

Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma

The Effect of Capital Structure Decisions on Profitability: A Research on Borsa İstanbul Tourism Companies

Doç. Dr. Erdinç KARADENİZ

Mersin Üniversitesi
Turizm Fakültesi
E-posta: drekaradeniz@gmail.com

Yrd. Doç. Dr. Fatih KAPLAN

Mersin Üniversitesi
Tarsus Uygulamalı Teknoloji ve İşletmecilik YO
E-posta: fatihkaplan@mersin.edu.tr

Arş. Gör. Fatih GÜNAY

Mersin Üniversitesi
Turizm Fakültesi
E-posta: fgunay@mersin.edu.tr

Öz

Bu çalışmanın temel amacı halka açık turizm şirketlerinde sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisinin analiz edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinden 2009-2015 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verilerine ulaşılabilen 8 şirket üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda turizm şirketlerinde kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıracın, net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı üzerinde negatif etkisi olduğu saptanmıştır. Öte yandan çalışmada turizm şirketlerinde uzun vadeli kaldıracın bütün kârlılık göstergeleri üzerinde anlamlı bir etkisi saptanamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye yapısı, Kârlılık, Borsa İstanbul, Turizm şirketleri

Abstract

The main purpose of this study is to analyze the impacts of capital structure decisions on profitability on publicly traded tourism companies. For this purpose, analysis was conducted on quarterly data can be reached of eight tourism companies traded on Borsa İstanbul between the years 2009-2015. As a result of analysis short-term debt and total leverage have negative impact on net profit margin, basic earnings power and return on assets of tourism companies. On the other hand, significant effect was not identified of long-term leverage on all profitability indicators.

Keywords: Capital structure, Profitability, Borsa İstanbul, Tourism companies

1. Giriş

Günümüzde şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı kararları büyük önem arz etmektedir. Özellikle son yıllarda şirketlerin sermaye gereksinimlerinin ve bu gereksinimleri karşılamak amacıyla kullanılabilir finansal araçların sayısının giderek artması, sermaye bulma maliyetinin yükselmesi ve yanlış finansal kaynak tercihleri sonucunda şirketlerin sıkıntı yaşamaları sermaye yapısı kararlarının önemini arttırmaktadır (Karadeniz ve diğ., 2012). Bu bağlamda şirketlerin faaliyetlerinin ve reel yatırımlarının finansmanında kullanacakları yabancı kaynak ve öz kaynağın bileşimi önem kazanmaktadır. Bir işletmenin sermaye yapısıyla ilgili kararları, ne kadar yabancı ve ne kadar özkaynak kullanması gerektiğine ilişkin kararlarından oluşmaktadır. Bu kararlar, finans yöneticisinin bir işletmede alması gereken üç temel karardan (yatırım, finansman ve kâr dağıtım) biri olan finansman kararları içerisinde yer almaktadır (Karadeniz, 2008).

Finans literatüründe sermaye yapısı, bir şirketin finansmanında kullandığı kısa vadeli yabancı kaynakların süreklilik gösteren kısmı, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermayenin oluşturduğu yapı olarak tanımlanmaktadır. Bir başka ifade ile sermaye yapısı, bir şirketin reel yatırımlarını finanse etmede kullandığı menkul kıymetlerin (uzun vadeli borçlar, adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri vb. gibi) bileşimidir (Moyer, Mcguigan ve Kretlow, 2006; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007).

Finans yöneticilerinin sermaye yapısı konusunda alacakları kararlarda şirket değerini maksimize edilmesi hedefi vardır. Bu açıdan risk ve getiri arasında denge kuran, sermaye maliyetini en aza indirmeyi hedefleyen ve bu şekilde hisse senetlerinin değerini artıran optimal sermaye yapısının oluşturulması esas hedeftir (Yılığör, 2012: 322). Şirketlerin risk ve getiri arasında denge kuran sermaye yapısı ile faaliyet göstermeleri halinde sermaye maliyeti azalacak, kârlılıkları, piyasa değerleri ve hissedar değerleri yükselecektir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2007: 246). Bu bağlamda sermaye yapısı kararları, şirket değerinin maksimize edilmesine yönelik birçok çalışmanın temel konusu olmuştur. Yapılan çalışmalarda birçok yaklaşım ve teori ortaya konmakla birlikte belirli tek bir optimal sermaye yapısının olduğu yönünde kesin bir sonuca varılamamıştır.

Günümüzde çok hızlı bir şekilde büyüyen turizm sektörü; istihdama katkısı, çok sayıda insana hizmet sunması, yarattığı gelir ve ekonomiye sağladığı katma değerle dünyanın en büyük sektörlerinden biri olarak kabul görmüştür. Son yıllarda ekonomik açıdan darboğazlar yaşayan Türkiye açısından turizm sektörü, sosyo-ekonomik katkıları dikkate alındığında daha da fazla önem kazanan bir sektör konumuna gelmiştir. Ancak son zamanlarda küresel ölçekte oluşan ekonomik, siyasi riskler ve terör olayları sektördeki işletmelerin yatırım, finansman, kârlılık ve firma değeri performanslarına olumsuz yansiyabilmektedir. Burada özellikle yanlış finansman kararlarının ve tercihlerinin etkileri önem arz etmektedir.

Turizm sektörünün önemli aktörlerinden birisi olan konaklama şirketleri ve diğer turizm şirketleri, büyük miktarda sabit varlığa sahip olan ve bu nedenle daha yatırım aşamasında önemli tutarlarda sabit sermaye gereksinimi duyan ve bu bağlamda likidite ve kârlılık açısından sorunlar yaşayabilen şirketlerdir. Bununla beraber turizm şirketleri, değişen tüketici davranışları, pazardaki rekabet, tercih ve zevklerin sürekli farklılaşması gibi nedenlerle faaliyet aşamasında da birçok yenileme, modernizasyon ve stratejik amaçlı birleşme ve satın alma yatırımı gerçekleştirme durumlarıyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu nedenle turizm şirketlerinde gerek

yatırım öncesi ve gerekse yatırım süreci ve sonrasında gerçekleştirilecek yatırımların başarılı olabilmesi için uygun sermaye yapısı bileşiminin bulunması, kârlılığı ve şirket değerini yükselten sermaye yapısının belirlenmesi önem kazanmaktadır.

Bu çalışmada halka açık Türk turizm şirketlerinde sermaye yapısı bileşiminin ve sermaye yapısının vadesinin, kârlılık üzerindeki etkisinin analizi amaçlanmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul'da işlem gören ve verilerine ulaşılabilen 8 turizm şirketinin 2009q1 ile 2015q1 arasındaki 25 çeyrek dönemi kapsayan verilerden yararlanılmıştır. Çalışma, amacı doğrultusunda beş bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde, sermaye yapısı ve sermaye yapısıyla ilgili teoriler açıklanmaktadır. İkinci bölümde konuyla ilgili geçmiş çalışmalara yer verilmektedir. Üçüncü bölümde ise analizlerde kullanılan veri ve yöntem açıklanmıştır. Dördüncü bölümde elde edilen bulgular tartışılmış ve beşinci bölümde sonuçlara ve önerilere yer verilmiştir.

2. Sermaye Yapısı Kavramı

Şirketler büyümeyi hedeflediğinde sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Sermaye ihtiyacını gidermede genel olarak iki finansal kaynaktan yararlanılmaktadır. Bu kaynaklar yabancı kaynak ile öz kaynaktır. Yabancı kaynak şirketin kredi sağlayanlara karşı belirli sürelerde geri ödeme gerektiren yükümlülüklerini ifade etmektedir (Ross ve diğ., 2008: 23). Öz kaynak ise şirketin kredi sağlayanlara yükümlülüklerini karşılamaından sonra varlıklarından hissedarlara kalan kısımdır (Ross ve diğ., 2008: 23; Berk ve diğ., 2012: 26). Yabancı kaynak sadece şirket dışından sağlanmakta iken öz kaynak, şirket içinden veya dışından sağlanabilmektedir (Akgüç, 2010: 481).

Sermaye yapısının bileşenlerinden birisi olan yabancı kaynağın iki temel özelliği bulunmaktadır. İlki yabancı kaynak için ödenen faizlerin vergi kalkanına tabi olması ikincisi ise yabancı kaynağın geri ödemesinin belirli bir vadeye bağlı kalınarak sabit olmasıdır. Buna karşın yüksek borç kullanımı, şirketi riskli hale getirmesi nedeniyle sermaye maliyetlerinin artmasına neden olabilmektedir. Ayrıca faaliyetler sonucunda faiz ve borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirecek gelir elde edilemez ve hissedarlarda bu yükümlülüğü karşılayamaz ise şirket iflas riskiyle karşı karşıya kalabilmektedir (Brigham ve Houston, 2009: 416). Sermaye yapısının bileşenlerinden bir diğeri olan öz kaynağın şirkete sabit yük getirmemesi, vadesinin olmaması, yönetime katılma hakkı vermesi ve şirketin finansal riskini azaltması gibi özellik ve olumlu tarafları bulunmaktadır. Buna karşın şirket gelirlerinde öncelik hakkı olmaması, gelirlerde belirliliğinin olmaması, ortakların şirket varlıkları üzerinde yabancı kaynağın ardından hakkının bulunması ve kâr payı ödemelerinin faiz ödemelerinde olduğu gibi vergi kalkanı etkisinin olmaması gibi olumsuz özellikleri de bulunmaktadır (Akgüç, 2010: 482-483).

Şirketlerin, reel yatırımlarının finansmanında kullandıkları sermaye kaynaklarının şirkete bir maliyeti bulunmaktadır. Bu maliyetin bileşimi sermaye maliyeti olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla bir şirket kullandığı sermaye kaynaklarının maliyeti kadar getiri elde etmelidir. Bu bağlamda sermaye maliyeti bir şirketin ortalama risk düzeyindeki bir yatırımdan sağlaması gereken en düşük getiri oranı olarak da tanımlanmaktadır (Moyer ve diğ., 2006: 334; Vanhorne ve Wachowicz, 2008: 383). Genel olarak finans literatüründe yabancı kaynağın maliyetinin, vergi kalkanı etkisinden yararlanma imkânı sunması ve öz kaynak sahiplerinin şirket varlıkları ve gelirleri üzerinde yabancı kaynak sunanlara göre öncelik haklarının olmaması nedeniyle öz kaynağın maliyetinden daha düşük olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla şirketler daha düşük maliyetli yabancı kaynak kullanarak kârlılıklarını ve piyasa değerlerini yükseltebilir şeklinde bir önerme sunulabilir. Ancak çok fazla yabancı kaynak

kullanımının, şirketin finansal riskini arttırdığını ve zamanla şirketin sermaye maliyetini yükseltebileceğini göz önünde bulundurmak önem arz etmektedir.

Sermaye yapısında etkili olan sermaye maliyeti, yatırımcılar açısından arzu edilen ortalama getiri, şirket açısından ortalama fon kullanım maliyetini ifade etmektedir (Aydın ve diğ., 2007: 314). Yöneticiler sermaye yapısı kararlarında sermaye maliyetinin en düşük buna karşın, yabancı kaynak ve öz kaynak piyasa değeri toplamını ifade eden şirket değerinin en yüksek olduğu optimal sermaye yapısı bileşimine karar kılmaya çalışmalıdır. Sermaye yapısındaki değişimler ancak şirket değerinde bir artış yaratırsa hissedarlara refah sağlayacaktır. Aksi takdirde hissedarların servetlerinde kayba yol açabilmektedir. Hissedar getirilerinin artırılması şirket değerini artırmada etkilidir. Genel bir ifadeyle kurumsal finansın temel konusu olan şirket değerinin maksimize edilmesi yani hissedar refahının artırılmasında sermaye yapısı kararlarının etkisi bulunmaktadır (Ross ve diğ., 2008).

Özellikle şirket değeri maksimizasyonunun nihai amaç olarak kabul edilmesinden sonra şirketlerin sermaye yapılarının sermaye maliyetlerine, kârlılıklarına ve piyasa değerlerine olan etkilerini açıklamaya yönelik sermaye yapısı teorileri geliştirilmiştir. Sermaye yapısı teorileri şirketlerin borç ile öz kaynak bileşiminin oransal durumunu ve etkilendiği değişkenleri açıklamaya çalışmaktadır (Sekar ve diğ., 2014: 446).

Sermaye yapısı teorileri klasik ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Klasik sermaye yapısı teorileri (Net Gelir, Net Faaliyet Geliri, Geleneksel ve Modigliani-Miller Teorileri), sermaye yapısı kararlarının sermaye maliyeti ve piyasa değerine olan etkilerini açıklamaya çalışmaktadır.

Klasik teorilerden net faaliyet geliri ve net gelir teorileri David Durand tarafından ortaya konmuştur (Durand, 1957). Net gelir teorisine göre şirketin sermaye yapısının oluşturulmasında maliyeti düşük olan yabancı kaynağın kullanılması ile yüksek maliyetli öz kaynak oranı azalmış olacak ve şirket borç düzeyini artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürecektir (Yılgör, 2012: 325). Net faaliyet geliri teorisinde yabancı kaynak kullanımının ortalama sermaye maliyetini etkilemeyeceği bunun nedeni olarak borcun belirli bir düzeyden sonra finansal riske neden olacağı ve öz kaynak maliyetinin bu düzeyden sonra artacağı vurgulanmaktadır (Yılgör, 2012: 328-329). Geleneksel teoride ise finans yöneticilerinin finansal kaldıraçtan yararlanarak belirli bir sermaye yapısı bileşimine kadar şirket değerini artırabileceği öne sürülmektedir (Vanhorne ve Wachowicz, 2008). Diğer bir ifadeyle şirketin yabancı kaynak kullanımı makul bir düzeye eriştiğinde en uygun ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaşacağı ve o noktada şirket değerinin en yüksek olacağı kabul edilmektedir. Bu noktadan sonra yabancı kaynak kullanımı gerek öz kaynağın gerekse borcun maliyetini yükselterek ortalama sermaye maliyetini artıracaktır (Aydın ve diğ., 2007; Vanhorne ve Wachowicz, 2008; Yılgör 2012). Klasik teorilerden Modigliani-Miller'in (MM) 1958 yılında geliştirdikleri teoride, vergi etkisini göz ardı ederek ve diğer bir takım kısıtlayıcı varsayımlar altında şirketin sermaye maliyetinin ve değerinin şirketin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ileri sürülmektedir. Yine MM (Modigliani ve Miller, 1963), vergi değişkenini de göz önüne almışlar ve firmaların borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabileceklerini vurgulamışlardır (Karadeniz, 2008: 19).

Modern sermaye yapısı teorileri (Dengeleme, Finansal Hiyerarşi, Temsil Maliyeti, İşaret Etkisi Teorileri) ise şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiş olan teorilerdir (Karadeniz, 2008:

15; Sayılğan ve Uysal, 2011: 103-104). Bu teorilerden dengeleme teorisi ya da statik dengeleme teorisi borcun vergi avantajı ve finansal sıkıntı maliyetlerinin varlığından hareket eden bir yaklaşım olmuştur (Ross ve diğ., 2008). Finansal hiyerarşi teorisi ise bilgi asimetrisini ön plana çıkarmakla birlikte yöneticiler kullandıkları sermayede iç kaynaklar, az riskli borç, riskli borç ve yeni hisse senedi ihracı şeklinde bir hiyerarşik sırayı takip etmektedir (Yılıgör, 2012).

İşaret etkisi teorisi bir diğer modern sermaye yapısı teorisidir. Teoriye göre içeriden öğrenen kimi yöneticiler bilgileri nedeniyle hissedarlara yatırımların kârlı olduğu inancını oluşturmak için öncelikle yabancı kaynak kullanmak ister (Ross ve diğ., 2008: 468). Yaklaşımda şirket yöneticileri işletme dışı şahıslara şirketin gidişatı hakkında sinyaller göndererek, şirketin piyasa değerinin yükselmesini ve sermaye sahiplerinin çıkar sağlamalarını arzu etmektedir. Borçlanma yoluyla finansmanın, piyasa tarafından pozitif sinyal olarak algılandığına ve bunun hisse senetlerinin değerini yükselttiğine inanılmaktadır. Yatırımcılar şirketlerin hisse senedi ihraç etmesini genellikle negatif bir sinyal olarak düşünmekte ve şirketin hisse senetlerinin piyasada aşırı değerlendirildiğini düşünülmesine ve piyasa değerinin düşmesine neden olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 259-260). Son olarak temsilcilik maliyeti teorisi diğer modern sermaye yapısı teorisidir. Teori sermaye yapısı için yönetici, kredi verenler ve hissedar beklentilerinin uyumsuzluğunu öne çıkarmakta ve bu uyumsuzlukların giderilmesi için katlanılan maliyetten hareket etmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Temsilcilik maliyeti teorisine göre hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmaları görülebilmektedir. En temel nedeni ise yöneticilerin işletme kaynaklarını kendi menfaatleri için kullanma amacı güdebilmesidir. Şirket değerinin maksimizasyonu yerine kendi pozisyonlarını güçlendirmek isteyen yöneticiler kâr dağıtmayıp şirket içinde tutarak borç verenlerin denetiminden korunabilmektedir. Bu tür eğilimlerin şirkete getirdiği maliyetler öz sermayenin temsilcilik maliyetini oluşturmaktadır. Öz sermayenin temsilcilik maliyetini azaltmanın yolu da borçlanma oranını arttırmaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 260-261).

3. Literatür Taraması

Şirketlerin, yatırım ve faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları sermaye kaynaklarının bileşimi ve bu bileşimi etkileyen değişkenler finans literatürünün en çok araştırılan ve tartışılan konularından biridir. Özellikle şirket değeri maksimizasyonunun nihai şirket amacı olarak kabul edilmesinden sonra şirketlerin sermaye yapısı tercihlerinin kârlılıklarına, sermaye maliyetlerine ve piyasa değerlerine olan etkileri ve sermaye yapılarını etkileyen faktörler birçok akademisyen ve uygulamacı tarafından araştırılmıştır. Bu bağlamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı zaman dilimleri ve farklı sektörlerdeki şirketlerin finansal verileri üzerinde birçok farklı çalışmalar gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada özellikle sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisinin araştırıldığı çalışmalar incelenmiştir.

Allen (1991), Avustralya'daki borsalarda hisseleri işlem gören 48 şirketin borç düzeyiyle, kârlılık düzeyi arasında negatif bir ilişki saptamıştır. Chen ve Hammes (1997), yedi OECD ülkesinde (Kanada, Danimarka, Almanya, İtalya, İsveç, İngiltere ve ABD) firma kârlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptamışlardır. Mesquita ve Lara (2003), Brezilya'da halka açık işletmelerde finansal kaldıraç değişkeni ile kârlılık arasında negatif, kısa vadeli borç düzeyiyle kârlılık arasında ise pozitif bir ilişki saptamışlardır. Uzun vadeli borç düzeyiyle kârlılık arasında ise herhangi bir ilişki saptanamamıştır. Topal (2006), İMKB'de yer alan imalat işletmelerinde finansal kaldıraç etkisinden yararlanamadıklarını saptamıştır. Kültür ve Demirgüneş (2007), hisse senetleri

İMKB'de işlem gören perakendeci işletmelerde kârlılığın borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azaldığını belirlemişlerdir. Mahmood ve Zakaria (2007), gayrimenkul ve inşaat sektöründe kaldıraç kullanımının net kâr marjı ile fiyat kazanç oranına etkisinin ters yönlü olduğunu ortaya koymuşlardır. Frank ve Goyal (2009), çalışmalarında firma kârlılığı ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki saptamışlardır. Kabakçı (2008), gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketlerde kaldıraçın öz sermaye kârlılığına etkisinin negatif olduğunu saptamıştır. Doğan (2013), turizm sektörü dışında hizmet sektöründe yer alan sigorta şirketlerinde kaldıraç kullanımının kârlılığa etkisinin olumsuz olduğunu saptamıştır. Şahin (2011), çalışmasında İMKB'de işlem gören KOBİ niteliğindeki 18 şirkete yönelik yaptığı panel veri analizinde, kaldıraç oranının öz sermaye kârlılığını negatif etkilediğini, firma değerinin ise borç öz sermaye oranından pozitif yönde etkilendiğini saptamıştır. İskenderoğlu, Karadeniz ve Atioğlu (2012), İMKB bankacılık sektöründe, sermaye yapısına ilişkin oranların kârlılığı negatif, büyüme ve büyüklüğün ise pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Shubita ve Alsawalhah (2012), Amman borsasında işlem gören imalat işletmelerinde özsermaye kârlılığı üzerinde borç kullanımının negatif yönlü anlamlı bir etkisi olduğunu saptamışlardır. Yener ve Karakuş (2012), farklı aktif büyüklüklerine sahip 63 şirkette ortalama aktif büyüklükleri 500 milyon TL'nin altında olan şirketlerde sermaye yapısı ile firma değeri arasında ters yönlü anlamlı bir ilişkiyi saptamışlardır. Bunun dışında 500 milyon TL üzerinde aktif büyüklüğü olan şirketlerde ise bu değişkenler arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Mohammadzadeh ve diğ. (2013), İran'da ilaç sektöründe kaldıraç kullanımı ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişkiyi saptamışlardır. Okuyan (2013), Türkiye'deki en büyük 1000 sanayi işletmesinde kârlılık oranı ile borçlanma arasında negatif yönlü bir ilişkiyi tespit etmiştir. Ahmad (2014), çimento sektöründe ise öz kaynak kârlılığında kısa vadeli kaldıraçın pozitif, uzun vadeli kaldıraçın ise negatif etkili olduğunu belirlemiştir.

Turizm sektörü bağlamında çalışmalar incelendiğinde ise daha kısıtlı çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Sheel (1994), otel ve imalat işletmelerinde sermaye yapısı kararlarını incelediği çalışmasında otel işletmelerinde borç kullanımının kârlılık düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğunu saptamıştır. Yoon ve Jang (2005), restoran işletmelerinde kârlılık üzerinde şirket büyüklüğünün finansal kaldıraçtan daha etkili olduğu ve büyük şirketlerin daha yüksek öz kaynak kârlılığı elde ettiğini saptamışlardır. Have (2008), Avrupa'da zincir olarak faaliyet gösteren otel işletmelerinin performans göstergesi olarak ele alınan hisse fiyatı ile finansal kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Borsa'da işlem gören Türk turizm şirketlerinde kaldıraç kullanımının aktif kârlılığı üzerinde negatif etkili olduğunu saptamışlardır. Murugesu (2013), 2008-2012 yıllarında Sri Lanka otel işletmelerinden 11'inde sermaye yapısı göstergeleri ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Yapılan çalışmada korelasyon analizine göre ise kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıraç oranının aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı üzerinde güçlü ters yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Korelasyon analizinde de uzun vadeli kaldıraç ile kârlılık arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Aissa ve Goaid (2016), Tunus otel işletmelerinde yöneticilerin başarı göstergesi olarak kârlılığı ele aldıkları çalışmada, yöneticiye özgü özelliklerin yanı sıra kârlılığa etki eden bir unsurunda şirketin borcunun bulunmaması olarak saptamışlardır.

4. Araştırma Yöntemi

Çalışmanın temel amacı, halka açık Türk turizm şirketlerinde sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisini analiz etmektir. Bu kapsamda 2009q1 ile 2015q1 arasında kalan dönemlerde, Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören turizm şirketlerinde, sermaye

yapısı bileşiminin ayrı ayrı net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı değişkenlerine etkisi araştırılmaktadır.

BİST'te işlem gören 14 turizm şirketinden eksik veri ve esas faaliyet konusu turizm işletmeciliği olmayan şirketler çalışma dışında tutulmuştur. Verilerine ulaşılabilen sekiz firma çalışmada ele alınmıştır. Çalışmada ele alınan şirketlere ilişkin bilgiler Tablo 1'de verilmektedir.

Tablo 1: Çalışmada Ele Alınan Turizm Şirketleri

Şirket Adı	Fiili Faaliyet Konusu
Altinyunus Çeşme	Turizm İşletmeciliği
Favori Dinlenme Yerleri	Turizm İşletmeciliği
Marmaris Altinyunus	Turistik Otel İşletmeciliği
Martı Otel İşletmeleri	Turistik Tesis İşletmeciliği
Metemtur Otelcilik	Turizm Otelcilik
Net Turizm	Mağaza, Turizm İşletmeciliği
Petrokent Turizm	Turizm Yatırımı ve İşletmeciliği
Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm	İnşaat, Taahhüt, Turizm Otel İşletmeciliği

Çalışmada ilgili literatürden (Yoon ve Jang, 2005; Akkaya, 2008; Ross ve diğ., 2008; Vanhorne ve diğ., 2008; Akgüç, 2010; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011) yola çıkılarak sermaye yapısının kârlılık üzerine etkisini belirlemede ele alınan değişkenler Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 2: Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişkenler = Kârlılık Oranları	
NKM:	Net Kâr Marjı: Net Kâr/Net Satışlar
AKG:	Aktif Kazanç Gücü: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Toplam Varlık
AK:	Aktif Kârlılığı: Net Kâr/Toplam Varlık
Bağımsız Değişkenler = Kaldıraç Oranları	
KVK:	Kısa Vadeli Kaldıraç: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Varlık
UVK:	Uzun Vadeli Kaldıraç: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Varlık
TK:	Kaldıraç Oranı: Toplam Borç/Toplam Varlık

Sermaye yapısı ve kârlılık konusundaki çalışmalarda sermaye yapısı göstergeleri olarak tablo 2'de de gösterilen kaldıraç oranlarının ele alındığı görülmektedir. Kaldıraç oranları olarak şirketlerin kısa vadeli borç (Demirhan, 2009; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011; Ahmad, 2014), uzun vadeli borç (Yoon ve Jang, 2005; Demirhan, 2009; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011; Ahmad, 2014) ve toplam borçlarının varlıklara oranı (Albayrak ve Akbulut, 2008; Demirhan, 2009; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011; Ahmad, 2014) ayrı ayrı ele alınmıştır.

Kârlılık göstergeleri ise net kâr marjı (Mahmood, ve Zakaria, 2007; Albayrak ve Akbulut, 2008; Demirhan, 2009; Eriotis ve diğ., 2011), aktif kazanç gücü (Kester, 1986; Albayrak ve Akbulut, 2008; Demirhan, 2009) ve aktif kârlılığı (Albayrak ve Akbulut, 2008; Demirhan, 2009; Karadeniz ve diğ., 2009; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011) oranlarıdır. Kaldıraç oranlarının ayrı ayrı kârlılık oranlarına etkisinin analiz edildiği çalışmada net kâr marjı şirketin satışlarından ne oranda kâr elde ettiğini göstermektedir. Aktif kazanç gücü ise firmaların varlıklarından elde ettiği faiz ve vergi

öncesi kârlarının toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilmektedir. Aktif kârlılığı ise dönem net kârının varlıklara oranını göstermektedir (Vanhorne ve diğ., 2008).

Çalışma kapsamında aşağıdaki model tahmin edilmektedir. Turizm şirketlerinde sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisinin araştırıldığı bu çalışmada kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasındaki temel ilişki Model 3.1'de ele alınmıştır.

$$\text{Kârlılık Oranı}_{i,t} = a_i + \beta_1 \text{Kaldıraç Oranı}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Model 3.1.'de bağımlı değişken olarak alınan kârlılık oranını ifade etmek için NKM, AKG ve AK değişkenleri kullanılırken, bağımsız değişken olan kaldıraç oranını ifade etmek için TK, KVK ve UVK değişkenleri kullanılmıştır. Bu değişkenler kullanılarak dokuz model geliştirilmiştir. Bu modeller aşağıdaki gibidir.

$$\text{Model 1. } NKM = a_i + \beta_1 KVK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 2. } NKM = a_i + \beta_1 UVK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 3. } NKM = a_i + \beta_1 TK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 4. } AKG = a_i + \beta_1 KVK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 5. } AKG = a_i + \beta_1 UVK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 6. } AKG = a_i + \beta_1 TK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 7. } AK = a_i + \beta_1 KVK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 8. } AK = a_i + \beta_1 UVK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 9. } AK = a_i + \beta_1 TK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Çalışmada ele alınan modeller panel veri analizleri ile tahmin edilmektedir. Bu yöntemin kullanılmasının iki önemli nedeni vardır. Birincisi, panel veri yöntemleri hanehalkının, firmaların ve ülkelerin farklı eğilim ve davranışlara sahip olması ve benzeri gibi kesit birimlere özgü farklılıkları dikkate alarak, bu farklılıkların model içinde kontrolüne ve ölçülmesine izin vermektedir. Bu bağlamda çalışmada verileri kullanılan firmalara ilişkin daha fazla bilgi elde edilmiştir. İkincisi, yöntem olarak da panel veriler (yatay kesit verileri ve zaman serisi verilerine göre daha fazla bilgi taşımakta), değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı, daha fazla serbestlik derecesi ve daha fazla etkinlik sağlamaktadır. Ayrıca, panel veriler yatay kesit verilerinde veya zaman serisi verilerinde kolayca gözlenemeyen etkileri daha iyi belirleyebilir, ölçülebilir ve karmaşık davranış modelleri ile çalışabilme imkânı sunmaktadır. Bu yönüyle de çalışmada panel veri yönteminin kullanılması tercih edilmiştir (Baltagi, 2005; Wooldridge, 2002; Kaplan, 2016).

Modeller tahmin edilmeden önce serilerin yatay kesit bağımlılığının ve serilerin homojen mi yoksa heterojen mi eğim parametre yapısına sahip olduklarının araştırılması gerekmektedir. Serilerde yatay kesit bağımlılığı Lagrange Çarpanı (Lagrange multiplier-LM) temelli üç test ile araştırılmıştır. Bunlardan birincisi, Breusch ve Pagan'ın (BP, 1980) CD_{LM1} testidir. Bu testte yatay kesit bağımlılığının olmadığı sıfır hipotezi ile test edilmektedir. Diğer testler ise CD_{LM1} testini örneklem büyüklüğüne ve zaman boyutuna göre önce Pesaran (2004) CD_{LM2} , daha sonra ise Pesaran, Ullah ve Yamagata (PUY, 2008) tarafından LM_{adj} olarak genişletilmiştir. Homojenlik/heterojenlik durumu için Pesaran ve Yamagata (2008) testi kullanılmıştır. Bu testte N'nin sabit olduğu ve $T > N$ olduğu örneklem için panele dahil olan her bir şirketi zaman serisi gibi ele alarak her biri için eğim parametresinin aynı olduğu sıfır hipotezini Wald sınaması ile test etmektedir (Pesaran ve Yamagata, 2008).

Çalışmada ele alınan modellerin katsayılarının tahminlerinde ise Pesaran'ın (2006) Ortak İlişkili Etkiler (Common Correlated Effect, CCE) tahmincisi kullanılmıştır. Bu yöntemde bağımsız değişkenlerin ve ortak faktörün durağan ve dışsal oldukları varsayılmaktadır. Bununla beraber, serilerin birim kök içermeleri CCE tahminlerini

etkilemeyecektir (Kapetanios, Pesaran ve Yamagata, 2006). CCE yöntemi aşağıdaki modele dayanmaktadır.

$$y_{it} = \alpha_i' d_t + \beta_i' x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

$$\varepsilon_{it} = \gamma' f_t + e_{it} \quad (3.3)$$

Modelde y_{it} , t döneminde (t=1,2,..T) her bir i için (i=1,2, ...N) oluşturulan gözlem değerlerini ifade ederken; d_t , gözlenebilen ortak etkileri, x_{it} bağımsız değişkenler vektörünü, ε_{it} multi faktör yapısına sahip hata terimini, f_t gözlenemeyen ortak etkileri, γ' (mx1 boyutlu) faktör yüklemeyi, e_{it} birimlere özgü hata terimini ifade etmektedir. Pesaran, CCE tahmincisinde eğim parametresinin heterojen ve yatay kesit bağımlılığının olduğu varsayımı altında uzun dönem regresyon katsayılarının tahmin edilmesini sağlayan Ortak İlişkili Etkiler Ortalama Grup tahmincisini (Common Correlated Effects Mean Group, CCEMG) önermiştir. Pesaran yine aynı makalesinde eğim parametresinin homojen ve yatay kesit bağımlılığının olduğu varsayımı altında Ortak İlişkili Etkiler Havuzlanmış tahmincisini (Common Correlated Effects Pooled, CCEP) önermiştir. CCEMG ve CCEP yaklaşımında uzun dönem katsayısı sırasıyla aşağıdaki gibi elde edilmektedir (Pesaran, 2006; Yapraklı ve Kaplan, 2015).

$$\hat{b}_{CCEMG} = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{b}_i \quad (3.4)$$

$$\hat{b}_{CCEP} = \left(\sum_{i=1}^N \theta_i X_i' \bar{M}_w X_i \right)^{-1} \sum_{i=1}^N \theta_i X_i' \bar{M}_w y_i \quad (3.5)$$

Modellerde kullanılan \hat{b}_i her bir yatay kesit birimi için CCE tahminini, θ_i 1/N'i ifade eden ağırlık matrisini, M ise d_t ve \bar{z}_w 'den oluşan matrisi ifade etmektedir. Burada, \bar{z}_w yatay kesit olarak ağırlıklandırılan y_{it} 'den elde edilmektedir.

5. Bulgular

Öncelikle serilerin yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri yapılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığının yokluğu hipotezinin araştırıldığı testlere ait sonuçlar Ek-1'de verilmiştir. Yapılan CD_{LM1} , CD_{LM2} ve LM_{adj} test sonuçlarına göre serilerde ve modellerde yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre söz konusu şirketlerin birinde meydana gelen şok diğer şirketleri de etkilemektedir. Yani, verileri kullanılan firmaların herhangi birinin sermaye yapısından kaynaklanan bir sorunsal diğer firmaları da etkilemektedir. Homojenliği test eden Delta tilde ve Delta tilde adj test istatistiği sonuçlarına göre ise eğim katsayıları homojendir. Bu sonuca göre şirketlerin uygulayacağı ortak bir politikanın şirketlerin her biri için homojen etkilere sahip olacağı anlamına gelmektedir.

Yapılan analiz sonucunda modellere ilişkin elde edilen katsayı ve t istatistik değerleri tablo 3'te gösterilmektedir. Buna göre 2, 5 ve 8. modeller istatistiki açıdan anlamlı değildir. Diğer modeller anlamlı olup 3, 7 ve 9. Modeller %1 düzeyinde anlamlı iken, 1, 4 ve 6. modeller %5 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3: Sermaye Yapısının Kârlılık Üzerine Etkilerine İlişkin CCEP Sonuçları

	CCEP Sonuçları	
	Katsayı	t-değeri
Model 1	-8.18576	-2.55383**
Model 2	-1.42512	-0.20872
Model 3	-9.50253	-2.82930*
Model 4	-0.14223	-2.40923**
Model 5	0.088084	1.216208
Model 6	-0.10289	-2.55451**
Model 7	-0.19663	-4.11588*
Model 8	0.063872	1.052238
Model 9	-0.19608	-4.76580*

* %1 ve ** %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Yatay kesit bağımlılığı dikkate alınarak yapılan model tahmin sonuçları Ek 2'de yer verilmiştir. Kurulan modellere ilişkin katsayı ve t istatistik değerleri tablo 3'te gösterilmekle birlikte tablo 4'te tahminlere ait özet sonuçlar anlam durumlarına göre sunulmaktadır.

Tablo 4: Kurulan Modellere İlişkin Sonuçlar

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9
	NKM	NKM	NKM	AKG	AKG	AKG	AK	AK	AK
KVK	-8.19			-0.14			-0.20		
UVK		Anlamsız			Anlamsız			Anlamsız	
TK			-9.50			-0.10			-0.20

Tablo 4 incelendiğinde kısa vadeli kaldıraç değişkeninde meydana gelen bir birimlik artış net kâr marjını 8.18 birim, aktif kazanç gücünü 0.14 birim, aktif kârlılığını ise 0.20 birim azaltmaktadır. Toplam kaldıraçta meydana gelen 1 birimlik değişim ise net kâr marjını 9.5 aktif kazanç gücünü 0.10 birim, aktif kârlılığını ise 0.20 birim azaltmaktadır. Diğer yandan yapılan test sonuçlarına göre uzun vadeli kaldıraç kârlılık değişkenleri üzerindeki etkisi istatistiki açıdan anlamlı görülmemiştir.

Elde edilen bulgulara göre şirketlerin araştırma dönemlerinde mevcut uzun vadeli kaldıraç oranlarının kârlılık üzerindeki etkisinin anlamlı olmadığı görülmüştür. Kısa vadeli kaldıraç ve toplam kaldıraç düzeylerinin ise bütün kârlılık değişkenleri üzerindeki etkisi istatistikî açıdan anlamlıdır. Buna göre kısa vadeli kaldıraçın en fazla etki ettiği kârlılık oranı net kâr marjıdır. Sonuca göre kısa vadeli kaldıraç oranının 1 birim artması halinde net kâr marjı 8.19 birim azalacaktır. Öte yandan 1 birimlik artış aktif kârlılığında 0.20 birim, aktif kazanç gücünde ise 0.14 birimlik bir azalmaya neden olacaktır. Bu durum şirketlerin kısa vadeli kaldıraç kullanımının kârlılıklarını negatif etkilediğini ortaya koymaktadır. Bunun nedeni analize dâhil edilen turizm şirketlerinde varlık yapısının ağırlıklı olarak sabit varlıklardan meydana gelmesine rağmen bu varlıkların finansmanında daha çok kısa vadeli yabancı kaynakların kullanılmasıdır. Bu durum varlık ve kaynaklar açısından vade, maliyet ve kârlılık uyumsuzluğuna yol açtığı düşünülmektedir.

Toplam kaldıraç oranı açısından bakıldığında da toplam kaldıracın kârlılığa negatif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Toplam kaldıracın en fazla etki ettiği kârlılık değişkenleri sırasıyla net kâr marjı, aktif kârlılığı ve aktif kazanç gücüdür. Toplam kaldıraç oranındaki bir birimlik artış net kâr marjına 9.5 birim düşürecektir. Toplam kaldıraç 1 birim artması aktif kârlılığını 0.20 aktif kazanç gücünü ise 0.10 birim düşürecektir. Bunun nedeni ise daha önce belirtildiği gibi turizm şirketlerinin kullandığı yabancı kaynaklar içerisinde kısa vadeli yabancı kaynağın payının fazla olması ve vade uyumsuzluğudur.

6. Sonuç ve Değerlendirme

Turizm yatırım aşamasında sermaye yoğun bir sektördür. İşletme aşamasında ise emek yoğun bir sektör olarak istihdama sağladığı katkının yanı sıra birçok sektörle ilişkili bir yapıdadır. Bu etkilerinin yanı sıra Türkiye'nin yapmış olduğu dış ticaret üzerinde de döviz getirici etkisi ile önemli bir sektör konumundadır. Turizm, büyük yatırımlar gerektiren ve yatırımın geri dönüşü kolay olmayan sektörlerden biridir. Bu nedenle yatırımların finansmanında kaynak seçimi ve bunun kârlılığa etkileri önemlidir.

Bu çalışmada hisseleri BİST'te işlem gören ve verilerine ulaşılabilen toplam sekiz turizm şirketinin 2009q1 – 2015q1 üçer aylık dönemleri arasındaki bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak panel veri analizi ile sermaye yapısı kararlarının kârlılık üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada sermaye yapısını ortaya koyan kaldıraç göstergeleri olarak kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam kaldıraç değişkenleri ele alınmıştır. Kısa ve uzun vadeli kaldıraç oranları ile toplam kaldıraç oranının ayrı ayrı analizlere dâhil edildiği çalışmada bu oranların, kârlılık göstergeleri olan net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Araştırma kapsamında incelenen şirketlerin kaldıraç oranlarına ilişkin ortalama değerleri kısa vadeli kaldıraç %25, uzun vadeli kaldıraç %21 ve toplam kaldıraç %46 olarak görülmüştür. BİST'te işlem gören turizm şirketlerinin 2009q1 ile 2015q1 dönemlerini kapsayan çalışmada yapılan analiz sonuçlarına göre uzun vadeli kaldıraç kullanımının kârlılık göstergeleri olan net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı üzerindeki etkisi istatistikî olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu sonuç Sri Lanka otelleri üzerinde Murugesu (2013) tarafından yapılan çalışma bulgularıyla örtüşmektedir.

Diğer yandan kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıracın işletmenin net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. Analizden elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, toplam kaldıraç oranının kârlılık üzerinde negatif etkili olduğu görülmüştür. Tunus otel işletmelerinde kârlılığa etki eden bir unsuru şirketin borcunun bulunmaması olarak saptandığı (Aissa ve Goaid, 2016) ele alınırsa çalışmamızda elde edilen sonuçlar bu çalışmayla örtüşmektedir. Buna göre toplam kaynaklarının %46'sının yabancı kaynak, %25'inin kısa vadeli yabancı kaynak olan BİST turizm şirketlerinde borçlanmanın ve vade açısından kısa vadeli borçlanmanın, kârlılığı olumsuz etkilediği söylenebilir. Bu sonuç konuyla ilgili yapılmış daha önceki bazı çalışmalarla paralellik göstermektedir (Sheel, 1994, Albayrak ve Akbulut, 2008; Doğan, 2013; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011; Mahmood ve Zakaria, 2007; Mohammedzadeh ve diğ., 2013; Murugesu, 2013). Turizm şirketlerini ele alan Murugesu (2013) tarafından yapılan çalışmada aktif kârlılığı üzerinde kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıracın anlamlı ve ters yönlü ilişkisi korelasyon analizi ile saptanmışken, regresyon analizinde anlamlı bir etki saptanmamıştır.

Teoride yüksek düzeyde riskli ve maliyetli olarak borçlanan şirketlerin, sağladığı finansal kaynaklarla gerçekleştirdiği yatırımlardan elde ettiği kâr marjının maliyetten daha düşük olması durumunda, faiz ve anapara geri ödemelerinde finansal sıkıntı içerisinde olabilecekleri kabul edilmektedir (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011). Riskin artması, şirketin borçlanma maliyetini ve buna bağlı olarak özkaynak sahiplerinin getiri beklentilerini arttırmakta, sonuç itibarıyla şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yükseltmektedir. Bu durum, aktif kârlılığını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Ayrıca turizm şirketlerinin genel olarak sabit varlık ağırlıklı şirketler 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 kaynaklar açısından başta vade uyumsuzluğuna ve bu bağlamda nakit giriş ve çıkışlarında dengesizliklere neden olabilmektedir. Aynı şekilde kısa vadeli yabancı kaynakların sürekli kullanımı, kısa vadeli yabancı kaynak maliyetlerinde meydana gelen artışlar nedeniyle kısa vadeli kaldıraç maliyetini arttırmakta ve bu durum şirket kârlılığını da olumsuz etkileyebilmektedir.

Borçlanmanın ve kısa vadeli borçlanmanın kârlılığı olumsuz yönde etkilediği sonucuna bağlı olarak, BİST'te işlem gören turizm şirketlerinin borçlanmadan ve özellikle kısa vadeli borçlanmadan kaçınma ya da uygun maliyetli borç bulmaları eğiliminde olmalarının daha doğru olacağı düşünülebilir. Bu kapsamda hisseleri BİST'te işlem gören turizm şirketlerinin kârlılığının 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 önerilebilir.

Çalışma, ülkemizde kısıtlı sayıda borsada işlem gören turizm şirketi olması, ayrıca borsada işlem görmeyen diğer turizm şirketlerinin finansal verilerini vermek istememeleri nedeniyle finansal verilerine ulaşılabilen sınırlı sayıda turizm şirketi kapsamında ve sektörel temelde bir durum analizi yapmak amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda çalışma sonucunda elde edilen bulguların yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı hem analize dâhil turizm şirketi sayısının azlığı hem de bu şirketlerin 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 sermaye yapısı stratejilerinin ve oluşturulacak finansman politikalarının, turizm şirketlerinin kârlılığını olumlu yönde etkilemesi ve sektördeki uygulamacılara yararlı bilgiler vermesi beklenmektedir.

Daha sonra yapılacak çalışmalarda da daha fazla şirket 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 şirketlerinden özellikle maliyet ve kârlılık kalemleri hakkında daha kapsamlı veri elde edilmesi suretiyle Türk turizm şirketlerinin kârlılıklarına yönelik daha geniş sonuçlara ulaşılan araştırmaların yapılabileceği düşünülmektedir. Yine turizm şirketlerinin hisse senedi değeri, hisse senedi fiyatları ve piyasa değeri üzerinde kaldıraç kullanımının etkisi ele alınarak gerçekleştirilecek bir çalışmanın yapılmasının sektördeki şirketlerin optimal sermaye yapısı kararlarının belirlenmesine yardımcı olacağı düşünülmektedir.

7. Kaynakça

- Ahmad, T. (2014). Impact of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*. 5/17. ss. 49-54.
- Aissa, S. B. ve Goaiad, M. (2016). Determinants of Tunisian Hotel -Profitability: The Role of Managerial Efficiency. *Tourism Management*. Article in Press. Vol.52. ss. 478-487.
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*. 7. Baskıdan Tıpkı Basım 8. Basım. Ankara: Avcıol Basım Yayın.
- Akkaya, G.C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Kârlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. s.30. ss.1-13.
- Albayrak, A. S. ve Akbulut, R. (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 4/7. ss. 55-83.
- Allen, D. E. (1991). The Determinants of Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective. *Australian Journal of Management*, c.16. s.2. ss.103-128.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2007). *Finansal Yönetim*. 2. Baskı. Eskişehir: Genç Copy Center.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3. Edt. England: John Wiley & Sons Ltd.
- Berk, J., DeMarzo, P. ve Harford, J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*., 2. Baskı. ABD: Pearson Education.
- Breusch, T.S. ve Pagan, A.R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification Tests in Econometrics. *Review of Economic Studies*, 47, 239-53.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. 12. Baskı. ABD: South-Western.
- Chen, Y. ve Hammes, K. (1997). Capital Structure, Theories And Empirical Results - A Panel Data Analysis. *Conference on Financial Regulation at Groningen*, Netherlands.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim. 10. Basım. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Doğan, M. (2013). Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı ile Kârlılık Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. ss. 121-136.
- Demirhan, D. (2009). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*. c. 9. s. 2. 677-697.
- Durand, D. (1957). Growth Stocks and the Petersburg Paradox. *The Journal of Finance*. Vol.12, No. 3. Sept. 1957. ss.348-363.
- Eriotis, N. P., Frangouli, Z. ve Ventouras-Neokosmides, Z. (2011). Profit Margin and Capital Structure: An Empirical Relationship. *The Journal of Applied Business Research*. 18/2.. ss. 85-88.
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2009). Profits and Capital Structure. *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1104886>
- Have, L. B. S. t. (2008). The Effect of Capital Structure on Hotels' Performance. *University of Amsterdam, Faculty of Economics and Business*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Atioğlu, E. (2012). Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisinin Analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 7(1). ss. 291-311.
- Jensen, M. C. ve Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Management*, Vol. 3, No. 4, ss. 305-360.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*. 8/1. ss.167-182.
- Kaplan, F. (2016). *Ekonomik Büyüme Dolaylı Belirleyicileri ve Bir Uygulama*. Ankara: Savaş Yayınevi.
- Karadeniz, E. (2008). Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Balcılar, M., Önal, Y.B. (2009). Determinants Of Capital Structure: Evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21/5. ss. 594-609.
- Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Karlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*. c. 22/1. ss. 65-75.
- Karadeniz, E., İskenderoğlu, Ö., Kandir, S.Y. ve Önal, Y.B. (2012). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Yardımıyla Oteller ve Lokantalar Sektörünün Finansman Kararlarının İncelenmesi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 8. ss. 17-28.
- Kapetanios, G., Pesaran, M. H. ve Yamagata, T. (2006) .Analysis of Panel Data Models with Unit Roots and a Multifactor Error Structure. *Unpublished Manuscript, Faculty of Economics*, Cambridge University.
- Kester, W. C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management in Japan*. Spring 1986.
- Külter, B. ve Demirgüneş, K. (2007). Perakendeci Firmalarda Kârlılığı Etkileyen Değişkenler: Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Perakendeci Firmalar Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (1). ss. 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. ss. 92-105.
- 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.
- Mohammadzadeh, M., Rahimi, F., Rahimi, F., Aarabi, S. M. ve Salamzadeh, J., (2013). The Effect of Capital Structure on the Profitability of Pharmaceutical Companies The Case of Iran. *Iranian Journal of Pharmaceutical Research*. 12/3. ss. 573-577.
- Modigliani, F. ve Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol. XLVIII. June 1958. No: 3. p. 261-267.
- Modigliani, F. ve Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. Vol. 53. No. 3. 433-443.
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R. ve Kretlow, W. J. (2006). *Contemporary Financial Management*. 10. Baskı. USA: South-Western.
- Murugesu, T. (2013). Effect of Debt on Corporate Profitability (Listed Hotel Companies Sri Lanka). *European Journal of Business and Management*. Vol.5 No.30 ss. 13-18.

- Okuyan, H. A. (2013). Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinin Kârlılık Analizi. *Business and Economic Research Journal*. Vol. 4. No. 2 ss. 23-36.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *Cambridge Working Papers in Economics*, No. 435.
- Pesaran, M. H. (2006). Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure. *Econometrica*, 74(4), 967-1012.
- Pesaran, M. H. ve Yamagata, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- Pesaran, M. H., Ullah, A. ve Yamagata, T. (2008). A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence. *Econometrics Journal*, 11, 105-127.
- Ross, S. A., Westerfield R. W. ve Jaffe, J. (2008). *Corporate Finance*. 8th Edt. McGraw Hill.
- Qian, Y., Tian, Y. ve Wirjanto, T. S. (2007), An Empirical Investigation Into The Capital-Structure Determinants Of Publicly Listed Chinese Companies: A Static Analysis [elektronik versiyon]. http://www.arts.uwaterloo.ca/~twirjant/sccs_0307.pdf. (11.09.2007).
- Sayılgan, G. ve Uysal, B. (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996-2008. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*. 66.4 ss.101-124.
- 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). ss. 3-16.
- Sekar, M., Gowri, M. ve Ramya, G. (2014). A Study on Capital Structure and Leverage of Tata Motors Limited: Its Role and Future Prospects. *Economics and Finance*. Vol. 11. ss. 445-458.
- Shubita, M. F. ve Alsawalhah, J. M. (2012). The Relationship Between Capital Structure and Profitability. *International Journal of Business and Social Science*. Vol.3 No. 16. ss. 104-112.
- Şahin, O. (2011). KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. c.7 s. 14 ss. 183-200.
- Topal, Y. (2006). İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Kârlılıklarına Etkisi. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*. Sayı. 27. ss. 45-70.
- Vanhorne, J. C. Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. 13th. Edt. England: Pearson Educ.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. London: The MIT Press. Cambridge Massachusetts.
- Yapraklı, S. ve Kaplan, F. (2015). Dışa Açıklık ve Reel Döviz Kuru Oynaklığı: Yükselen Piyasa Ekonomilerine İlişkin Bir Panel Veri Analizi. *İktisat İşletme ve Finans*. 30/357. ss. 35-54.
- Yener, E. ve Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelemesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 14/2. ss. 75-98.
- Yılgör, A. G. (2012). 'Sermaye Yapısı ve Finansman Seçenekleri' İçinde: F. Şamiloğlu ve A. İ. Akgün (Editörler), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Yoon, E. ve Jang, S.C. (2005). The Effect of Financial Leverage on Profitability and Risk of Restaurant Firms. *Journal of Hospitality Financial Management The Professional Refereed Journal of the Association of Hospitality Financial Management Educators*. 13/1. Article: 24.

Ek-1: Yatay-kesit Bağımlılığı ve Homojenite Testleri

Değişkenlerde Yatay Kesit Bağımlılığı Testi						
	CD _{LM1}		CD _{LM2}		LM _{adj}	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
NKM	62.837	0.000	4.655	0.000	-1.285	0.901
AKG	140.256	0.000	15.001	0.000	-0.504	0.693
AK	90.382	0.000	8.336	0.000	-0.826	0.796
KVK	39.927	0.067	1.594	0.055	3.380	0.000
UVK	50.765	0.005	3.042	0.001	0.281	0.389
TK	42.461	0.039	1.932	0.027	9.302	0.000
Modellerde Yatay Kesit Bağımlılığı Testi						
	CD _{LM1}		CD _{LM2}		LM _{adj}	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
Model 1	86.659	0.000	7.839	0.000	7.088	0.000
Model 2	97.123	0.000	9.237	0.000	8.011	0.000
Model 3	92.588	0.000	8.631	0.000	7.619	0.000
Model 4	144.536	0.000	15.573	0.000	17.110	0.000
Model 5	160.078	0.000	17.650	0.000	16.72	0.000
Model 6	150.160	0.000	16.324	0.000	16.949	0.000
Model 7	112.488	0.000	11.290	0.000	12.117	0.000
Model 8	134.697	0.000	14.258	0.000	12.350	0.000
Model 9	119.730	0.000	12.258	0.000	12.185	0.000
Homojenlik Testi						
	$\tilde{\Delta}$				$\tilde{\Delta}_{adj}$	
	İstatistik	p-değeri			İstatistik	p-değeri
Model 1	-0.872	0.808			-0.927	0.823
Model 2	-0.152	0.560			-0.162	0.564
Model 3	-0.882	0.811			-0.937	0.826
Model 4	0.122	0.451			0.130	0.448
Model 5	-1.277	0.899			-1.358	0.913
Model 6	0.987	0.162			1.049	0.147
Model 7	-0.857	0.804			-0.911	0.819
Model 8	0.875	0.809			-0.930	0.824
Model 9	0.563	0.287			0.598	0.275

Ek 2: Model Tahmin Sonuçları

Model 1	CCE Tahmincisi			
	Sabit Terim		Kısa Vadeli Kaldıraç	
Net Kâr Marjı	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri
Firmalar				
AYCES	0.250	0.420	-3.602	-1.273
FVORI	7.401	0.994	19.002	1.059
MAALT	1.234	3.684*	3.124	2.858*
MARTI	-3.340	-2.339**	-0.104	-0.056
METUR	-9.565	-1.506	-9.233	-1.849***
NTTUR	0.215	0.074	-21.579	-2.104**
PKENT	1.334	0.847	-16.227	-1.813***
TEKTU	-4.109	-0.903	-13.265	-1.116
CCEMG			-5.23547	-1.15294
CCEP			-8.18576	-2.55383

Model 2		CCE Tahmircisi			
Net Kâr Marjı	Sabit Terim		Uzun Vadeli Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	6.388	0.280	6.209	1.545	
FVORI	-41.829	-5.780*	69.495	1.987**	
MAALT	-87.158	-13.507*	-3.773	-3.703*	
MARTI	23.335	3.146*	1.934	0.905	
METUR	98.353	7.474*	-12.020	-1.389	
NTTUR	-141.122	-9.021*	1.925	0.064	
PKENT	239.749	6.878*	38.361	0.236	
TEKTU	-0.007	-	0.645	0.015	
CCEMG			12.84702	1.335005	
CCEP			-1.42512	-0.20872	
Model 3		CCE Estimators			
Net Kâr Marjı	Sabit Terim		Toplam Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	-0.873	-0.695	-0.945	-0.262	
FVORI	36.772	0.778	16.101	0.564	
MAALT	0.298	0.859	-2.492	-3.962*	
MARTI	10.432	3.067*	-4.102	-2.893*	
METUR	-18.063	-1.998**	-11.327	-1.413	
NTTUR	-18.381	-1.716***	-17.524	-2.698*	
PKENT	-0.150	-0.016	-8.615	-1.525	
TEKTU	-26.476	-1.629	-30.029	-1.592	
CCEMG			-7.36657	-1.55278	
CCEP			-9.50253	-2.82930	
*% 1, **%5 ve *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.					
Model 4		CCE Tahmircisi			
Aktif Kazanç Gücü	Sabit Terim		Kısa Vadeli Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	0.005	0.227	-0.111	-0.902	
FVORI	-0.029	-2.636*	0.127	1.671***	
MAALT	0.018	1.800***	0.126	1.400	
MARTI	-0.048	-2.824*	0.024	0.960	
METUR	0.080	-1.333	-0.300	-2.143**	
NTTUR	0.026	1.857***	-0.034	-0.850	
PKENT	0.038	1.310	-0.380	-2.099**	
TEKTU	-0.004	-0.364	-0.057	-1.900***	
CCEMG			-0.07578	-1.16292	
CCEP			-0.14223	-2.40923	
Model 5		CCE Tahmircisi			
Aktif Kazanç Gücü	Sabit Terim		Uzun Vadeli Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	-0.040	-1.667***	0.192	1.488	
FVORI	-0.043	-0.597	0.063	0.558	
MAALT	0.009	0.474	0.031	0.323	
MARTI	0.009	0.818	0.041	1.783***	
METUR	0.102	0.739	0.130	0.963	
NTTUR	0.002	0.125	-0.154	-1.439	
PKENT	0.024	0.490	0.050	0.020	
TEKTU	-0.013	-1.182	0.402	1.648***	
CCEMG			0.094277	1.675605	
CCEP			0.088084	1.216208	

Model 6		CCE Tahmircisi			
Aktif Kazanç Gücü	Sabit Terim		Toplam Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	-0.044	-0.936	-0.137	-0.609	
FVORI	-0.210	-1.338	0.172	1.445	
MAALT	0.024	1.200	0.039	1.857***	
MARTI	-0.109	-2.868*	-0.021	-1.313	
METUR	0.347	1.614	-0.285	-2.522**	
NTTUR	0.070	1.667***	-0.042	-1.615	
PKENT	-0.152	-1.109	-0.190	-1.939***	
TEKTU	-0.066	-1.347	-0.103	-1.943***	
CCEMG			-0.07086	-1.41965	
CCEP			-0.10289	-2.55451	
*% 1, **%5 ve *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.					
Model 7		CCE Tahmircisi			
Aktif Kârlılığı	Sabit Terim		Kısa Vadeli Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	0.034	1.889***	-0.187	-1.948***	
FVORI	-0.001	-0.045	0.068	0.660	
MAALT	0.032	2.909*	0.042	0.568	
MARTI	-0.057	-2.714*	-0.014	-0.452	
METUR	-0.169	-2.414*	-0.302	-2.904*	
NTTUR	-0.054	-1.742***	-0.305	-3.675*	
PKENT	0.116	2.900*	-0.415	-2.986*	
TEKTU	-0.011	-1.100	-0.064	-2.133**	
CCEMG			-0.14694	-2.29875	
CCEP			-0.19663	-4.11588	
Model 8		CCE Tahmircisi			
Aktif Kârlılığı	Sabit Terim		Uzun Vadeli Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	-0.063	-3.938*	0.235	2.196**	
FVORI	-0.021	-0.259	-0.024	-0.197	
MAALT	0.009	-0.643	0.024	0.304	
MARTI	0.034	2.267**	0.008	-0.235	
METUR	0.144	1.125	0.128	1.123	
NTTUR	0.059	1.844***	-0.259	-0.782	
PKENT	-0.011	-0.268	1.608	0.596	
TEKTU	-0.020	-2.500**	0.476	1.852***	
CCEMG			0.272565	1.327809	
CCEP			0.063872	1.052238	
Model 9		CCE Tahmircisi			
Aktif Kârlılığı	Sabit Terim		Toplam Kaldıraç		
Firmalar	Katsayı	t-değeri	Katsayı	t-değeri	
AYCES	-0.020	-0.377	-0.158	-0.958	
FVORI	-0.138	-0.958	0.106	0.809	
MAALT	0.028	1.647***	-0.040	-2.500**	
MARTI	-0.122	-3.050*	-0.084	-4.941*	
METUR	0.343	1.665***	-0.396	-4.258*	
NTTUR	-0.160	-1.616	-0.177	-2.682*	
PKENT	-0.020	-0.174	-0.304	-3.234*	
TEKTU	-0.041	-1.025	-0.112	-2.435**	
CCEMG			-0.14565	-2.65502	
CCEP			-0.19608	-4.76580	
*% 1, **%5 ve *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.					