, Y. B. (2008). Türk Turizm Sektöründe Büyüme Göstergelerinin Turizm İşletmelerinin Finansal Performansına Etkisinin İncelenmesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (1): 211-237.
- Kandır, S., Önal, Y. B. ve Karadeniz, E. (2007). *Turizm Yatırım Projelerinin Yönetimi Değerlendirilmesi ve Finansmanı*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Külter, B. ve Demirgüneş, K. (2007). Perakendeci Firmalarda Karlılığı Etkileyen Değişkenler: Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Perakendeci Firmalar Üzerinde Ampirik Bir Çalışma, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (1): 445-460.
- Mahmood, W. M. W. ve Zakaria, R. (2007). Profitability and Capital Structure of the Property and Construction Sectors In Malaysia, *Pacific Rim Property Research Journal*, 13 (1): 92-105.
- Marcus, M. (1969). Profitability and Size of Firm: Some Further Evidence, *The Review of Economics and Statistics*, 51 (1): 104-107.
- Mesquita, J. M. C. ve Lara, J. E. (2003). Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case, *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July, 11-13.
- Okka, O. (2006). *Finansal Yönetim Giriş*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Pandey, I. M. (2004). Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence From Malaysia, *Asia Pacific Journal Of Economics & Business*, 8 (2):78-91.
- Peterson, P. (1994). *Financial Management and Analysis*. Florida: Mc Graw Hill.
- Ramasamy, B., Ong, D. ve Yeung, M. C. H. (2005). Firm Size, Ownership and Performance in the Malaysian Palm Oil Industry, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 1:81-104.
- Schmidt, M.G. (1997). Determinants of Social Expenditure in Liberal Democracies, The Post World War II Experience, in *Acta Politica*, 32 (2): 153-173.
- Sheel, A. (1994). Determinants Of Capital Structure Choice And Empirics On Leverage Behavior: A Comparative Analysis of Hotel And Manufacturing Firms, *Hospitality Research Journal*, 17(3): 3-16.
- Sheel, A. ve Wattanasuttivong, N. (1998). The Relevance of Financial Leverage for Equity Returns of Restaurant Firms - An Empirical Examination, *Journal of Hospitality Financial Management*, 6 (1): 21-31.
- Simon, L. J. (1962). Size, Strength and Profit, *Proceedings of the Casualty Actuarial Society Casualty Actuarial Society - Arlington, Virginia*, XLIX: 41-48.
- Szymanski, D. M., Bharadwaj, S. G. ve Varadarajan, P. R. (1993). An Analysis of the Market Share-Profitability Relationship, *Journal of Marketing*, 57: 1-18.
- Tsai, H. ve Gu, Z. (2007). The Relationship Between Institutional Ownership And Casino Firm Performance, *International Journal of Hospitality Management*, 26 (3): 517-530.
- Turizmde Şirket İflasları ve El Değiştirmeleri (2010). [http://www.haberantalya.com/haber\\_detay.asp?haberID=15024](http://www.haberantalya.com/haber_detay.asp?haberID=15024). Erişim Tarihi:12.08.2010.
- Whittington, G. (1980). The Profitability and Size of United Kingdom Companies, 1960-74. *The Journal of Industrial Economics*, 28 (4): 335-352.
- www.imkb.gov.tr. Erişim Tarihi:12.12.2010.
- Yoon, E. ve Jang, S. (2005). The Effect of Financial Leverage on Profitability and Risk of Restaurant Firms, *Journal of Hospitality Financial Management*, 13 (1): 1-18.