

TURİZM İŞLETMELERİNİN FİNANSAL PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FİRMAYA ÖZGÜ, SEKTÖREL VE MAKROEKONOMİK BELİRLEYİCİLER

Mahmut ERDOĞAN

Kırgızistan Türkiye Manas Üniversitesi, İİBF, Finans ve Bankacılık Bölümü,
mahmut.erdogan@manas.edu.kg

Orcid ID: 0000-0002-7085-3995

Makale Geliş Tarihi: 20.07.2017 Makale Kabul Tarihi: 09.04.2018

Öz

Bu çalışmanın amacı, 1988-2016 döneminde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören turizm işletmelerinin finansal performanslarının temsilcisi aktif karlılıkları, öz kaynak karlılıkları ve kar marjına etki eden şirkete özgü finansal, endüstriye özgü ve makroekonomik değişkenlerin panel veri yöntemleriyle incelenmesidir. Çalışmanın görgül bulguları; kaldıraç, yatırım fırsatları, işletme sermayesi devir hızı ve sektördeki tesis sayısı ile aktif karlılığı arasında negatif ilişki raporlamıştır. Çalışmanın bulguları Asimakopoulos, Samitas ve Papadogonas'ın (2009) sonuçlarını desteklerken, Çakır ve Küçükkaplan (2012) ile Magoutas, Papadoudis ve Sfakianakis'in (2016) sonuçları ile tezatlık göstermektedir. Ayrıca satış büyümesi, yatırım ve aktif karlılığı arasında ise pozitif ilişki göstermektedir. Buna ek olarak çalışma, öz kaynak karlılığını ise kaldıraç ve sektördeki tesis sayısının negatif etkilediğini, satış büyümesinin ise pozitif etkilediğini gösteren kanıtlar sunmaktadır. Bu çalışma, sektörel ve makroekonomik değişkenlerin karlılığa etkisini de dikkate alarak literatüre katkı sağlayacaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Performans, Karlılık, Turizm Şirketleri, Rastsal Etkiler

FIRM-SPECIFIC, INDUSTRY-SPECIFIC AND MACROECONOMIC DETERMINANTS OF TOURISM COMPANIES FINANCIAL PERFORMANCE

Abstract

The aim of this study is to investigate the effect of tourism company-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of tourism company financial performance for a sample of Turkish tourism companies listed in the Borsa İstanbul (BIST) with the panel data analysis for the period 1988-2016. The estimation result shows that tourism companies' profitability was negatively affected by leverage, investment opportunities, working capital turnover ratio, and establishments and also positively by sales growth and investment opportunities. Empirical findings of this paper is in line with the results of Asimakopoulos, Samitas and Papadogonas (2009) but they are controversial with the results of Çakır and Küçükkaplan (2012) and Magoutas, Papadoudis and Sfakianakis (2016). According to the findings of this paper, the number of establishments positively affected the return on assets. Additionally, the results of this paper are imply that leverage and establishments are negative affected return on equity. On the other hand, return on equity positively affected by sales growth.

Keywords: Financial Performance, Profitability, Tourism Companies, Random Effects

Giriş

Turizm ortaya koyduğu yenilik ve çeşitlendirme sebebiyle dünyada ulusal ve bölgesel ölçekte en hızlı büyüyen ekonomik sektörlerden birisidir. Hizmet sektörünün temel öğelerinden biri olan turizm sektörü, ekonomik büyümeye yaptığı büyük katkıdan dolayı “bacasız endüstri” olarak isimlendirilmekte ve sektörün önemi günden güne artmaktadır (Özcan ve Erdoğan, 2017: 425). Dünya Seyahat ve Turizm Kurumu’na (WTTC, 2017) göre turizm hesapları dünya gayri safi milli hasılasının yaklaşık olarak %10’luk oranını oluşturmaktadır ve 2015 yılında 7,2 trilyon dolar değere ulaşmıştır (WTTC, 2017). Başka bir ifadeyle, turizm geleneksel olarak ihracatta birincil ürünlere bağlı gelişmekte olan ülkelerin gereksinim duyduğu finansmanın önemli bir kısmını sağlamaktadır (Aslan, 2016: 1176). Bununla birlikte, turizm ve seyahat sektörü ülkelere döviz geliri sağlayarak dış açıkların giderilmesi (Yavuz, 2006: 162) ve cari işlem açıklarının finansmanında önemli bir kaynak olarak kabul edilmektedir (Özcan ve Erdoğan, 2017: 425). Ayrıca, turizm yeni istihdam imkânları oluşturarak işsizlik oranının azaltılmasına yardımcı olmaktadır (Yavuz, 2006: 162). WTTC’nin 2017 yılı istatistiklerine göre turizm sektöründe dünya genelinde 284 milyon kişi istihdam edilmektedir (WTTC, 2017). Uluslararası turizm öncelikle yerel şirketler arasında rekabeti artırma yoluyla yeni turistik destinasyonların açılmalarını sağlar. Bunun yanı sıra yerel şirketlerin ekonomik ölçeklerini de büyütür (Çetintaş ve Bektaş, 2008: 38). Bu nedenle, turizm sektöründe ortaya çıkan gelişmeler son zamanlarda yapılan çalışmaların ilgisini çekmiştir.

Turizm işletmeleri başlangıçta yoğun sabit varlık yatırımı gerektiren, işletme aşamasında da yenileme, genişleme ve modernizasyon yatırımlarının yapıldığı ve bu sebeple sabit sermaye yoğun nitelikteki işletmelerdir (Karadeniz, 2012: 310). Türk Turizm sektöründe, yıllar itibariyle turist sayıları artmakla birlikte sektörde fiyat rekabetindeki artış, enerji, yiyecek-içecek, personel, faiz ve benzeri maliyetlerin artışı gibi sebeplerle, karlılık ve likidite yönünden problemler ortaya çıkabilmektedir. Buna ek olarak, ilerleyen yıllarda kar edebilmek amacıyla Türk konaklama işletmelerinin borç düzeylerini artırmaları ve kar marjlarının daralması sonucu finansal sıkıntı ve iflas gibi olumsuzluklar yaşamasına neden olmaktadır (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011: 66). Karlı ve iyi çalışan firmalar hissedarlar ve topluma fayda sağlarlarken, finansal performansın kullanılması örgütsel etkinlik için uygun ve kabul edilebilir bir durumdur. Sürdürülebilir turizm yönetimi ve ekonomik büyüme için, Türkiye’de cazip ve iyi yönetilen otellere gereksinim vardır.

Turizm işletmelerinin karlılığında ortaya çıkan değişim kaynaklarının belirlenmesi muhasebe, finansman ve stratejik yönetim alanlarında önemli bir araştırma konusudur. Turizm işletmeleri sadece faaliyetlerini sürdürme ve uzun dönemde büyümeyi sağlamak amacıyla kar elde etme değil makroekonomik büyüme ve refah artışının gerçekleşmesi için de kar elde etmeyi önemsemekte ve elde edilen kar ve gelecek nakit akışları da turizm işletmelerinin değerini

belirlemede önem taşımaktadır. Endüstriyel ekonomideki çağdaş literatür karlılık yönünden performansı açıklamada; yapı-davranış-performans ve firma etkileri biçiminde iki temel düşünce okulunun bulunduğunu ileri sürmektedir. 1930'lardan sonra ilk defa Mason (1939; 1949) ve Bain (1951; 1956) tarafından ileri sürülen ve çeşitli akademisyenlerce geliştirilen yapı-davranış-performans yaklaşımı, pazar yoğunluğunun yüksek ve rekabetin zayıf olduğu piyasalarda işletmelerin pozitif ekonomik karlar elde edeceğini ileri sürmektedir. Bununla birlikte, rekabetin yüksek olduğu piyasalarda ise düşük karlar elde edeceğini iddia etmektedir (Pan, 2005: 845; Pattitoni, Petracci ve Spisni, 2014: 763; Demirci, 2017: 382). Bu yaklaşım yoğunluk, ölçek ekonomileri, piyasaya giriş ve çıkış engelleri gibi rekabet şartlarının endüstri seviyesindeki bileşenlerine odaklanmıştır (Goddard, Tavakoli ve Wilson, 2009: 495). Bu nedenle, bahsedilen yaklaşıma göre pazar yoğunluğu ve karlılık arasında pozitif ilişki beklenmektedir (Özcan ve Çiftçi, 2015: 2; Pan, 2005: 845). Ancak bu pozitif ilişki işletmeler arası rekabeti ve etkinliği azalttığından dolayı piyasa yoğunluğu ve işletme performansı arasında negatif ilişki ortaya çıkabilmektedir.

Diğer yandan işletme etkileri modelinin temel varsayımı ise işletmenin etkin çalışması sonucunda pazar payının artışı ile piyasa yoğunluğunun artacağıdır. Bu teorinin arkasındaki mantık, göreceli olarak yüksek verimlilikte çalışan işletmelerin verimliliği düşük işletmelere göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olmalarıdır (Stierwald, 2010; 4). Bu modeldeki diğer önemli bir sav ise işletmeler arası faktörlerin sürekli olmasıdır. Verimlilik açısından bakıldığında, bazı işletmeler sürekli olarak diğerlerinden daha verimli olabilir ve verimliliği düşük işletmeler ise verimliliği iyi olanları yakalayamazlar. İşletme etkileri modeli, örgütsel yapılar ve yönetim uygulamalarının işletmeler arasındaki performans farklılıklarının ana kaynağını gösterdiğini belirtmektedir (Goddard, Tavakoli ve Wilson, 2005: 1271). Bazı çalışmalar endüstri özelliklerinden çok pazar payı, büyüme, ARGE ve reklam gibi firma özelliklerinin uzun dönem karlardaki farklılıkları açıkladıklarını bulmuştur. Bu teori finansal ve fiziki üretim faktörleri gibi işletmenin maddi içsel kaynakları ile teknoloji, yönetim becerileri, kalite ünü ve müşteri sadakati gibi maddi olmayan içsel kaynaklarının her ikisini de karlılığı sürdürmeye izin verecek firmanın güçlü olduğu ana unsurlar olarak görmektedir (Hirsch ve Gschwandtner, 2013: 743). İşletme etkileri modeline göre piyasa yapısı firmaların karları ve ayrışmalarına göre belirlenmektedir (Demirci, 2017: 382).

Yukarıda bahsedilen iki model ampirik analiz açısından birbirleri ile çelişkili bulunmamıştır. Yapı-davranış-performans modeli firmaya ait değişkenlerin karlılığa etkisini dışlarken, işletme etkileri modelinde ise endüstri ve işletme etkileri bir arada olabilir. Yapı davranış performans ve işletme etkileri modellerinin her ikisinin de endüstri ve firma etkilerinin ampirik olarak ölçmede uygun olduğuna dair literatürde görüş birliği mevcuttur (Stierwald, 2010: 4).

Karlılığı etkileyen firmaya özgü faktörlerin başlıcaları; işletme büyüklüğü, satışlarda ortaya çıkan artış, kullanılan borç düzeyi, varlıkların nakde dönüşebilme

kabiliyeti ve maddi duran varlık yatırımlarıdır. Büyük işletmeler ölçek ekonomilerini kullanmada büyük avantaj sahibi olurlar, ürün ve üretim faaliyetlerini daha kolay çeşitlendirebilir ve yeni şirketlerin piyasaya girişte karşılaştıkları engelleri kolaylıkla aşabilirler. Büyük işletmeler sayılan bu özelliklerden dolayı daha yüksek karlar elde edebilir ve piyasada ortaya çıkan ani değişimlerle karşılaştıkları riskleri atlatma yeteneğine sahiptirler (Nunes, Serrasqueiro, ve Sequeira, 2009: 695). Bununla birlikte büyük işletmeler sadece satışların artışıyla karlılıklarını artırmaz, sermaye piyasalarına da kolaylıkla erişebilir ve borçlanma maliyetleri azalır (Asimakopoulos, Samitas ve Papadogonas, 2009: 932). Bu sebeple büyüklük ve karlılık arasında pozitif ilişki beklenmektedir. Ancak, temsilci teorisi temelli olarak büyük işletmelerde yönetici davranışını kontrolün zorlaşacağı ve yönetici iş güvenliği, yüksek ücretlerden dolayı karlılığın azalacağını ileri süren görüşler de vardır.

Satış büyümesinin işçiler arası informal ilişkilerin bozulmasına sebep olması, büyük işletme ölçeğinin çalışma ilişkilerinde büyük formalite gerektirmesi ve işletmelerin bu ihtiyaçla yüzleşmeye hazır olmamaları sebebiyle karlılıkta azalma ortaya çıkabilir. Ancak işletmenin büyümesi çalışan motivasyonunu artırır, performansın iyileşmesine katkı verir ve bunun sonucunda karlılık artar. Satışların büyümesi ve karlılık arasında pozitif ilişki beklenmektedir (Aparna, 2015: 2; Demirci, 2017: 386).

Karlı projelere yatırım ve iyi yatırım fırsatlarını yakalamada avantaj elde etmede şirketlerin kapasitesinin azalması durumunda işletmelerin borç faizlerini ödeme ihtiyacı duymaları karlılıklarını azaltır. Alınan borçları geri ödemek zorunda olan işletmelerin borcu arttıkça daha fazla kaynağa ihtiyaç duyacaklar ve yatırımlar için mevcut fonlar azalacağından dolayı karlılıkları azalacaktır (Aparna, 2015: 2).

İşletmenin likit varlıkları arttıkça yönetici ve sahipler arasındaki temsilci maliyetlerinin artışına izin verecektir. İşletmelerin alternatif yatırım olasılıkları hakkında ortaklardan daha fazla bilgiye sahip olan yöneticiler, şirket karlarını artıracak projelerden ziyade kendi pozisyonlarını güçlendirecek projelere yatırım yapma eğilimindedirler. Bu sebeple likidite ve karlılık arasında negatif ilişki beklenmektedir.

Yüksek oranda maddi duran varlığa sahip işletmelerin karlılıklarının düşük olması beklenmektedir. Çünkü dönen varlıkları fazla olan işletmeler daha fazla uzun dönemli yatırım fırsatlarına sahip olabilirler (Demirci, 2017: 386; Nunes vd., 2009: 696). Diğer yandan maddi olmayan duran varlık oranı yüksek olan işletmeler ise daha fazla yeniliğe, insan sermayesini geliştirmek için daha özel projelere, daha yüksek araştırma ve geliştirme harcamaları ve daha çok sayıda patente eğilimli olmaktadır. Bu durum finansal performans ve maddi duran varlıklar arasındaki negatif ilişkiye katkı sağlayabilir. Ancak bazı araştırmacılar üretimi artırması, satışları iyileştirmesi, nakit akışı ve kar üretebilme kabiliyetinden dolayı fiziki yatırımların karlılığı pozitif etkilediğini ileri sürmüşlerdir (Asimakopoulos vd., 2009: 933).

Firmaya özgü faktörlere ek olarak turizm şirketlerinin karlılığına etki eden ekonomik büyüme ve enflasyon gibi makroekonomik yapıya bağlı dışsal etmenler

de vardır. Ekonomik konjonktürde ortaya çıkan gelişmeler temelde tüketici davranışlarını belirlediğinden dolayı ekonomik büyüme dönemlerinde turizme talep artacağından dolayı turizm şirketlerinin karlılığı da artacaktır. Diğer yandan resesyon dönemlerinde GSMH'daki büyümenin azalması sonucu turizm şirketlerinin karları da azalacaktır (Sarıtaş, Uyar ve Gökçe, 2016: 93).

Fiyatlar genel düzeyinde sürekli artış yaşanması turizm şirketlerinin maliyetleri yanında karlarına da etki eder. Enflasyonun yüksek olduğu dönemde turizm şirketlerinin beklediği nakit akışlarının satınalma gücünde bir belirsizlik ortaya çıkmaktadır. Bu negatif etkiden kaçınmak isteyen işletmeler ise aktiflerinin satınalma gücünü koruma güdüsüyle yabancı para kullanımına yönelmesiyle kur riskine maruz kalabilirler. Ayrıca işletmelerin atıl fon tutmaları sonucu likidite riskiyle karşılaşabilirler (Gündoğdu ve Aksu, 2011: 247). Enflasyonun öngörülmesi ya da öngörülememesi durumu sonucuna göre enflasyon ile karlılık arasındaki ilişkinin yönü negatif ya da pozitif olabilir. Gelecek enflasyon oranı tahmin edilebildiğinde işletmeler karlarını artırmak amacıyla faiz oranında kendine göre uyarılma yapabilir. Diğer taraftan enflasyonu tahmin edemediklerinde ise maliyetler karları aşabileceğinden işletme karlılığı düşebilir (Sarıtaş vd., 2016: 93).

Bu çalışmanın amacı, 1988-2016 döneminde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören turizm işletmelerinin aktif karlılıkları, öz kaynak karlılıkları ve kar marjına etki eden şirkete ait finansal faktörler, endüstriye ait faktörler ve makroekonomik faktörlerin panel veri yöntemleriyle belirlenmesidir. Çalışmanın ampirik bulguları, kaldıraç, yatırım fırsatları, işletme sermayesi devir hızı ile aktif karlılığı arasında negatif ilişki gösterirken, satış büyümesi ve aktif karlılığı arasında pozitif ilişki göstermektedir. Kaldıraç ve sektörde faaliyet gösteren şirket sayısı özkaynak karlılığını azaltırken, satış büyümesi artırmaktadır. Kar marjının ise borçlanmadan negatif, satış büyümesi ve yatırım fırsatlarından pozitif etkilendiğine dair bulgular sunmaktadır.

Bu çalışma, önceki çalışmaların göz ardı ettiği, Türk turizm şirketlerinin karlılığına etki eden firmaya özgü finansal değişkenlere ek olarak endüstriye özgü ve makroekonomik değişkenlerin etkisini de incelediğinden literatüre katkı sağlayacaktır.

Çalışmanın izleyen bölümlerinde, öncelikle literatür incelemesi, ampirik analizlerde kullanılan veri ve yöntem sunulduktan sonraki bölümde deneysel bulguların tartışılması yer almaktadır. İzleyen bölümde ise sonuç ve tartışma sunulmuştur.

Literatür Taraması

Finans yazınında, turizm şirketlerinin karlılığını inceleyen çalışmalar (Aissa ve Goaiied, 2016; Magoutas, Papadoudis ve Sfakianakis, 2016; Aissa ve Goaiied, 2014; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011) çok az olmakla birlikte üretim firmaları (Asimakopoulos vd., 2009; Albayrak ve Akbulut, 2008; Goddard vd., 2009) ve banka

karlılığının belirleyicilerini (Goddard vd., 2005; Guillen, Rengifo ve Özsöz, 2014) inceleyen çalışmalar vardır.

Otel karlılığını analiz eden Aissa ve Goaid (2016), Tunus'ta faaliyet gösteren 27 otelin 2000-2010 dönemi finansal verilerini kullanmışlardır. Çalışma bulguları, yönetim etkinliğinin otel karlılığının bir belirleyicisi olduğunu ve otel karlılığının da büyüklük, kaldıraç, bulunduğu yer, krizler ve destinasyonun uluslararası çekiciliğine bağlı olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, uluslararası zincir oteller ve herşey-dâhil sistemini uygulamayan otellerin daha karlı olduklarını belirtmişlerdir.

Yunan turizm sektörü karlılığı belirleyicilerini inceleyen Magoutas ve arkadaşları (2016), krizlerin etkilerini önemsemişlerdir. 2005-2011 döneminde Yunan turizm sektöründe faaliyet gösteren 4433 şirket verisi ile analiz yapmışlardır. Bulguları ekonomik krizin Yunan turizm işletmelerinin kar performansını negatif etkilediğini kanıtlamıştır. Bununla birlikte, pazar payı, yaş, maddi duran varlıklar ve yatırımlar ile yönetsel etkinliğin karı artırdığını, kaldıraç, maliyet etkinliği ve krizlerin de karları azalttığını belirtmişlerdir.

Türk turizm işletmelerinin aktif karlılığına etki eden firmaya özgü değişkenleri inceleyen Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Borsa İstanbul'da işlem gören 8 şirketin 2002-2009 dönemi verileriyle bütünleşik regresyon yapmışlardır. Kaldıraç ve alacak devir hızı değişkenlerinin aktif karlılığını azalttığını, büyüklük, pazar payı, net işletme sermayesi ve net satışlar toplam aktifler oranının ise artırdığını ifade etmişlerdir. Aissa ve Goaid (2014) otel karlılığını artırmak için yönetim etkinliğinin önemini veri zarflama analizi ile araştırdıkları çalışmada; büyüklük ile karlılık arasında negatif ilişki bulmuşlardır. Buna ek olarak, franchise otellerin olmayanlara göre performanslarının daha yüksek olduğunu bulmuşlardır. Uluslararası zincir otellerin diğerlerine göre performanslarının daha yüksek olduğu da raporlanmıştır. Son olarak, terörist saldırıların otellerin şirket performansını olumsuz etkilediğine dair kanıtlar sunmuşlardır.

Albayrak ve Akbulut (2008) Borsa İstanbul imalat ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin karlılık seviyelerini etkileyen en önemli finansal faktörlerin neler olduğunu incelemişlerdir. Bulguları, stok devir hızı, finansal kaldıraç oranı, piyasa değeri ve işletme büyüklüğü ile karlılık arasında pozitif ilişki gösterirken, özsermaye devir hızı ve kaldıraç ile karlılık arasında negatif ilişki göstermektedir.

Asimakopoulou ve diğerleri (2009) Avrupa parasal birliği yolundaki Yunan ekonomisi için oldukça önemli olan 1995-2003 döneminde Atina Borsasında kayıtlı finans dışı şirketlerin karlılıklarının belirleyicilerini araştırmışlardır. Araştırma bulguları şirket karlılığının şirket büyüklüğü, satış büyümesi ve yatırımlardan pozitif etkilendiğini gösterirken, kaldıraç ve dönen varlıklardan negatif etkilendiğini göstermiştir. Buna ek olarak, Avrupa parasal birliğine katılmanın ve Avro'ya uyumun Yunan şirketlerinin karlılığını azalttığını iddia etmişlerdir.

Üretim işletmelerinin karlılığı ve büyümesindeki değişimin kaynaklarını inceleyen Goddard ve diğerleri (2009), 11 Avrupa ülkesindeki şirket verilerini kullanmışlardır. Çalışma bulguları, karlılığın sürdürülmesinde güçlü kanıtlar göstermektedir. Sürdürülebilir karlılığın olmasını, şirket bir yılda rekabetçi karlılığı sağladığında bu durumu sonraki yıllarda sürdürebileceği ile açıklamışlardır.

Stokların en az maliyetle sağlanması ve bulundurulmasının karlılığı olumlu etkileyeceğini ifade eden Kiracı (2009), işletmenin finansal başarısı ile stok yönetimi ilişkisini Borsa İstanbul'a kayıtlı üretim işletmeleri için 2002-2006 dönemini incelemiştir. Çalışma bulguları, aktif karlılık ve net kar oranlarıyla stok devir hızı arasında pozitif ilişki gösterirken, brüt kar oranı ile stok devir hızı arasında negatif ilişki belirlemiştir.

Perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren Borsa İstanbul'a kayıtlı 11 şirketin 2009-2013 dönemi verileriyle çalışma sermayesi ve karlılık arasındaki ilişkiyi Toraman ve Sönmez (2015) araştırmıştır. Çalışma bulguları brüt karlılığın çalışma sermayesi üzerinde bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Demirci (2017) Türkiye'de imalat sanayi sektöründe, işletme düzeyinde kârlılığın başlıca belirleyicilerini 1996-2015 döneminde panel veri analiziyle incelemiştir. Analiz sonuçları sanayi sektöründe aktif kârlılık oranlarının alacak devir hızı ve aktif büyüklüğünden pozitif, kaldıraç oranından ve maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranından ise negatif etkilendiğini bulurken cari oranın anlamlı olarak etkilenmediğini raporlamıştır. Analiz sonuçları sanayi sektöründe aktif kârlılık oranını artırmak için varlık finansmanında daha fazla özkaynak kullanılmasını, maddi duran varlıkların daha verimli kullanılacak biçimde azaltılmasını ve alacakların daha hızlı tahsil etmesini ileri sürmüştür. Buna ek olarak, sanayi sektöründe işletme düzeyindeki faktörlerin kârlılık üzerinde anlamlı etkilere sahip olduğunu belirlemiş ve bu değişkenlerin kârlılıktaki değişimleri yüksek oranda açıkladığını belirtmiştir.

Özcan ve Çiftçi (2015) yapı-davranış-performans hipotezi ve etkin yapı hipotezi geçerliliğinin Türk mevduat bankacılığında, 24 banka ile panel veri yöntemiyle yoğunlaşma ile karlılık ilişkisini incelemiştir. Çalışma bulguları piyasa yapısı ve karlılık arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Ayrıca mevduat bankacılığında yüksek düzeyde rekabet olduğu ve rekabetin karlılığın önemli belirleyicilerinden olduğunu tespit etmişlerdir.

Stierwald (2010) Avustralya'lı üretim şirketlerinin 1995-2005 döneminde karlılıklarının belirleyicilerini tanımlamak ve göreceli önemini ölçmeyi amaçlamıştır. Çalışma bulguları işletme karlılığının ağırlıklı olarak firma düzeyindeki özelliklerce belirlendiğini ve sektör etkilerinin göreceli olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak şirketler arası etkiler incelendiğinde verimlilik ve verimlilik sürdürülmesinin karlılığı artırdığını bulmuşlardır.

Pattitoni ve diğerleri (2014) 15 Avrupa Birliği ülkesinden işletmenin 2004-2011 dönemi verilerini kullanarak işletme karlılığının belirleyicilerini

araştırmışlardır. Çalışma bulguları karlılığın belirleyicileri hakkında ileri sürülen teorilerin varlığını açıklamada borç düzeyi, satışların büyümesi ve işletme büyüklüğü için doğrusal olmayan modellerin yardımcı olduğunu göstermektedir. İşletmelerin sermaye fırsat maliyeti, ana ortakların taahhüt düzeyi ve firma karlılığını açıklamada ekonomik konjonktürü gösteren değişkenlerin rolünü açıklamaktadır.

Goddard ve diğerleri (2005) Belçika, Fransa, İtalya, İspanya ve Birleşik Krallık'tan 5.000'in üzerinde imalat sanayi işletmesi-nin 1993-2001 yıllarına ait verilerini kullanarak kârlılık oranını etkileyen değişkenleri dinamik panel veri analizi analiz etmişlerdir. Çalışmanın bulguları; aktif kârlılık oranının bir dönem gecikmeli değerinden, cari orandan ve pazar payından pozitif, işletme büyüklüğü ile borçluluk düzeyinden de negatif olarak etkilendiğini belirlemişlerdir.

Saldanlı (2012) Borsa İstanbul'a kayıtlı 54 imalat sanayi işletmesinin 2001-2011 dönemini kapsayan ve likidite ve kârlılık ilişkisini çoklu regresyon analiziyle incelediği çalışmada aktif kârlılık oranı ile cari oran, asit test oranı ve nakit oranı arasında negatif ilişki belirlemiştir.

Vintilă ve Nenu (2016) likidite ve işletme finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada Bükreş Borsasına kayıtlı işletmelerin 2005-2014 dönemi verileriyle incelemişlerdir. Kaldıraç ile karlılık arasında negatif ilişki bulunurken, çalışma sermayesi ile karlılık arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Nunes ve diğerleri (2009) Portekiz hizmet sektöründeki 75 şirketin 1999-2003 döneminde karlılık belirleyicilerini araştırmışlardır. Statik panel modellerden sağlanan sonuçlardan şirket büyüklüğü ve büyüme fırsatları ile karlılık pozitif olarak ilişkili iken, borç ve duran varlıklar ile karlılık arasında negatif ilişki olduğu belirlenmiştir. Ancak likidite ile karlılık arasında istatistiksel anlamlı sonuç tespit edilememiştir. Dinamik model bulguları ise önceki dönem karlılık, büyüklük ve büyüme fırsatlarının karlılığı pozitif etkilediği, borç ve duran varlıkları ise negatif etkilediğini göstermektedir.

Claver-Cortes, Molina-Azorin ve Pereira-Moliner (2007) hem İspanya'daki otellerin rekabet stratejilerini belirlemek hem de otel performansını etkileyen büyüklük, otel yönetim tipi, sınıfı ve rekabet avantajı gibi otel performansına etki eden bazı önemli stratejik değişkenler hakkında yöneticileri bilgilendirmek amacıyla, Alicante'de bulunan 3-5 yıldızlı 114 oteli incelemişlerdir. Sonuçları, yüksek performansa sahip otellerin orta ya da büyük ölçekli bir zincire bağlı olduklarını, kategorilerini yükselttikleri ve rekabet stratejilerini iyileştirme ve boyutlandırma üzerine kurduklarını göstermektedir.

Guillen ve diğerleri (2014) finansal liberalizasyon ve açıklık ile önemli makroekonomik gelişmelerin bölgeye olan sermaye akışının 1990'ların başlarında artmasına rağmen, faiz oranlarında ve Latin Amerikan banka karlarında bir azalmaya neden olduğuna dair kanıtlar olmadığını ileri sürmüşlerdir. Latin Amerikan banka karlarının belirleyicilerini tahmin etmek için bir model geliştirmişler ve

finansal sistem rekabetindeki iyileşmeye rağmen bankaların faiz oranlarını azaltmaya istekli olmamalarının sebeplerini incelemişlerdir. Arjantin, Bolivya, Brezilya, Kosta Rika, Ekvator, El Salvador, Meksika, Nikaragua, Paraguay, Peru, Uruguay ve Venezuela'dan 200 banka verisi ile Veri Zarflama yöntemi kullanma yoluyla banka karlarının riske uyarlanmış normal kar düzeyinde istikrarlı biçimde büyüdüğünü belirlemişlerdir.

Veri ve Yöntem

Bu çalışmada, BIST'de 1988-2016 döneminde hisse senetleri işlem gören 11 adet turizm şirketinin (Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş., Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş., Kuştur Kuşadası Turizm Endüstri A.Ş., Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş., Martı Otel İşletmeleri A.Ş., Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş., Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş., Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş., Petrokent Turizm A.Ş., Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş., Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.) 205 firma yılı gözlemini kapsayan dengesiz panel verileri kullanılmıştır. İncelenen dönemde verileri süreklilik göstermeyen şirketler çalışma dışında bırakılmıştır. Çalışmada kullanılan turizm şirketleri finansal verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP, 2016) web sitesinden, ekonomik büyüme, enflasyon ve cari açık verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS, 2016) alınmıştır. Turizm Gelirlerinin GSMH içindeki Payı, Turizm Gelirlerinin İhracata Oranı ve Turizm İşletme Belgeli Tesis verileri ise Türkiye Seyahat Acenteleri Birliği (TURSAB, 2016) web sitesinden derlenmiştir.

Çalışmada aktif karlılığı (ROA), özkaynak karlılığı (ROE) ve kar marjı (KMAR) olarak üç farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler ise; kaldıraç oranı, satışların büyümesi, yatırım fırsatları, işletme sermayesi devir hızı, büyüklük, 2016 yılı kukla değişkeni, makroekonomik değişkenler olarak ekonomik büyüme, enflasyon ve cari açık, endüstri değişkenlerinden ise turizm gelirlerinin GSMH içindeki payı, turizm gelirlerinin ihracata oranı ve turizm işletme belgeli tesis sayısıdır.

Turizm şirketlerinin karlarına etki eden faktörleri belirlemek için, Albayrak ve Akbulut (2008), Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Saldanlı (2012), Kocaman, Altemur, Aldemir ve Karaca (2016), Kiracı (2009), Çakır ve Küçükkaplan (2012), Aissa ve Goaided (2016), Kendirli ve Çankaya (2016) takip edilerek oluşturulan modeller 1, 2 ve 3 numaralı denklemlerde sunulmuştur;

$$ROA_{it} = \alpha_t + \beta_1 kal_{it} + \beta_2 satby_{it} + \beta_3 yat_{it} + \beta_4 isdh_{it} + \beta_5 buy_{it} + \beta_6 d2016 + \beta_7 ebuy_{it} + \beta_8 enf_{it} + \beta_9 dolu_{it} + \beta_{10} tgdpy_{it} + \beta_{11} texp_{it} + \beta_{12} tesis_{it} + \beta_{13} ca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_t + \beta_1 kal_{it} + \beta_2 satby_{it} + \beta_3 yat_{it} + \beta_4 isdh_{it} + \beta_5 buy_{it} + \beta_6 d2016 + \beta_7 ebuy_{it} + \beta_8 enf_{it} + \beta_9 dolu_{it} + \beta_{10} tgdpy_{it} + \beta_{11} texp_{it} + \beta_{12} tesis_{it} + \beta_{13} ca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$KMAR_{it} = \alpha_t + \beta_1 kal_{it} + \beta_2 satby_{it} + \beta_3 yat_{it} + \beta_4 isdh_{it} + \beta_5 buy_{it} + \beta_6 d2016 + \beta_7 ebuy_{it} + \beta_8 enf_{it} + \beta_9 dolu_{it} + \beta_{10} tgdpy_{it} + \beta_{11} texp_{it} + \beta_{12} tesis_{it} + \beta_{13} ca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Burada, ROA aktif karlılığını göstermekte ve işletmenin net karının aktif toplamına bölünmesiyle elde edilmiş olup işletmenin sahip olduğu her 1 TL'lik varlığı ile dönem sonunda ne kadar kar elde ettiğini gösterir ve işletmenin aktiflerini ne kadar etkin kullandığının bir temsilcisidir. Öz sermaye karlılığının göstergesi olan ROE değişkeni, net karın öz sermayeye oranlanmasıyla elde edilir ve ortaklarca işletmeye yapılan yatırımın ne kadar etkin olduğunu gösterir. Ayrıca, etkin kullanılan finansal kaldıraç şirket öz sermaye karlılığını artırması beklendiğinden dolayı finansal kaldıraç şirket karlılığı üzerindeki etkisini de gösterecektir (Çakır ve Küçükkaplan, 2012: 75). KMAR ise kar marjını temsil etmekte olup karın satışlara oranı yoluyla elde edilmiştir. İşletme satışlarından elde edilen her 1 TL'nin ne kadarının kar olduğunu göstermekte ve yüksek bir oran işletmenin maliyetlerini kontrol edebildiğini ifade etmektedir.

Açıklayıcı değişkenlerden finansal yapıyı tanımlayan kaldıraç oranı (kal), firma varlıklarının uygun ve sağlıklı biçimde finanse edildiğini analiz etmeye yaramaktadır ve toplam borcun toplam aktife bölünmesi yoluyla elde edilmiş olup kaldıraç oranıyla karlılık arasında negatif bir ilişki beklenmektedir (Albayrak ve Akbulut, 2008: 62). satby değişkeni t dönemindeki firma satışlarının t-1 dönemindeki satış farkının t-1 dönemindeki satışlara oranı ile hesaplanmış olup yönetimin etkinliğini ölçmek için kullanılmıştır.

yat değişkeni duran varlıkların toplam aktife oranı şeklinde hesaplanmış olup şirket tarafından yapılan yeni proje ya da yatırım fırsatları potansiyelini göstermektedir. Büyüme fırsatları fazla olan işletmeler, kolaylıkla iç fon kaynakları sağlayabildiği için öncelikle borç finansmanını tercih etmeyeceklerinden dolayı duran varlık yatırımları ve karlılık arasında negatif ilişki beklenmektedir (Yücel, 2015: 67).

isdh işletme sermayesi devir hızını göstermekte olup net satışların işletme sermayesine oranlanması ile elde edilmiştir. Kısa süreli işletme sermayesi devir hızı, çalışma sermayesi yeterliliğinin arttığını ve likidite düzeyinin yükseldiğini gösterir. Diğer yandan bu devir hızının çok kısa olması, işletme sermayesi yetersizliğinin de bir göstergesidir. Yüksek düzeyde çalışma sermayesi yatırımı, işletmelerin finansman giderlerini artırabilir, fırsat maliyetine ve işletmenin iflas riskinin artmasına sebep olabileceğinden (Aytürk ve Yanık, 2015: 158) çalışma sermayesi ve karlılık arasında negatif ilişki beklenmektedir.

buy değişkeni firma büyüklüğünü temsil etmekte olup işletme satışlarının doğal logaritması ile hesaplanmıştır. Şirket büyüklüğü ile karlılık arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Kim, Cho ve Brymer (2013) otel performans ölçüsü olarak kabul edilen oda doluluk oranı ve faaliyet karına otel büyüklüğünün etkili olduğunu belirtmişler, orta ve büyük ölçekli otellerin, küçük otellere göre daha iyi performansla sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir.

ebuy Gayrisafi milli hasılanın yıllık büyüme oranını gösterirken enf değişkeni yıllık enflasyon oranını göstermektedir. dolu değişkeni otel doluluk oranını, tgdp değişkeni turizm gelirlerinin GSMH içindeki payını göstermektedir. texp değişkeni

ise turizm gelirlerinin ihracata oranını göstermektedir. tesis değişkeni turizm işletme belgeli tesis sayısını göstermektedir. ca ise yıllık cari açığı gösteren değişkendir. 2016 yılında turizm sektöründe yaşanan krizin etkisini görmek amacıyla 2016 yılı için d2016 kukla değişkeni kullanılmıştır.

Çalışmada hem zaman serisi hem de yatay kesit verileri kapsayan panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri analizi, farklı ekonometrik yöntemlere oranla şirketler arasındaki heterojenliği göz önünde bulundurması, serbestlik derecesini artırması ve çoklu bağlantı sorununun bu analizde genellikle bulunmaması sebepleriyle bu çalışmanın analizinde kullanılmıştır (Hsiao, 1986: 2; Baltagi, 2005: 3-5). Panel veri analizi, bireysel etkilerin açıklayıcı değişkenlerle aralarında korelasyon olup olmadığı varsayımlarına bağlı olarak sabit ya da rastsal etki olmak üzere iki farklı şekilde analiz yapılabilir. Sabit etkiler modelinde sabit katsayısının bireyler arasında ya da zaman içerisinde değişim gösterdiği ve bireylere ait gözlenemeyen etkilerin bağımsız değişkenlerle aralarında korelasyon olduğu varsayılmaktadır. Rastsal etkiler modelinde ise firmaya özgü hata terimleri ve açıklayıcı değişkenler arasında korelasyonun yok olduğu varsayılmaktadır (Hsiao, 2005: 10) Çalışmada sabit etkiler tahmincisi mi yoksa rastsal etkiler tahmincisi mi kullanılacağı seçimi yapılırken Hausman (1978) testi uygulanır. Buna göre, sabit etkiler ve rastsal etkiler modelinin parametre tahmincileri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı ise sabit etkiler, anlamlı olmadığında ise rastsal etkiler modeli kullanılır (Dinçergök, 2015: 89).

Tablo 1: Değişkenlere ait betimleyici istatistikler

| Değişken | Gözlem | Ortalama | Std. Sap. | Min | Max |
|----------|--------|----------|-----------|----------|---------|
| Roa | 205 | 0.009 | 0.109 | -0.272 | 0.804 |
| Roe | 205 | -0.011 | 0.192 | -0.953 | 0.795 |
| Kmar | 205 | -0.049 | 1.450 | -10.529 | 9.164 |
| Kal | 205 | 0.319 | 0.239 | 0.007 | 0.982 |
| Satby | 205 | 0.373 | 0.893 | -1 | 5.049 |
| Yat | 205 | 0.751 | 0.238 | 0 | 0.997 |
| İsdh | 205 | 2.683 | 31.210 | -126.510 | 254.060 |
| Buy | 205 | 15.037 | 2.511 | 6.103 | 20.404 |
| Ebuy | 205 | 0.048 | 0.045 | -0.060 | 0.111 |
| Enf | 205 | 0.272 | 0.282 | 0.063 | 0.881 |
| Dolu | 205 | 0.483 | 0.049 | 0.368 | 0.546 |
| Tgdp | 205 | 0.037 | 0.010 | 0.018 | 0.062 |
| Texp | 205 | 0.222 | 0.045 | 0.155 | 0.339 |

Çalışmada yer alan değişkenlere ait betimleyici istatistikler Tablo 1'de yer almaktadır. 1988-2016 döneminde BIST'de işlem gören turizm işletmelerinin ortalama aktif karlılığı %0,9, ortalama öz kaynak karlılığı -%0,11, ortalama kar marjı

yaklaşık -%5, ortalama kaldıraç oranı %32, ortalama satış büyümesi %37, ortalama duran varlıkların aktif toplamına oranı yaklaşık %75, ortalama işletme sermayesi devir hızı 2,68, ortalama büyüklüğü ise 15,04'tür.

Sektörel ve makroekonomik göstergelerden ekonomik büyüme oranı ortalama olarak bu dönemde yaklaşık %5, enflasyon oranı da %27'dir. Sektörde turizm şirketlerinin ortalama doluluk oranı %48, turizm gelirlerinin gayri safi milli hasılaya oranı ortalama %4 ve ortalama turizm gelirlerinin ihracat oranı yaklaşık %22'dir.

Tablo 2: Değişkenler arası korelasyon katsayıları

| | kal | satby | yat | isdh | buy | ebuy | enf | Dolu | tgdp |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| satby | -0.085 | 1 | | | | | | | |
| yat | -0.233 | -0.030 | 1 | | | | | | |
| isdh | -0.095 | 0.158 | -0.437 | 1 | | | | | |
| buy | -0.004 | -0.160 | -0.196 | 0.142 | 1 | | | | |
| ebuy | -0.123 | 0.004 | 0.075 | -0.074 | 0.113 | 1 | | | |
| enf | -0.097 | 0.322 | 0.153 | -0.021 | -0.620 | -0.124 | 1 | | |
| dolu | -0.048 | -0.079 | -0.024 | 0.033 | 0.406 | 0.452 | -0.392 | 1 | |
| tgdp | -0.074 | -0.080 | -0.023 | -0.082 | 0.458 | 0.073 | -0.362 | 0.504 | 1 |
| texp | -0.255 | 0.306 | 0.188 | -0.112 | -0.193 | 0.030 | 0.557 | -0.016 | 0.362 |

Tablo 2'de değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları sunulmaktadır. *kal* değişkeni diğer tüm değişkenlerle negatif korelasyonlu bulunurken, *satby* değişkeni ise *yat*, *buy*, *dolu* ve *tgdp* değişkenleri ile negatif ilişkilidir. *yat* değişkeni *isdh*, *buy*, *dolu* ve *tgdp* değişkenleri ile negatif ilişkilidir. İşletme sermayesi devir hızı (*isdh*) ise *buy* ve *dolu* değişkenleri ile pozitif ilişkilidir. *buy* değişkeni de *ebuy*, *dolu* ve *tgdp* değişkenleri ile pozitif ilişkilidir. Ekonomik büyüme (*ebuy*) ise enflasyonla negatif, *dolu*, *tgdp* ve *texp* değişkenleri ile pozitif korelasyonlu bulunmuştur.

Tablo 3: Birim Kök Test Sonuçları (Düzey)

| | IPS (p değeri) | DF (p değeri) | PP (p değeri) |
|-------|----------------|---------------|---------------|
| roa | 0.312 | 0.000 | 0.000 |
| roe | 0.005 | 0.000 | 0.000 |
| kmar | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| kal | 0.231 | 0.000 | 0.001 |
| satby | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| yat | 0.048 | 0.697 | 0.697 |
| isdh | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| buy | 0.000 | 0.005 | 0.005 |
| ebuy | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| enf | 0.073 | 0.000 | 0.000 |

Deneyisel Bulgular

Ekonometrik modellerin durağan olmayan seriler ile kurulmasında Granger ve Newbold (1974) sahte regresyon sorununun ortaya çıkabileceğini ifade etmişlerdir. Sahte regresyon problemini ortadan kaldırmak için model tahmin edilmeden önce serilerin durağanlığının belirlenmesi gerekmektedir. Dengeli olmayan panel verileri için İkinci grup panel birim kök testlerinden Im, Pesaran ve Shin (2003) (IPS) ve Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) ile Phillips-Perron (PP) panel birim kök testleri kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2012: 213).

Optimal gecikme seviyesi için Akaike Bilgi kriteri ve en çok gecikme uzunluğunun 1 olarak alındığı birim kök testlerine ait sonuçlar Tablo 3'te sunulmuştur. Birim kök testi için hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : Seri birim kök içermektedir

H_a : Seri birim kök içermemektedir

Seriler arasında roa, kal ve enf değişkenleri Im, Pesaran, Shin (2003) testine göre, yatırım ve buy değişkenleri de ADF ve PP test sonuçlarına göre %10 seviyesinde düzeyde durağan bulunmamışlardır. Bu sebeple roa, kal, enf, yat ve buy serilerinin birinci farkları alınarak durağanlaştırılmışlardır. 1. Farkları alınıp durağanlaştırılan değişkenlere ait birim kök testi sonuçları Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4: Birim Kök Test Sonuçları (1.Fark)

| | IPS (p değeri) | DF(p değeri) | PP (p değeri) |
|-----|----------------|--------------|---------------|
| roa | 0.000 | | |
| kal | 0.000 | | |
| enf | 0.000 | | |
| yat | | 0.000 | 0.000 |
| buy | | 0.000 | 0.000 |

Sapmalı sonuçlara sebep olmaması sebebiyle modellerde durağan serilerin kullanılması gereğinden dolayı panel veri modellerinin tahmininde *roa*, *kal*, *enf*, *yat* ve *buy* değişkenlerinin birinci farkları ile model tahminleri yapılmıştır.

Çalışmada aktif karlılığı, öz kaynak karlılığı ve kar marjı olmak üzere üç farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Tablo 5'te bağımlı değişken aktif karlılığına (ROA) ait beş farklı model yer almaktadır. Tablo 5'in ilk sütununda firmaya özgü finansal değişkenlere ek olarak makroekonomik değişkenlerden ekonomik büyüme ve enflasyon değişkenleri de modelde bulunmaktadır. Bu modelde endüstriye özgü dolu değişkeni de yer almaktadır. İkinci sütunda ise, makroekonomik değişkenlere ek olarak turizm gelirlerinin gayri safi milli hasılaya oranı modele eklenmiştir. Üçüncü sütunda ise önceki iki modelde istatistiksel olarak anlamsız bulunan makroekonomik değişkenler çıkarılıp turizm gelirlerinin ihracat içerisindeki oranını gösteren *texp* değişkeni modele eklenmiştir. Dördüncü modelde tesis ve beşinci modelde ise cari açığı temsilen *ca* değişkeni modellere dahil edilmiştir.

Tablo 5'te yer alan Hausman test istatistiği için hipotezler aşağıdaki gibidir;

H₀:Rastsal etkiler vardır.

H₁:Rastsal etkiler yoktur.

Birinci modele göre sabit ve rastsal etkiler modellerinin parametre tahmincilerine ait fark istatistiki olarak anlamlı bulunmadığından ($p>0.05$), çalışmada rastsal etkiler modeli sonuçları sunulmaktadır. Diğer dört modelde ise sabit ve rastsal etki modellerinin parametre tahmincilerine ait fark istatistiksel olarak anlamlı bulunduğundan dolayı sabit etki modelleri sunulmuştur. Tablo 5'te bulunan modellerde otokorelasyon sorununun bulunup bulunmadığı Baltagi-Wu yerel en iyi değişmez testi ile incelenmiş ve sabit ve rastsal etkiler modeli için otokorelasyonun ciddi olmadığı şeklinde yorumlanmıştır. Seri korelasyon, katsayı standart hatalarının gerçek değerlerinden daha küçük ve R²'nin daha yüksek tahminine sebep olur.

Birinci sütunda yer alan rastsal etkiler modelinde birimler arası korelasyonun varlığı Pesaran testi ile sınanmış ve birimler arasında korelasyon olmadığı bulunmuştur. Baltagi-Wu yerel en iyi değişmez testi sonucuna göre tesadüfi etkiler modellerinde birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

Tablo 5: Aktif karlılığı için panel veri modelleri

| ROA | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|----------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | Rassal Etkiler | Sabit Etkiler | Sabit Etkiler | Sabit Etkiler | Sabit Etkiler |
| kal | -0.132*** (0.033) | -0.087** (0.042) | -0.072* (0.043) | -0.093** (0.041) | -0.087** (0.042) |
| satby | 0.028*** (0.009) | 0.028*** (0.009) | 0.026*** (0.009) | 0.029*** (0.009) | 0.029*** (0.008) |
| yat | -0.110*** (0.036) | -0.077* (0.042) | -0.079* (0.041) | -0.084** (0.042) | -0.079* (0.042) |
| isdh | -0.001** (0.000) | -0.001* (0.000) | -0.001* (0.000) | -0.001** (0.000) | -0.001** (0.000) |
| buy | -0.002 (0.004) | -0.001 (0.004) | -0.002 (0.003) | -0.000 (0.006) | -0.000 (0.004) |
| d2016 | 0.082** (0.036) | 0.072** (0.034) | 0.082** (0.033) | 0.075** (0.035) | 0.067** (0.032) |
| ebuy | -0.056 (0.179) | -0.037 (0.161) | | | |
| enf | 0.012 (0.036) | 0.041 (0.038) | | | |
| dolu | 0.092 (0.196) | | | | |
| tgdp | | 0.318 (0.842) | | | |
| texp | | | 0.307 (0.189) | | |
| tesis | | | | -0.031 (0.055) | |
| ca | | | | | -0.007 (0.007) |
| Sabit | 0.112 (0.109) | 0.071 (0.087) | 0.045 (0.085) | 0.330 (0.361) | 0.248* (0.133) |
| Gözlem | 205 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| R-kare | 0,131 | 0.139 | 0.144 | 0.134 | 0.137 |
| Hausman | 14.84(0,10) | 17,07(0,04) | 19,53(0,00) | 96,77(0,00) | 27,75(0,00) |
| Pesaran | 0,747(0,455) | 0,461(0,645) | 0,153(0,878) | 0,532(0,595) | 0,537(0,592) |
| Baltagi-Wu LBI | 1,73 | 1,73 | 1,72 | 1,73 | 1,73 |
| Şirket Sayısı | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Şirket SE | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Yıl SE | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |

Not: Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 düzeyinde anlamlılık seviyesini göstermektedir.

Tablo 5'te yer alan panel veri modellerinden elde edilen sonuçlara göre her beş modelde de kaldıraç ve aktif karlılığı arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı ilişki göstermektedir. Kaldıraç oranı %1 arttığında turizm şirketlerinin aktif karlılığı rassal etkiler modelinde %13 ve sabit etkiler modellerinde ise ortalama olarak %8 azalış göstermektedir. Elde edilen bu sonuçlar, Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Aissa ve Goaid (2014), Chen (2009), Magoutas ve diğerlerinin (2016) sonuçlarını destekleyen bir bulgudur. Yüksek oranlarda borçlanan turizm şirketleri faiz giderlerini karşılamak için daha fazla finansal kaynağa gereksinim duyacaklardır (Magoutas vd., 2016: 13). Örneklemde yer alan turizm şirketleri ortalama %31 kaldıraç oranına sahip olmakla birlikte bazı şirketlerin %90'ı aşan seviyelere sahip olduğu görülmektedir.

Bu turizm şirketleri yüksek düzeylerde borç oranlarına sahip olmalarına karşın, Türk turizm şirketlerinin çoğunluğunun oldukça az kar elde ettikleri bilinmektedir. Turizm şirketlerinin finansal risk ve faiz giderlerini azaltabilmek için yöneticiler otel karlılığını artırmak ve etkin yatırımlar üretebilmek için borç oranlarını rasyonel şekilde belirlemeleri gerekmektedir.

İkinci olarak büyüme fırsatlarını temsilen kullanılan *satby* değişkeni tüm modellerde pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu Nunes ve diğerleri (2009) bulgularını ve çalışan motivasyonunda büyümenin önemli rol oynadığı görüşünü desteklemektedir. Turizm şirketlerinin yıllara göre satışlarında ortaya çıkan artış aktif karlılıklarını olumlu etkilemektedir. Bu sonuç Aytürk ve Yanık'ın (2015) sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Toplam aktif içerisinde maddi duran varlık oranını gösteren *yat* değişkeni negatif ve istatistiksel olarak rassal etkiler modelinde %1 düzeyinde sabit etkiler modelinde ise %5 ve %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. *yat* değişkeni ile aktif karlılığı arasında negatif ilişkinin bulunması, turizm işletmelerinin gereğinden fazla maddi duran varlık yatırımı yapması sonucunda bu varlıklarını düşük kapasite ve verimlilikle kullandıkları şeklinde yorumlanabilir. Bu sonuç Demirci (2017)'nin bulguları ile benzerlik gösterirken, Magoutas ve diğerleri (2016) ve Asimakopoulos ve diğerleri (2009) sonuçlarını desteklememektedir.

İşletme sermayesi devir hızını temsil eden *isdh* değişkeni tüm modellerde negatif ve istatistiksel olarak %5 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç turizm işletmelerinin işletme sermayesi devir hızını artırmalarının karlılıklarını azaltacağını ifade etmektedir. İşletme sermayesi devir hızının artması turizm şirketlerinin çalışma sermayesi düzeyini azaltması ya da satışlarını artırması yoluyla gerçekleşebilir. Çalışma sermayesi için sağlanan bu bulgu Asimakopoulos ve diğerleri (2009) ile Çakır ve Küçükkaplan'ın (2012) bulgularını destekler Pattitoni ve diğerlerinin (2014) bulguları ile ters niteliktedir.

Türk turizm şirketleri 2016 yılında Rusya ile yaşanan uçak düşürme olayının ardından Rus müşterilere hizmet verememişlerdir. Rus turistlerin gelmemesinin karlılığa etkisini incelemek için *d2016* kukla değişkeni kullanılmıştır. Kukla değişkeni katsayısı pozitif ve tüm modellerde istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Rus

turistlerin Türk otellere gelmemelerinin karlılığa etkisi ileri yıllarda gözlenebilecektir.

Tablo 6: Özkaynak karlılığı için panel veri modelleri

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|----------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ROE | Sabit Etkiler | Sabit Etkiler | Sabit Etkiler | Rassal Etkiler | Rassal Etkiler |
| kal | -0.347*** (0.055) | -0.351*** (0.055) | -0.338*** (0.059) | -0.341*** (0.054) | -0.334*** (0.058) |
| satby | 0.037** (0.015) | 0.0378** (0.015) | 0.038*** (0.015) | 0.033** (0.014) | 0.037** (0.014) |
| yat | -0.036 (0.062) | -0.041 (0.062) | -0.046 (0.063) | -0.054 (0.062) | -0.049 (0.063) |
| isdh | -0.001 (0.001) | -0.001 (0.001) | -0.001 (0.001) | -0.001 (0.001) | -0.001 (0.001) |
| buy | -0.001 (0.007) | 0.001 (0.007) | -0.004 (0.005) | 0.008 (0.008) | -0.002 (0.006) |
| d2016 | 0.053 (0.063) | 0.026 (0.060) | 0.0454 (0.058) | 0.089 (0.060) | 0.045 (0.055) |
| ebuy | -0.388 (0.312) | -0.353 (0.281) | | | |
| enf | 0.023 (0.061) | 0.009 (0.059) | | | |
| dolu | 0.119 (0.341) | | | | |
| tgdp | | -1.181 (1.454) | | | |
| texp | | | 0.005 (0.317) | | |
| tesis | | | | -0.135* (0.078) | |
| ca | | | | | -0.006 (0.011) |
| Sabit | 0.086 (0.188) | 0.158 (0.127) | 0.172 (0.133) | 1.047** (0.526) | 0.280 (0.220) |
| Gözlem | 205 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| Şirket Sayısı | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Hausman | 21.80(0.01) | 23.37(0.01) | 18.67(0.01) | 8.39(0.29) | 7.00(0.43) |
| Pesaran | -1.58(1.89) | -1.59(1.89) | -0.89(1.67) | -0.89(1.67) | -1.29(1.80) |
| Baltagi-Wu LBI | 1.74 | 1.74 | 1.71 | 1.73 | 1.73 |
| Şirket SE | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Yıl SE | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |

Not: Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 düzeyinde anlamlılık seviyesini göstermektedir.

Makroekonomik değişkenlerden *ebuy* ve *enf* değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamışlardır. Turizm sektöründe otel doluluk oranını gösteren dolu değişkeni katsayısı pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Otel doluluk oranının artışı karlılığı pozitif etkilemektedir. Turizm gelirlerinin gayrisafi

milli hasılaya oranı (*tgdp*) ve turizm gelirlerinin ihracata oranı (*texp*) değişkenleri ile aktif karlılığı arasında istatistiksel anlamlı ilişki bulunamamıştır.

Endüstride rekabet düzeyini temsil etmesi açısından kullanılan *tesis* değişkeni negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Diğer bir ifadeyle turizm sektöründe tesis sayısı arttıkça turizm şirketlerinin karları azalmaktadır. Turizm bölgesinde konaklama altyapı ve kapasitesinin varlığı, o bölgeyi yerli ve yabancı turistler için daha cazip kılmaktadır (Erdem ve Gezen, 2014: 32 – 33). Diğer yandan, Türkiye’de turistik tesislerin %49.26’sı beş yıldızlı tesislerden oluşurken, bu oran dünyanın en çok turist çeken ülkesi Fransa’da %3,06 ve İspanya’da ise %5,57’dir (Gökdeniz ve Erdem, 2015: 16). Buna göre Türk turizm sektörü beş yıldızlı tesis sayısını artırmak yoluyla Avrupa’nın en çok turist çeken ülkeleri ile rekabete girmiş ancak yıllarca izlenen politika ve teşviklerin turizm şirketlerinin karını artırmada etkisi yüksek olmamıştır.

Bununla birlikte, Türk turizmde yatak sayısının % 80’i dört ve beş yıldızlı tesislerde bulunurken, Türkiye’ye gelen turistlerin çoğunlukla orta gelir seviyesinde olmaları sonucu karları artırmadığı ile açıklanabilir (Gökdeniz ve Erdem, 2015: 16). Tüketimin yerli üretimden daha fazla olduğunu gösteren cari açık ile karlılık arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Tablo 6’da özkaynak karlılığına ait beş farklı model sunulmuştur. *kal* değişkeni aktif karlılığındaki model sonuçlarını destekler şekilde her beş modelde de negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

satby değişkeni tüm modellerde pozitif ve istatistiksel olarak üçüncü model dışında %5 düzeyinde anlamlı üçüncü modelde %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Satış büyümesindeki artış özkaynak karlılığını artırmaktadır. Bu sonuç aktif karlılığı için elde edilen sonuçlarla benzerlik göstermektedir. Turizm sektöründe faaliyet gösteren şirket sayısını temsil eden tesis değişkeni katsayısı negatif ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Turizm sektöründe şirket sayısının artması şirket karını azaltmaktadır. Bu da Demsetz tarafından ileri sürülen etkin yapı hipotezinin geçerliliğini desteklemekte ve Türkiye’de turizm sektöründe rekabetin etkin olduğuna işaret etmektedir. Başka bir ifadeyle, turizm endüstrisinde performansın yapıyı etkilediğini ifade etmektedir. Elde edilen bu sonuç ise Özcan ve Çiftçi (2015)’nin bulguları ile benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte Tablo 6’da yer alan tüm modellerde diagnostik testler istatistiksel olarak uygun bulunmuştur.

Tablo 7’de kar marjı için panel veri modelleri sunulmuştur. Tablo 7’de sunulan modellerin tümü rastsal etkiler panel veri modelidir. *Kal* değişkeni daha önce sunulan aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı modellerine benzer şekilde negatif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Turizm şirketinin borcu bir lira arttığında kar marjı ortalama 1,22 lira azalacaktır. Satış büyümesini temsilen kullanılan *satbuy* değişkeni dördüncü model dışında pozitif ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlıdır. Satışlar bir lira arttığında kar marjı yaklaşık olarak %20 artacaktır.

Turizm İşletmelerinin Finansal Performanslarını Etkileyen Firmaya Özgü, Sektörel ve Makroekonomik Belirleyiciler

Tablo 7: Kar Marjı için panel veri modelleri

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|----------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| KMAR | Rassal Etkiler | Rassal Etkiler | Rassal Etkiler | Rassal Etkiler | Rassal Etkiler |
| kal | -1.208*** (0.426) | -1.220*** (0.428) | -1.252*** (0.431) | -1.241*** (0.418) | -1.241*** (0.421) |
| satby | 0.207* (0.115) | 0.208* (0.115) | 0.218* (0.115) | 0.177 (0.112) | 0.216* (0.112) |
| yat | 1.237*** (0.480) | 1.225** (0.481) | 1.243*** (0.477) | 1.123** (0.481) | 1.246*** (0.478) |
| isdh | 0.00234 (0.00356) | 0.00212 (0.00364) | 0.00210 (0.00358) | 0.000990 (0.00360) | 0.00222 (0.00355) |
| buy | -0.0311 (0.0509) | -0.0254 (0.0527) | -0.0335 (0.0396) | 0.0421 (0.0635) | -0.0358 (0.0494) |
| d2016 | 1.811*** (0.487) | 1.755*** (0.471) | 1.752*** (0.457) | 2.044*** (0.468) | 1.770*** (0.435) |
| ebuy | 1.121 (2.437) | 1.133 (2.195) | | | |
| enf | 0.0864 (0.472) | 0.0595 (0.464) | | | |
| dolu | 0.118 (2.660) | | | | |
| tgdp | | -3.177 (11.36) | | | |
| texp | | | -0.347 (2.469) | | |
| tesis | | | | -0.910 (0.607) | |
| ca | | | | | 0.00826 (0.0822) |
| Sabit | -0.439 (1.465) | -0.329 (0.992) | -0.183 (1.015) | 5.753 (4.098) | -0.423 (1.686) |
| Gözlem | 205 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| Şirket Sayısı | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Hausman | 7.17(0.62) | 6.81(0.66) | 6.27(0.51) | 5.23(0.63) | 6.35(0.50) |
| Pesaran | 1.08(0.28) | 1.07(0.28) | 0.93(0.35) | 1.17(0.24) | 0.93(0.35) |
| Baltagi-Wu LBI | 2.08 | 2.08 | 2.10 | 2.13 | 2.09 |
| Şirket SE | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Yıl SE | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |

Not: Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 düzeyinde anlamlılık seviyesini göstermektedir.

Bu sonuç Pattitoni ve diğerlerinin (2014) sonuçlarını desteklemektedir. *yat* değişkeninin katsayısı tüm modellerde pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Yatırım değişkeni aktif karlılığını negatif etkilerken kar marjını ters şekilde pozitif etkilemektedir. Turizm işletmeleri maddi varlıklarını teminat şeklinde

kullanıp farklı ucuz finansman seçeneklerini kullanarak karlı yatırım fırsatlarını değerlendirip kar marjlarını artırabilirler. Bu sonuç Asimakopoulos ve diğerlerinin (2009) sonuçlarını desteklerken, Demirci'nin (2017) bulgularını desteklememektedir. 2016 yılında yaşanan kriz turizm şirketlerinin kar marjlarını olumsuz etkilememiştir. Diğer yandan bu çalışmanın bulguları kar marjına etkisi bakımından makroekonomik ve endüstriyel değişkenler için istatistiksel anlamlı kanıtlar sağlamamıştır.

Sonuç

Bu çalışmada temel olarak BIST'de 1988-2016 döneminde işlem gören turizm şirketlerinin aktif karlılıkları, öz kaynak karlılıkları ve kar marjlarına etki eden şirkete özgü finansal, endüstriye özgü ve makroekonomik değişkenler panel veri yöntemleriyle araştırılmıştır. Buna ek olarak 2016 yılında Rus uçağının düşürülmesi sonrası yaşanan gelişmelere bağlı olarak Türk turizm şirketlerinin karlılığına etkisi de incelenmiştir. Bu sebeple alan yazınına katkı sağlaması beklenmektedir.

Panel veri analiz sonuçları, aktif karlılığının kaldıraç, yatırım fırsatları ve işletme sermayesi devir hızından negatif etkilendiğini göstermektedir. Bununla birlikte, satış büyümesinin ise aktif karlılığını artırdığı belirlenmiştir. Türk turizm işletmelerinden çok fazla borca sahip olanların karlılıklarının azaldığı görülmektedir. Bu sonuca bağlı olarak, dönemsel olarak ödenme gerekliliği bulunan borç faizlerinin karlılığı azaltma etkisi yaptığı ve işletmelerin bu sebeple bazı karlı yatırım fırsatlarını kaçırabileceği tartışılabilir.

Teorik olarak etkin şekilde işletme sermayesini yöneten işletmelerin karlılıklarını yükselteceği beklenmektedir. Ancak çalışmaya dahil işletmelerin çoğunlukla negatif çalışma sermayesine sahip olmaları sebebiyle likidite problemi yaşayabilecekleri öngörülmektedir. Turizm işletmelerinin çalışma sermayesi yönetimini önemsemeleri, karın artırılmasında ve sürdürülebilir olmasında gerekli stratejileri belirlemeleri faydalı olacaktır. Şaşırtıcı biçimde 2016 yılında turizm sektöründe yaşanan olumsuzlukların aktif karlılığına yansımadağı tespit edilmiştir. Muhtemelen sektörde yaşanan olumsuzlukların etkisi gecikmeli olarak sonraki yıllarda belirlenebilir.

Özkaynak karlılığını ise borç düzeyi negatif etkilerken, satış büyümesinin pozitif etkilediği belirlenmiştir. Buna ek olarak, endüstriye özgü değişkenlerden sektördeki tesis sayısı da özkaynak karlılığını azaltıcı etkisi tespit edilmiştir. Sektörde tesis sayısının artması otel işletmelerinin belirlediği hedef pazar payını koruyabilmek amacıyla ürün ve hizmetlerini rakiplerinden farklılaştırmaya zorlamaktadır. Türk turizm işletmelerinin karlılıklarını artırabilmek için tüketicilerin zihninde ürün ve hizmetleri hakkında farklı imaj yaratarak stratejik konumlandırma politikaları belirlemeleri gerekmektedir (Zengin ve Uyar, 2016: 13). İncelenen dönemde Türkiye turizm rekabet gücü açısından ilerleme kaydetmiştir. Dünya Turizm Örgütü'nün hazırladığı Seyahat ve Turizm Rekabet Endeksi'nde Türkiye 2011 yılında listenin 50. sırasında yer alırken 2015 yılında 44. sıraya yükselmiştir (UNWTO, 2016).

Çalışmanın sonucunda, borsada işlem gören turizm işletmelerinin sürdürülebilir bir kar yönetimlerinin oluşturulmasında; borçluluk düzeylerinin azaltılması ya da varlık yapısının kompozisyonuna uygun daha düşük maliyetli borçlanmaları, pazar paylarını artırıcı satış politikaları geliştirmeleri, yatırım politikalarını optimum büyüklüğe ulaşıncaya kadar sürdürmeleri, işletme sermayesi yönetiminde gerekli özeni göstermeleri önerilebilir. Olası krizlere karşı sektörel konumlandırma çabalarını artırmaları ve rekabet edebilirlik seviyesini artırmaları da ayrıca önerilebilir.

Kaynakça

Aissa, S. B., & Goaid, M. (2014). Determinants of tourism hotel profitability in Tunisia. *Tourism and Hospitality Research*, 14(4), 163-175.

Aissa, S. B., & Goaid, M. (2016). Determinants of Tunisian hotel profitability: The role of managerial efficiency. *Tourism Management*, 52, 478-487.

Albayrak, A. S., & Akbulut, R. (2008). Karlılığı etkileyen faktörler: İMKB sanayi ve hizmet sektörlerinde işlem gören işletmeler üzerine bir inceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 4(7), 55-83.

Aparna, K. (2015). Determinants of profitability-a firm level study of steel authority of India Limited (SAIL), *Journal of Business Management & Social Sciences Research*, 4(12), 1-4.

Asimakopoulou, I., Samitas, A., & Papadogonas, T. (2009). Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35(11), 930-939.

Aslan, A. (2016). Does tourism cause growth? Evidence from Turkey. *Current Issues in Tourism*, 19(12), 1176-1184.

Aytürk, Y., & Yanık, S. (2015). Çalışma sermayesi yönetimi Türkiye'deki KOBİ'lerde karlılığı nasıl etkiler?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 10, 157-168.

Bain, J.S. (1951), Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing: 1936-1940, *Quarterly Journal of Economics*, 65, 293-324.

Bain, J.S. (1956). *Barriers to New Competition: Their Character and Consequences in Manufacturing Industries*, Cambridge, USA: Harvard University.

Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, West Sussex, UK: Willey and Sons.

Çakır, H. M., & Küçükkaplan, İ. (2012). İşletme sermayesi unsurlarının firma değeri ve karlılığı üzerindeki etkisinin İMKB'de işlem gören üretim firmalarında 2000–2009 dönemi için analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 1(14), 69-85.

Çetintaş, H. & Bektaş, Ç. (2008). Türkiye'de turizm ve ekonomik büyüme arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiler. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 19(1), 37-44.

Chen, T. H. (2009). Performance measurement of an enterprise and business units with an application to a Taiwanese hotel chain. *International Journal of Hospitality Management*, 28(3), 415-422.

Claver-Cortés, E., Molina-Azorín, J. F., & Pereira-Moliner, J. (2007). The impact of strategic behaviors on hotel performance. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19(1), 6-20.

Demirci, N. S. (2017). İmalat sanayi sektöründe kârlılığın belirleyicileri: TCMB sektör bilançolarıyla panel veri analizi (1996-2015). *Ege Akademik Bakış*, 17(3), 381-393.

Diñçergök, B. (2015). Yatırım, kaldıraç ve büyüme fırsatları: BIST imalat sektörü firmalarında bir uygulama. *Journal of Accounting & Finance*, 68(4), 83-98.

Erdem, B., & Gezen, T. (2014). Turizm işletmelerine yönelik iş ilanlarının içerik analizi yöntemiyle incelenmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(21), 19-42.

EVDS (2016). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (Erişim Tarihi: 15.10.2016)

Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282.

Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2009). Sources of variation in firm profitability and growth. *Journal of Business Research*, 62(4), 495-508.

Gökdeniz, A., & Erdem, B. (2015). Turizm politikasında ekonomik başarı koşulları ve Ayvalık örneği. *Marmara Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(1), 1-32.

Granger, C. W., & Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120.

Guillen, J., Rengifo, E. W., & Ozsoz, E. (2014). Relative power and efficiency as a main determinant of banks' profitability in Latin America. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 119-125.

Gündoğdu, F., & Aksu, H. (2011). Mevduat bankacılığında karlılık ve makroekonomik değişkenler ilişkisi: Türkiye üzerine bir uygulama. *Atatürk Ü. İİBF Dergisi*, 10. *Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı*, 243-270.

Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251- 1271.

Hirsch, S., & Gschwandtner, A. (2013). Profit persistence in the food industry: evidence from five European countries. *European Review of Agricultural Economics*, 40(5), 741-759.

Hsiao, C. (1986). *Analysis of Panel Data*, Cambridge, UK: Cambridge University.

Hsiao, C., (2005). Why Panel Data?. *IEPR Working Papers, no.05.33*. doi:10.2139/ssrn.820204

Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of econometrics, 115*(1), 53-74.

Im, K.S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels, *Journal of Econometrics, 115*(1), 53-74.

KAP (2016), <http://www.kap.org.tr>.(Erişim Tarihi: 16.08.2016)

Karadeniz, E. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören turizm şirketlerinin işletme, finansal ve toplam risk düzeylerinin kaldıraç analiziyle değerlendirilmesi. *Süleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences, 17*(1), 309-324.

Karadeniz, E., & İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören turizm işletmelerinin aktif kârlılığını etkileyen değişkenlerin analizi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi, 22*(1), 65-75.

Kendirli, S., & Çankaya, M. (2016). BİST Turizm endeksindeki şirketlerde işletme sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik bir araştırma. *International Review of Economics and Management, 4*(2), 46-68.

Kim, W. G., Cho, M., & Brymer, R. A. (2013). Determinants affecting comprehensive property-level hotel performance: The moderating role of hotel type. *International Journal of Hospitality Management, 34*, 404-412.

Kiraci, M. (2009). Stok yönetimi ve karlılık ilişkisinin finansal oranlar aracılığıyla incelenmesi: IMKB imalat sektöründe bir araştırma. *METU Studies in Development, 36*(1), 161-195.

Kocaman, M., Altemur, N., Aldemir, S., & Karaca, S. S. (2016). Ekonomik karlılığı etkileyen faktörler: İSO 500 sanayi işletmeleri uygulaması. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 13*(35), 320-332.

Magoutas, A., Papadoudis, G., & Sfakianakis, G. (2016). The financial performance of Greek hotels before and during the crisis. *Hospitality & Tourism Management, 1*(2), 11-14.

Mason, E.S. (1939). Price and production policies of large-scale enterprise. *The American Economic Review, 29*(1), 61-74.

Mason, E.S. (1949). American security and access to raw materials. *World Politics, 1*(2), 147-160.

Nunes, P.J.M., Serrasqueiro, Z.M. & Sequeira, T.N. (2009). Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach. *The Service Industries Journal, 29*, 693-707.

Özcan, A., & Çiftçi, C. (2015). Türkiye'de mevduat bankacılığında yoğunlaşma ve kârlılık ilişkisi (2006-2013 dönemi). *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8*(3), 1-12.

Özcan, B., & Erdogan, S. (2017). Are Turkey's tourism markets converging? Evidence from the two-step LM and three-step RALS-LM unit root tests. *Current Issues in Tourism*, 20(4), 425-442.

Pan, C. M. (2005). Market structure and profitability in the international tourist hotel industry. *Tourism Management*, 26(6), 845-850.

Pattitoni, P., Petracci, B., & Spisni, M. (2014). Determinants of Profitability in the EU-15 Area. *Applied Financial Economics*, 24(11), 763-775.

Saldanlı, A. (2012). Likidite ve karlılık arasındaki ilişki-İMKB 100 imalat sektörü üzerine ampirik bir çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(2), 167-176.

Sarıtaş, H., Uyar, S.K., & Gökçe, A. (2016) Banka karlılığı ile finansal oranlar ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin sistem dinamik panel veri modeli ile analizi: Türkiye araştırması. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11, 87-108.

Stierwald, A. (2010). Determinants of profitability: An analysis of large Australian firms. *The University of Melbourne, Melbourne Institute Working Paper*, No. 3/10.

Tatoğlu, F.Y. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta.

Toraman, C., & Sönmez, A.R. (2015). Çalışma sermayesi ve karlılık arasındaki ilişki: Perakende ticaret sektörü üzerine bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(1), 15-24.

TURSAB (2016). <http://www.tursab.org.tr/tr/turizm-verileri/istatistikler> (Erişim Tarihi: 15.10.2016)

UNWTO (2016). <http://www2.unwto.org> (Erişim Tarihi: 18.10.2016)

Vintilă, G., & Nenu, E.A. (2016). Liquidity and profitability analysis on the Romanian listed companies. *Journal of Eastern Europe Research in Business & Economics*, 2016, 1-8.

WTTC (2017). <http://www.wttc.org/research/economic-research/economic-impact-analysis/> (Erişim Tarihi: 15.10.2016)

Yavuz, N. Ç. (2006). Türkiye'de turizm gelirlerinin ekonomik büyümeye etkisinin testi: yapısal kırılma ve nedensellik analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7(2), 162-171.

Yücel, E., (2015). Hisse senedi getirisi ve borç finansmanı ilişkisi: Yapısal eşitlik modeli. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 52(605), 61-74.

Zengin, B., ve Uyar, H., (2016) Türk Turizm ve Otelcilik Sektöründe Rekabet ve Rekabeti Etkileyen Faktörlerin Otel İşletmelerine Yönelik Olarak Değerlendirilmesi. *Bartın Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5, 1-22.

Extended Abstract

Introduction

Tourism has been fastest growing economic industry and named as chimneyless industry in the world due to enormous endowing to economic growth and development. However, tourism industry is one of the leading job creator across regional and national economies. According to the World Travel & Tourism Council (WTTC, 2017), tourism's contribution to World GDP rising to a total of 10% of World GDP and it reached to 7.2 trillion dollar in 2015. Also, according to the WTTC statistics, tourism industry supports 284 million people employed in this sector in 2017. Thus, developments in tourism sector has been the focus of the attention of studies in recent years.

The relationship between the determinants of financial performance of companies are well delineated preceding empirical literature. Recently, though, empirical literature only underscores the influence of the firm-level internal determinants of profitability, the external determinants are not related to hotel management but convey the economic environment that affects the financial performance of tourism companies. There is very few empirical studies present the determinants of profitability of tourism companies. Recently, Aissa and Goaid (2016) investigated hotel performance determinants using financial data of 27 hotel companies operating in Tunisia for the 2000-2010 period using unbalanced panel data estimation techniques. The authors argued that management efficiency, size, leverage, hotel location, crises and international attraction of the destination are crucial variables that affect the hotel profitability. Magoutas et al. (2016) analyzed the critical factors affecting the performance of the tourism industry in Greece for 2005-2011 period by using panel data econometrics. They suggest that crises has resulted to a distinction of the determinants of financial performance of Greek tourism companies.

The aim of this paper is to examine that the effect of tourism company-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of tourism company financial performance for a sample of Turkish tourism companies listed in the Borsa İstanbul (BIST) with the panel data analysis for the period 2010-2015. The empirical findings shows that tourism companies' profitability was negatively affected by leverage, inventory turnover ratio, quick ratio and positively by size, current ratio, capitalization and sales growth. Also, the number of establishments positively affected the return on assets. Additionally, the findings of this research are imply that leverage and liquidity ratio are affected return on equity negatively.

Methodology

In this paper we use balance static panel data econometrics to concentrate on the main determinants of tourism companies' financial performance using 11 Turkish tourism companies which are listed in BIST for the period 2010-2015. In static panel data analyses the literature usually applies least squares methods on fixed effects or random effects models and this study reports only random effects results of models. Financial data were collected from Public Disclosure Platform and industry data were collected from The Association of Turkish Travel Agencies.

Based on the relevant theoretical and empirical literature; we decide on the use of following independent variables with respect to profitability of Turkish tourism companies, and dependent variables are return on assets (ROA), return on equity (ROE), and profit margin (KMAR). The following equation was used to examine the relationship between profitability, financial variables, industry variables, and macroeconomic variables of tourism companies in Turkey:

$$ROA_{it} = \alpha_t + \beta_1 kal_{it} + \beta_2 satby_{it} + \beta_3 yat_{it} + \beta_4 isdh_{it} + \beta_5 buy_{it} + \beta_6 d2016 + \beta_7 ebuy_{it} + \beta_8 enfi_{it} + \beta_9 dolu_{it} + \beta_{10} tgdpy_{it} + \beta_{11} texp_{it} + \beta_{12} tesis_{it} + \beta_{13} ca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_t + \beta_1 kal_{it} + \beta_2 satby_{it} + \beta_3 yat_{it} + \beta_4 isdh_{it} + \beta_5 buy_{it} + \beta_6 d2016 + \beta_7 ebuy_{it} + \beta_8 enfi_{it} + \beta_9 dolu_{it} + \beta_{10} tgdpy_{it} + \beta_{11} texp_{it} + \beta_{12} tesis_{it} + \beta_{13} ca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$KMAR_{it} = \alpha_t + \beta_1 kal_{it} + \beta_2 satby_{it} + \beta_3 yat_{it} + \beta_4 isdh_{it} + \beta_5 buy_{it} + \beta_6 d2016 + \beta_7 ebuy_{it} + \beta_8 enfi_{it} + \beta_9 dolu_{it} + \beta_{10} tgdpy_{it} + \beta_{11} texp_{it} + \beta_{12} tesis_{it} + \beta_{13} ca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Where *kal* variable is a proxy of leverage measured as total debt over total liabilities. We are expecting that leverage affects financial performance negatively and Aissa and Goaid (2016), and Magoutas et al. (2016) found negative relationship between leverage and profitability of hotel companies.

Sales growth as shown by *satby* variable is a measure of the ability of the firm sales achievement and it is providing additional income to a tourism company for the current period. Therefore, it is expected that sales growth can affect the firm profitability positively. *Asimakopoulos et al. (2009) and Pattitoni et al. (2014)* found a positive relation between sales growth and profitability. *yat* variable is a proxy of investment opportunities and measured as total fixed assets over total assets. *isdh* is a proxy of net working capital and the ineffective management of current assets by a tourism company has a negative impact on financial performance. *buy* is a proxy of hotel size and measured as natural logarithm of sales. Tourism company size and profitability relationship has a growing body of literature. Many researchers such as Aissa and Goaid (2016), Magoutas et al. (2016), Aissa and Goaid (2014), Kim et al. (2013) and Karadeniz and Iskenderoglu (2011) have introduced positive relationship between size and profitability. *d2016* is a dummy variable which takes 1 for the crises year of 2016 and 0 otherwise.

ebuy is a macroeconomic variable and define as annual growth rate of nominal GDP. *enf* is the other macroeconomic variable which is show that annual inflation rate of Turkey. *tesis* is a proxy of occupancy rate of a hotel. *tesis* is a proxy of accommodation facilities licensed by the ministry of tourism. *tgdp* variable shows the tourism income over gross domestic product. *txp* variable is a proxy of tourism income and measured as tourism income dived by the export.

Results and Discussion

The results of both ROA and ROE estimations deliver congeneric qualitative findings and thus analysis of this paper will be based on the results of the fixed effects model. The estimated coefficients provide theoretical expected signs and the explanatory power of the models are very high.

More specifically, the estimated coefficients of the *kal* variable are statistically significant and negatively affects profitability in all models both ROA and ROE suggesting that leverage is a significant determinant of tourism company profitability, and firms with high debt ratios must employ most of their earnings to fall upon the huge interest cost. *satby* variable, as expected, comes out to be positive and statistically significant in all models associating tourism companies with investment and growth opportunities with higher profitability. This finding indicate that hotels with investment opportunities and growth could help employee motivation and, therefore, hotels profitability. A hotel that manages to enhance its sales output amends its incomes also having more funds available for foster enlargement.

The coefficient of *isda* is negative and statistically significant at 5% level which implies that the working capital management of a tourism company has a significant effect on profitability. Also the coefficient of *yat* variable is negative and statistically significant at 1% level. If tangible assets of a tourism company change by one percent, we would expect profitability of this company could decrease by .11% in average and this imply that, when the investment position is better, this has a negative effect on profitability of a tourism company.

However, *tesis* variable is negative and statistically significant and this industry-specific variable is very important determinants of profitability.