



Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesinin Kârlılığa Etkisinin Analizi: Türkiye - Amerika Birleşik Devletleri Karşılaştırması** (Analysis of the Effects of Working Capital on Profitability in Lodging Companies: Comparison of Turkey - United States of America)

*Mehmet BEYAZGÜL^a , Erdiñ KARADENİZ^b 

^aMersin University, Social Sciences Institute, Department of Tourism Management, Mersin/Turkey

^bMersin University, Faculty of Tourism, Department of Tourism Management, Mersin/Turkey

Makale Geçmişi

Gönderim Tarihi: 31.07.2020

Kabul Tarihi: 17.09.2020

Anahtar Kelimeler

Çalışma sermayesi

Aktif kârlılık oranı

Genelleştirilmiş momentler metodu

Konaklama işletmeleri

Türkiye

Amerika Birleşik Devletleri

Öz

Bu araştırmanın amacı, Türkiye ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki konaklama işletmeleri üzerinde çalışma sermayesinin kârlılığa etkisini karşılaştırmalı olarak analiz etmektir. Bu amaca yönelik olarak finans literatüründe en çok kabul gören araştırmalar ışığında modeller oluşturulmuş ve modellerin test edilmesinde veri uyumluluğuna bağlı olarak dinamik panel veri analizi yöntemlerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu kullanılmıştır. Araştırmada konaklama işletmelerinin finansal verileri Thomson Reuters Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Türkiye'deki bazı konaklama işletmelerinin verileri ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilmiştir. Araştırma sonucunda konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin genellikle düşük seviyede olduğu tespit edilmiştir. ABD'deki konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi finansman stratejisinin atılgan, Türkiye'de ise dengeli olduğu saptanmıştır. Çalışma sermayesi düzeyinin aktif kârlılık düzeyine etkisine yönelik analiz sonuçlarında ise çalışma sermayesi düzeyi ve satışların büyüme oranının her iki ülkede de aktif kârlılığını pozitif yönde etkilediği, ancak toplam kaldıraç oranı, uzun vadeli kaldıraç oranı ve aktif büyüklüğü değişkenlerinin aktif kârlılığın etkisi ülkeler arasında farklılaştığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Keywords

Working capital

Return on assets

Generalized method of moments

Lodging companies

Turkey

United States of America

Abstract

The aim of this research is to comparatively analyze the impact of working capital on profitability of the lodging companies in Turkey and the United States. For these purposes, models were created in the light of the most accepted studies in the financial literature, and depending on data compatibility, Generalized Method of Moment, which is one of the dynamic panel data analysis methods, was used in the testing of models. In this study, the financial data of lodging companies were obtained from Thomson Reuters Datastream databases. The data of some lodging companies in Turkey was obtained from Public Disclosure Platform. As a result of the research, it has been identified that the working capital level of the lodging companies is generally low. The working capital financing policy of the lodging companies in the United States is aggressive, yet moderate in Turkey. In the analysis results of the impact of working capital level on the return on assets, it has been revealed that the level of working capital and sales growth rate affect the return on assets positively but, the impact of total leverage, long-term leverage and asset size on the return on assets is differ by countries.

Makalenin Türü

Araştırma Makalesi

* Sorumlu Yazar

E-posta: mehmetbeyazgul@windowslive.com (M. Beyazgül)

DOI: 10.21325/jotags.2020.647

** Bu çalışma Mersin Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Birimince 2017-2-TP3-2656 Proje Numarası ile desteklenmiştir.

Bu çalışma, 2020 yılı Haziran ayında Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Turizm İşletmeciliği Anabilim Dalı'nda kabul edilen "Çalışma Sermayesi Yönetimi: Konaklama İşletmeleri Üzerine Uluslararası Bir Karşılaştırma" başlıklı doktora tez çalışmasından üretilmiştir.

GİRİŞ

Ekonomik ve finansal krizlerin küresel olarak dünya ekonomisini etkilediği son 40 yıllık süreçte çalışma sermayesi yönetimine yönelik araştırmaların arttığı görülmektedir. İşletmenin dönen varlıklarını oluşturan çalışma sermayesi ve bileşenlerinin yönetimi, işletmenin kârlılığı ve riskini etkileyerek firma değerinin yaratılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, dönen varlıklar ile kısa vadeli kaynakların işletmelerin toplam aktif ve pasiflerinin önemli bileşenleri olarak dikkatle analiz edilmesi gerekmektedir (Smith, 1980; Nazir & Afza, 2009b).

Çalışma sermayesi genel olarak işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmesi ve faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyaç duydukları ve kısa sürede paraya çevrilebilme özelliği bulunan varlıklar olarak tanımlanmaktadır (Ercan & Ban, 2010, s. 275). Diğer bir tanıma göre çalışma sermayesi, üretim aşamasındaki bir işletmenin üretime başlayabilmesi için gereken hammadde, işçilik, enerji, depolama, sigorta, reklam gibi maliyetlerin karşılanması için elde tutulan kısa vadeli varlıklardır (Usta, 1995, s. 127). Çalışma sermayesi yönetimi ise dönen varlıklara yapılacak yatırımın seviyesine ve bu yatırımların hangi kaynaklarla finanse edileceğine yönelik alınan kararları içermektedir (Harris, 2005; Hill, 2013).

İşletmelerin üretim süreçlerinde aksamalar yaşamadan tam kapasite ile faaliyet göstermesi, vadesi gelen yükümlülüklerini zamanında ödeyebilmesi, beklenmedik maliyetler karşısında güçlük çekmemesi ve verimli olarak faaliyette bulunması açılarından çalışma sermayesi yönetimine önem vermesi gerekmektedir. Nitekim işletmelerin toplam varlıklarının içerisinde çalışma sermayesi düzeyinin gereğinden fazla olması işletmenin faaliyetlerini rahatlıkla sürdürmesi ve likiditesinin güçlü olmasını sağlayacağı gibi burada tutulan fonların atıl duruma düşmesi varlıklardan elde edilebilecek getirinin azalmasına yol açabilmektedir. Diğer yandan varlıklardan daha yüksek getiri elde edebilmek için çalışma sermayesi düzeyinin düşük tutulup duran varlık yatırımlarının artırılması kârlılığın artmasında etkili olabilir, ancak işletmenin likidite riskinin de artmasına ve beklenmedik maliyetler karşısında güçlük yaşanmasına yol açabilir. Dolayısıyla çalışma sermayesi yatırım ve finansman kararları işletmenin likidite riskini, kârlılığını ve firma değerini doğrudan etkilemektedir (Van Horne & Wachowicz, 2008, s. 207). Buna göre çalışma sermayesi düzeyinin likidite riski ile kârlılık arasında dengede olduğu seviye optimal çalışma sermayesi düzeyi olarak kabul edilmekte ve finans yöneticileri genellikle firma değerini en üst düzeyde tutacak optimal çalışma sermayesi seviyesini yakalamaya çalışmak için zamanlarının çoğunu çalışma sermayesi yönetimine ayırmaktadır (Deloof, 2003, s. 573). Özellikle finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde çalışma sermayesi düzeyi yetersiz olan işletmeler, talebin düşmesi ve maliyetlerin artması ile yükümlülüklerini yerine getiremez hale gelmekte ve birçok işletme çalışma sermayesi yönetiminin etkin olmaması nedeniyle iflas edebilmektedir. Dolayısıyla ekonomik belirsizliğin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki işletmeler çalışma sermayesi yönetimine daha fazla önem vermeye başlamıştır.

Turizm sektörü, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin ekonomik refahını sürdürmesine ve ekonomik kalkınmasına çok ciddi katkısı olan bir sektördür. Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün 2020 yılı Uluslararası Turizm Barometresi'ne göre uluslararası turist sayısı 2019 yılında bir önceki yıla kıyasla %4 artarak 1,5 milyar seviyesine ulaşmıştır (Dünya Turizm Örgütü [UNWTO], 2020). Böylesine büyük bir sektörde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler, kendi paylarını artırmak için turizm sektörüne önem vermektedirler. Küresel turizm sektörünün en önemli alt sektörü konumunda bulunan konaklama alt sektöründe yoğun bir rekabet yaşanmaktadır. Bu nedenle konaklama işletmelerinin yoğun rekabet ortamında ayakta kalabilmeleri için etkin yatırım, finansman ve

kâr payı dağıtım kararlarını alarak sağlıklı ve sürdürülebilir bir finansal yapıya sahip olmaları ve firma değeri maksimizasyonuna ulaşmaları büyük önem arz etmektedir.

Konaklama alt sektöründe tüketicilerin zevk ve alışkanlıklarının sürekli değişmesi ve turistlerin ekonomik, sosyal ve siyasi gelişmelerden ciddi şekilde etkilenmesi gibi nedenlerle talebin genellikle dalgalanma gösterdiği bilinmektedir. Bu bağlamda talebin sürekli dalgalanma gösterdiği konaklama alt sektöründe, hem sabit sermaye yatırım maliyetlerinin yüksek olması hem de enerji, bakım-onarım, yiyecek-içecek ve işçilik gibi işletme döneminde oluşan maliyet unsurlarının kontrolünün zor olması nedeniyle belirsizliğin yüksek olması kaçınılmazdır. Bu durumda yüksek sabit sermaye yatırımlarının tam kapasite ile faaliyetine devam edebilmesi, vadesi gelen yükümlülüklerin karşılanabilmesi ve günlük faaliyetlerin yerine getirilmesinde ihtiyaç duyulacak çalışma sermayesinin belirlenmesi de büyük önem taşımaktadır. Ayrıca konaklama sektöründe yer alan işletmelerin çoğu sezonluk faaliyet göstermekte ve bu işletmelere olan talepte de mevsimsel dalgalanmalar yaşanabilmektedir. Bu işletmelerde talebin arttığı yüksek sezon dönemlerinde artan faaliyetlerle birlikte çalışma sermayesi ihtiyacı da artmakta ve bu dönemde yeterli düzeyde çalışma sermayesine sahip olunmaması likidite riskini ve faaliyetlerin yerine getirilememesi sorununu ortaya çıkarabilmektedir. Öte yandan düşük sezon diye adlandırılan talebin düşük olduğu dönemlerde çalışma sermayesi düzeyinin ihtiyaç dışı kalması, dönen varlıkların atıl fona dönüşmesine neden olmakta ve bu durum karlılığı olumsuz etkileyebilmektedir. Dolayısıyla konaklama sektöründe tüm bu olumsuzluklardan en az düzeyde etkilenmek için etkin çalışma sermayesi yönetimine sahip olunması ve çalışma sermayesi düzeyini etkileyen faktörlerin de bilinmesi gereklilik arz etmektedir.

Bu araştırmanın temel amacı, Türkiye ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisini analiz etmek ve iki ülke arasında karşılaştırma yapmaktır. Böylece konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin kârlılık üzerindeki etkisine ait bulguların ülkelerin gelişmişlik düzeyi ve ülkelerin kendine has özelliklerine göre ne gibi farklılıklar gösterdiğini ortaya koymak hedeflenmiştir. Konuyla ilgili literatür incelendiğinde konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyini etkileyen faktörlerin analizini ve çalışma sermayesinin kârlılığa etkisini uluslararası karşılaştırmalı olarak inceleyen sınırlı araştırmaya rastlanılmıştır. Buradan hareketle bu araştırmanın, konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetiminin önemini ortaya koyması ve uluslararası bağlamda farklılıkların ne yönde olduğunu göstermesi açısından hem sektöre hem de literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Belirlenen amaç doğrultusunda araştırma altı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm olan giriş bölümünün ardından ikinci bölümde literatürde yer alan benzer çalışmaların özeti sunulmaktadır. Üçüncü bölümde ise araştırmanın veri ve yöntemine ait bilgiler sunulmaktadır. Dördüncü bölümde çalışma sermayesi düzeyinin kârlılık üzerindeki etkisine yönelik gerçekleştirilen analize ait bulgular ve bu bulgulara ait değerlendirmeler yer almaktadır. Altıncı bölüm olan sonuç bölümünde ise araştırmada elde edilen bulgular çerçevesinde çıkarımlar yapılarak konaklama işletmelerine, turizm ve finans literatürüne ve gelecekte gerçekleştirilecek araştırmalar hakkında öneriler sunulmaktadır.

Literatür Taraması

Çalışma sermayesi yönetimi konusu ile ilgili literatür tarandığında konuyla ilgili özellikle 2010 yılından itibaren çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili gerçekleştirilen araştırma sayısının artış gösterdiği saptanmıştır. Bu dönemde çalışma sermayesi konusunda yapılan araştırmaların artmasının en büyük nedeninin 2008'de yaşanan küresel finansal

kriz sonrası likidite sıkıntısı yaşayan şirketlerin faaliyetlerini sürdüremeyecek hale gelmesi ve iflas etmesi ile çalışma sermayesi yönetiminin öneminin ortaya konulmak istenmesi olduğu düşünülmektedir.

Türkiye’de çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisini inceleyen araştırmalar tarandığında en yoğun çalışma alanının imalat sektörü olduğu, turizm alanında yapılan araştırmaların ise kısıtlı olduğu görülmektedir. Ayrıca literatürde çalışma sermayesinin kârlılığa etkisini uluslararası karşılaştırmalı olarak inceleyen araştırma sayısının da çok sınırlı olduğu görülmüştür. Çalışma sermayesinin kârlılığa etkisinin incelendiği tarafımızca ulaşılan bazı önemli araştırmalar aşağıda özetlenmiştir.

Shin ve Soenen (1998), çalışma sermayesi yönetimi ile işletmenin kârlılığı arasındaki ilişkiyi inceledikleri araştırmada Amerika’daki işletmelerin 1975-1994 yılları arasındaki verileri ile regresyon ve korelasyon analizleri gerçekleştirmişlerdir. Araştırmada çalışma sermayesi yönetiminin etkinliğini ölçmek amacıyla net ticaret döngüsü kullanılmıştır. Analiz sonucunda net ticaret döngüsünün uzunluğu ile işletmenin kârlılığı arasında güçlü bir negatif ilişkinin olduğu sonucu elde edilmiştir. Buna göre işletmelerin net ticaret döngüsünün azaltılması yoluyla kârlılığın arttırılabileceği önerilmiştir.

Deloof (2003), çalışma sermayesi yönetimi ve kârlılık arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla 1009 Belçika işletmesinin 1992-1996 yılları arasındaki verilerini incelemiştir. Gerçekleştirilen regresyon analizinde işletmelerin stok devir süresi, ticari alacak devir süresi ve ticari borç devir süresi ile brüt faaliyet kârı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca brüt faaliyet kârlılığı ile aktif büyüklüğü ve sabit finansal varlıklar arasında pozitif bir ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Padachi (2006), Moritanya’daki küçük ölçekli işletmelerde çalışma sermayesi ile aktif kârlılığı arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla 58 küçük ölçekli işletmenin 1998-2003 yıllarına ait verilerini incelemiştir. Analiz neticesinde çalışma sermayesi düzeyi, büyüklük ve dönen varlık devir hızı ile aktif kârlılığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Analiz sonucunda elde edilen sonuçların literatürde genellikle bulunan sonuçlardan farklı olduğu ve küçük ölçekli işletmelerde çalışma sermayesi düzeyinin yüksek olmasının yanı sıra devir hızının da yüksek olmasının kârlılığı arttıran bir unsur olduğu belirtilmiştir.

Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2007), İspanya’daki KOBİ’lerde çalışma sermayesi yönetiminin kârlılığa etkisini incelemek amacıyla gerçekleştirdikleri araştırmada 8.872 KOBİ’nin 1996-2002 yıllarına ait verilerini panel veri analizi ile incelemiştir. Araştırmada nakit dönüşüm süresi ve unsurlarının ayrı ayrı modellerde test edildiği görülmektedir. Analiz bulgularına göre KOBİ’lerin aktif kârlılığı ile alacak devir süresi ve stok devir süresi arasında negatif bir ilişkinin olduğu, ayrıca kontrol değişkenlerinden kaldıraç ile negatif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Diğer kontrol değişkenlerinden aktif büyüklüğü ve satışların büyüme oranının ise kârlılığı pozitif yönde etkilediği yine araştırmanın bulguları arasındadır.

Afza ve Nazir (2008), Pakistan’daki 17 sektörde çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikalarının aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu kapsamda 263 finansal olmayan işletmenin 1998-2003 yıllarına ait verileri en küçük kareler yöntemiyle regresyon analizine tabi tutulmuştur. Analiz sonucunda çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikalarının sektörler arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılığa sahip olduğu ve çalışma sermayesi yatırım politikası ile finansman politikasının birlikte hareket ettiği saptanmıştır.

Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008), İMKB imalat işletmeleri üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada çalışma sermayesi ve aktif kârlılığı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu kapsamda Türkiye'deki imalat işletmelerinin 1998-2007 yıllarına ait verileri çoklu regresyon analizine tabi tutulmuş ve nakit dönüşüm süresi unsurlarından stok devir süresi ve alacak devir süresi ile aktif kârlılığı arasında negatif bir ilişkinin olduğu, ayrıca kontrol değişkenlerinden toplam kaldıraç ile aktif kârlılığı arasında da yine negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Diğer bir kontrol değişkeni olan satışların büyüme oranı ile kârlılık arasında ise pozitif yönde bir ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur.

Nazir ve Afza (2009a), atılğan çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikasının işletme kârlılığı ve işletme performansına etkisini ortaya koymak amacıyla Pakistan Karachi Borsası'na kayıtlı 16 farklı sektörden 204 işletmenin 1998-2005 dönemindeki verilerini analiz etmişlerdir. Değişkenler panel veri analizi ile analize tabi tutulmuş ve atılğan çalışma sermayesi yatırım düzeyi ile işletme kârlılığı arasında negatif yönde bir ilişki bulunmuştur. Buna göre atılğan çalışma sermayesi yatırım stratejisinin artması işletmenin aktif kârlılığının azalmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan çalışmada atılğan çalışma sermayesi finansman stratejisinin artmasının işletmelerde kârlılık ve performansı azalttığı vurgulanmıştır.

Lee (2009), işletme büyüklüğünün kârlılığa etkisini incelediği araştırmada, 7.000 Amerikan işletmesinin 1987-2006 yıllarına ait verilerini analiz etmiştir. Analizde işletmelere ve sektöre özgü faktörlerin de modele dâhil edilmesi ile aktif büyüklüğü ve aktif kârlılığı arasındaki ilişki panel veri analizi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda aktif büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca kârlılığın etkilenmesinde sektöre özgü faktörlerin şirkete özgü faktörlerden daha az rol oynadığı saptanmıştır.

Mohamad ve Saad (2010), Malezya'daki işletmelerin çalışma sermayesi düzeyi ile performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Malezya'daki 172 işletmenin 2003-2007 yılları arasındaki verileri üzerinde gerçekleştirilen araştırmada çalışma sermayesi düzeyinin işletme performansı ile pozitif yönde ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır.

Tufail, Bilal ve Khan (2013), Pakistan'daki tekstil işletmelerinin çalışma sermayesi yatırım ve finansman stratejilerinin aktif kârlılık üzerindeki etkilerini incelemek üzere Karachi Borsası'ndaki 117 işletmenin 2005-2010 yıllarına ait verilerini panel veri yöntemiyle analiz etmişlerdir. Analiz sürecinde aktif kârlılığı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak da çalışma sermayesi oranı, kısa vadeli kaldıraç oranı, cari oran, borç/özsermaye oranı ve büyüklük değişkenleri kullanılmıştır. Analiz neticesinde çalışma sermayesi düzeyi ile aktif kârlılığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Çalışmada diğer değişkenlerden kısa vadeli kaldıraç ve borç/özsermaye oranları ile aktif kârlılığı arasında negatif ilişkinin olduğu; büyüklük ve cari oran ile aktif kârlılığı arasında ise pozitif ilişkinin olduğu belirtilmiştir.

Mbithi, Muiruri ve Kingi (2015), Kenya'daki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi düzeyinin kârlılık üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmada, 22 konaklama işletmesine anket uygulamışlar ve bu işletmelerin nakit dönüşüm sürelerini ve faaliyet kârlarını analiz etmişlerdir. Araştırma neticesinde Kenya'daki konaklama işletmelerinin kârlılıkları ile alacak devir, stok devir, ticari borç devir ve nakit dönüşüm süreleri arasında negatif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır.

Kendirli ve Çankaya (2016), çalışma sermayesi yönetimi ve kârlılık arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla BİST Turizm Endeksi'nde yer alan işletmelerin 2010-2014 dönemindeki verilerini analiz etmişlerdir. Araştırmada

gerçekleştirilen çoklu regresyon analizi neticesinde nakit dönüşüm süresi, aktif büyüklüğü ve toplam kaldıraç oranı ile aktif kârlılığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Lyngstadaas ve Berg (2016), Norveç'teki KOBİ'lerin çalışma sermayesi yönetiminin kârlılığa etkisini incelemiştir. Bu bağlamda Norveç'teki 21.075 KOBİ'nin 2010-2013 yıllarına ait verileri panel veri analizine tabi tutulmuştur. Araştırmada nakit dönüşüm süresi, alacak devir süresi, stok devir süresi ve ticari borç devir süresinin ayrı ayrı aktif kârlılığı ile negatif ilişkileri tespit edilmiştir. Kontrol değişkenlerinden toplam kaldıraç ile aktif kârlılığı arasında negatif ilişkinin olduğu, aktif büyüklüğü, satışların büyüme oranı, gayrisafi yurtiçi hâsıla oranı, dönen varlık oranı ve kısa vadeli yabancı kaynaklar oranının ise aktif kârlılığı ile pozitif ilişkili olduğu bulguları elde edilmiştir.

Helhel ve Karasakal (2017), Türkiye'deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi ile kârlılıkları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla payları BİST'de işlem gören 5 konaklama işletmesinin 2005-2015 yılları arasındaki verileri üzerinde panel veri analizi gerçekleştirmişlerdir. Araştırmada net çalışma sermayesi oranı ve toplam kaldıraç ile her iki karlılık göstergesi arasında negatif yönde bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Yine faaliyet oranlarında aktif devir hızı ve alacak devir hızının aktif kârlılığı ile pozitif yönde ilişkili olduğu belirlenmiştir.

Korkmaz ve Yaman (2019), BİST'de işlem gören turizm işletmelerinin çalışma sermayesinin kârlılığa etkisini araştırdıkları çalışmalarında 6 turizm işletmesinin 2011-2017 yıllarına ait altı aylık verilerini panel veri analizi ile analiz etmişlerdir. Araştırmada nakit dönüşüm, stok devir ve alacak devir sürelerinin faaliyet kâr marjına negatif yönde etki ettiği ve borçların ödenme süresinin faaliyet kâr marjını pozitif yönde etkilediği ortaya konulmuştur. Ayrıca cari oran ile satışların büyüme oranı ile faaliyet kâr marjı arasında pozitif yönlü ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Veri ve Yöntem

Bu araştırmada Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisini analiz etmek ve iki ülke arasında karşılaştırma yapmak istenmiştir. Bu amaç doğrultusunda Türkiye ve ABD'de menkul kıymet borsalarında işlem gören konaklama işletmelerinden verileri analiz için uygun olan 24 adet konaklama işletmesinin 2011-2017 yılları arasındaki yıllık frekanstaki verileri araştırmanın ana örneklemini oluşturmaktadır. Söz konusu konaklama işletmelerine ait bilgiler Tablo 1'de sunulmuştur. 2011 yılı öncesine ait dönemde veri sayısının daha az olması nedeniyle çalışmanın analiz dönemi 2011-2017 arası olarak belirlenmiştir.

Tablo 1: Analize Dâhil Edilen Konaklama İşletmeleri

Ülkeler	Halka Açık Konaklama İşletmeleri	İşletme Sayısı	Gözlem Sayısı
Türkiye	Marmaris Altınyunus Turistik Tesisleri AŞ, Martı Otel İşletmeleri AŞ, Net Holding AŞ, Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler AŞ, Petrokent Turizm AŞ, Ütopya Turizm İnşaat İşletmecilik AŞ, Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama AŞ, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar AŞ, Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi AŞ, Merit Turizm Yatırım ve İşletme AŞ, Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar AŞ,	11	77
Amerika Birleşik Devletleri	Carnival Corp., Castle Group Inc., Extended Stay America Inc., Full House Resorts Inc., Hilton Worldwide Holdings Inc., Hyatt Hotels Corp., Marcus Corp., Marriott Vacations Worldwide Corp., Norwegian Holdings Ltd., Peak Resorts Inc., Red Lion Hotels Corp., Royal Caribbean Ltd., Wyndham Destinations Inc	13	91

Tablo 1'de yer alan ABD'deki konaklama işletmelerinin verileri Thomson Reuters Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Türkiye'deki konaklama işletmelerinden bazılarının verileri ise Thomson Reuters Datastream veri tabanında bulunmadığından Kamuyu Aydınlatma Platformu web sayfasından alınmıştır.

Çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisinin analiz edildiği araştırmalarda aktif kârlılık oranını etkileyen birçok değişkenin olduğu gözlemlenmiştir. Bu değişkenlerin modellere eklenmesine karar verilirken en çok atıf alan araştırmalarda en çok kullanılan değişkenler olmasına dikkat edilmiştir. Çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisinin analiz edilmesinde kullanılmasına karar verilen bağımlı ve bağımsız değişkenler ile bu değişkenlerin hesaplanmasına ait bilgiler Tablo 2’de sunulmaktadır.

Tablo 2: Araştırmanın Analizinde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Kısaltmalar	Hesaplanma Şekli
Bağımlı Değişken		
Aktif Kârlılık Oranı	AKA	Net Kâr / Toplam Varlıklar
Bağımsız Değişkenler		
Çalışma Sermayesi Oranı	ÇSO	Dönen Varlıklar / Toplam Varlıklar
Toplam Kaldıraç	TKAL	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar
Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	KKAL	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar
Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	UKAL	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar
Satışların Büyüme Oranı	SBO	(Net Satışlar _t - Net Satışlar _{t-1}) / Net Satışlar _{t-1}
Aktif Büyüklüğü	AKTİF	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması (Ln)

Tablo 2’de yer alan çalışma sermayesinin kârlılığa etkisinin incelenmesi amacıyla hesaplanan değişkenlerden kısa vadeli kaldıraç oranı ve uzun vadeli kaldıraç oranı değişkenlerinin yer aldığı araştırma sayısının çok kısıtlı olduğu tespit edilmiştir. Ancak çalışma sermayesinin kârlılığa etkisi incelenirken hangi çalışma sermayesi finansman stratejisinin kârlılık üzerinde etkili olduğunu görebilmek açısından kısa vadeli kaldıraç oranı ve uzun vadeli kaldıraç oranı değişkenlerinin ayrı ayrı modellere eklenerek incelenmesi uygun bulunmuştur. Tablo 2’de belirtilen değişkenlerin yer aldığı araştırmalar esas alınarak konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisini ölçmek amacıyla aşağıdaki modeller geliştirilmiştir.

Model 1:

$$AKA_{it} = \alpha + \beta_1 AKA_{it-1} + \beta_2 \text{ÇSO}_{it} + \beta_3 \text{TKAL}_{it} + \beta_4 \text{SBO}_{it} + \beta_5 \text{AKTİF}_{it} + e_{it}$$

Model 1’de çalışma sermayesi düzeyi, toplam kaldıraç oranı, satışların büyüklüğü ve aktif büyüklüğünün aktif kârlılık oranına etki edip etmediği test edilmek istenmiştir.

Model 2:

$$AKA_{it} = \alpha + \beta_1 AKA_{it-1} + \beta_2 \text{ÇSO}_{it} + \beta_3 \text{KKAL}_{it} + \beta_4 \text{SBO}_{it} + \beta_5 \text{AKTİF}_{it} + e_{it}$$

Model 2’de kısa vadeli borç düzeyinin aktif kârlılık düzeyine etkisini ortaya koymak amacıyla model 1’deki değişkenlerden toplam kaldıraç oranı yerine kısa vadeli kaldıraç oranı eklenmiş, diğer değişkenler ise değiştirilmeden modele dahil edilmiştir.

Model 3:

$$AKA_{it} = \alpha + \beta_1 AKA_{it-1} + \beta_2 \text{ÇSO}_{it} + \beta_3 \text{UKAL}_{it} + \beta_4 \text{SBO}_{it} + \beta_5 \text{AKTİF}_{it} + e_{it}$$

Model 3’te uzun vadeli borç düzeyinin aktif kârlılık düzeyine etkisini ortaya koymak amacıyla model 1’deki değişkenlerden toplam kaldıraç oranı yerine uzun vadeli kaldıraç oranı eklenmiş, diğer değişkenler ise değiştirilmeden modele dahil edilmiştir.

Model 1, model 2 ve model 3 modellerinde;

AKA_{it} : i işletmesinin t yılındaki aktif kârlılık oranını,

AKA_{it-1} : GMM yönteminin gereği olarak modele eklenmiştir ve bağımlı değişken olan aktif kârlılık oranının bir dönem gecikmeli değerini ifade etmektedir.

$ÇSO_{it}$: i işletmesinin t yılındaki çalışma sermayesi oranını,

$TKAL_{it}$: i işletmesinin t yılındaki toplam kaldıraç oranını,

$KKAL_{it}$: i işletmesinin t yılındaki kısa vadeli kaldıraç oranını,

$UKAL_{it}$: i işletmesinin t yılındaki uzun vadeli kaldıraç oranını,

SBO_{it} : i işletmesinin t yılındaki satışlarının büyüme oranını,

$AKTİF_{it}$: i işletmesinin t yılındaki aktif büyüklüğünü ifade etmektedir.

β_i : tahmin katsayılarını,

e_{it} : hata terimini ifade etmektedir.

Panel verisi hem zaman serisi hem de yatay kesit verilerini içinde barındırmaktadır. Panel veri seti ile yapılacak model tahminlemesi, statik ve dinamik panel veri analizi olarak iki farklı şekilde gerçekleştirilmektedir. Dinamik panel veri analizi yöntemlerinden en yaygın olarak kullanılan yöntemlerden birisi Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)'dir. Anderson ve Hsiao (1981), birinci fark dönüşümlerini kullanarak birim etkileri dışlamayı önermişlerdir. Ancak tüm moment şartlarının kullanılmaması ve kalıntıların fark alınmış yapısından kaynaklı otokorelasyon dikkate alınmadığı için bu yöntem etkin olamamıştır (Zeren & Ergün, 2010, s. 77). Bunun üzerine hata terimindeki otokorelasyonu dikkate alarak bir çalışma yapan Arellano ve Bond (1991), Genelleştirilmiş Momentler Metodu tahmin yöntemini geliştirmişlerdir. Bu yöntemde ilk önce, birinci fark modeli araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmekte ve daha sonra bu dönüştürülmüş model genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018, s. 129). Dolayısıyla bu yöntem "Fark GMM" olarak bilinmektedir (Çetin & Seker, 2014, s. 135).

Fark GMM yönteminde, otoregresif parametrelerin fazla sayıda olması veya birim etkinin varyansının artık hata varyansına oranının çok yüksek olması durumlarında tahmin gücü zayıf gerçekleşmektedir. Ayrıca analizde kullanılan veri setinde devre sayısı olan T'nin küçük olması veya dengesiz panel verinin olması durumunda da yine fark GMM yöntemi zayıf kalmaktadır. Bu sorunun giderilmesi için Arellano ve Bover (1995) tarafından "ileri otogonal sapmalar" ya da "otogonal sapmalar" yöntemi geliştirilmiştir. Bu yöntemde bir değişkenin tüm mümkün gelecek değerlerinin ortalamasının farkı alınarak fark GMM yönteminin doğurduğu veri kaybı minimize edilebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018, s. 86). Yine fark GMM yöntemindeki eksiklikleri gidermek amacıyla Blundell ve Bond (1998) çalışmasında, düzey değerleriyle ifade edilen regresyon denklemine ek olarak moment koşulları önerilmiştir. Çalışmada, birinci farklar ile ifade edilen denklem ile düzey değerleriyle ifade edilen denklem sistem olarak bir araya getirildiğinde bu tahminci; "Sistem GMM" tahmincisi olarak nitelenen moment koşullarını oluşturduğu belirtilmiştir (Tiryaki, 2017, s. 67).

GMM tahmin yöntemlerinin güvenilirliği, hata terimlerinin seri korelasyon taşımadığı varsayımı ile araç değişkenlerin geçerliliği varsayımının gerçekleşmesine bağlıdır. Bu varsayımların test edilmesi için Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen Arellano-Bond otokorelasyon testi ile Sargan (1958)/Hansen (1982) veya diğer adıyla J testinin uygulanması gereklidir. Sargan/Hansen testi ile araç değişkenlerinin geçerli olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu test için sıfır hipotezi "Farkı alınan modelde araç değişkenler ve hata terimi arasında korelasyon yoktur." olarak kurulur. Bu hipotezin reddedilmesi durumunda seçilen araç değişkenlerinin geçerli olduğuna karar

verilir. Arellano-Bond otokorelasyon testinde ise birinci dereceden otokorelasyon [AR(1)] ve ikinci dereceden otokorelasyon [AR(2)] için “Farkı alınmış hata teriminde birinci/ikinci dereceden otokorelasyon yoktur” sıfır hipotezleri ile hata terimlerindeki korelasyonlar sınanmaktadır (Demirci, 2017, s. 292).

Bu araştırmada farklı ülkelerdeki konaklama işletmelerinin 2011-2017 yıllarına ait verileri incelenmektedir. Dolayısıyla analizde kullanılan veriler, birden fazla işletmeye ait 7 eşit yıllık değerleri içermekte olduğundan dengeli panel veri seti halinde oluşturulmuştur. Araştırmanın amacına yönelik kurulan modellerin tahmini için yukarıda açıklanan avantajları nedeniyle Arellano ve Bond (1991), Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen Fark GMM ve Sistem GMM yöntemleri kullanılmıştır.

Bulgular ve Tartışma

Bu bölümde öncelikle modellerdeki değişkenlerin 2011-2017 dönemine ait tanımlayıcı istatistikleri açıklanmıştır. Daha sonra değişkenlerin korelasyon analizi sonuçları Türkiye ve ABD için ayrı ayrı sunulmuştur. Nihai olarak da modellerin GMM ile tahmin sonuçları yine her iki ülke için ayrı ayrı verilmiştir. Bölüm sonunda Türkiye ve ABD’deki konaklama işletmelerine yönelik test edilen modellerden elde edilen sonuçların özeti sunularak ülkeler arasındaki farklılıklar ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Araştırmanın veri setlerinin ortalaması ve verilerin bu ortalama etrafında nasıl dağıldığı ve ortalamadan ne ölçüde saptığını ortaya koymak amacıyla Türkiye ve ABD’deki konaklama işletmelerine ait veri setlerinin ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerlerini içeren tanımlayıcı istatistikler Tablo 3’te verilmiştir.

Tablo 3’te Türkiye’deki konaklama işletmelerinin aktif kârlılık oranının ortalama %2,3 olduğu, ABD’deki konaklama işletmelerinin aktif kârlılık oranının ise ortalama %1,9 olduğu görülmektedir. İki ülkedeki konaklama işletmelerinin aktif kârlılık oranları kıyaslandığında ABD’deki konaklama işletmelerinin Türkiye’ye kıyasla daha düşük seviyede aktif kârlılık oranına sahip olduğu söylenebilir. ABD’deki konaklama işletmelerinin net kârının aktiflere oranının Türkiye’den düşük olmasında toplam kaldıraç oranının çok daha yüksek olması ve buna bağlı olarak finansman giderinin de daha yüksek olması neden olarak gösterilebilir.

Tablo 3: Analize Dâhil Edilen Konaklama İşletmelerinin Tanımlayıcı İstatistikleri

Ülkeler	Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maximum
Türkiye	AKA	0,023	0,111	-0,268	0,465
	ÇSO	0,225	0,130	0,017	0,566
	TKAL	0,340	0,265	0,022	0,982
	KKAL	0,180	0,160	0,016	0,741
	UKAL	0,160	0,172	0,001	0,691
	SBO	0,166	0,914	-0,969	5,214
	AKTİF	4,754	0,594	3,597	6,065
ABD	AKA	0,019	0,051	-0,308	0,171
	ÇSO	0,159	0,127	0,018	0,486
	TKAL	0,655	0,183	0,358	0,983
	KKAL	0,169	0,100	0,027	0,546
	UKAL	0,485	0,188	0,156	0,918
	SBO	0,073	0,245	-0,321	2,206
	AKTİF	6,312	1,027	4,103	7,610

Tablo 3’te Türkiye’deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi oranı ortalamasının %22,5 olduğu ABD’deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi oranının ortalamasının ise %15,9 olduğu görülmektedir. Buna göre Türkiye ve ABD’deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi oranlarının genellikle düşük düzeyde

olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi oranı ortalamaları karşılaştırıldığında ABD'deki konaklama işletmelerinin Türkiye'deki konaklama işletmelerine kıyasla daha düşük düzeyde çalışma sermayesi oranı ortalamasına sahip olduğu gözlemlenmiştir. Buna göre ABD'deki konaklama işletmelerinin Türkiye'deki konaklama işletmelerine kıyasla çalışma sermayesi yatırımlarında daha atılgan yatırım politikası izledikleri söylenebilir. ABD'deki konaklama işletmelerinin atılgan çalışma sermayesi yatırım politikası izlemesinde buradaki talebin çok dalgalanma göstermiyor olması ve faaliyetlerin sürekli belli bir seviyede yürütülebilmesiyle işletmelerin daha fazla risk alabilmesinin etkili olduğu söylenebilir.

Tablo 3'te Türkiye'deki konaklama işletmelerinin kaldıraç oranları incelendiğinde toplam kaldıraç oranının ortalama %34; kısa vadeli kaldıraç oranının ortalama %18 ve uzun vadeli kaldıraç oranının ortalama %16 olduğu görülmektedir. ABD'deki konaklama işletmelerinin kaldıraç oranları incelendiğinde, işletmelerin toplam kaldıraç oranının ortalama %65,5; kısa vadeli kaldıraç oranının ortalama %16,9; uzun vadeli kaldıraç oranının ortalama %48,5 olduğu görülmektedir. Tablo 3'te iki ülkenin kaldıraç oranları kıyaslandığında, ABD'deki konaklama işletmelerinin Türkiye'ye kıyasla daha yüksek düzeyde toplam kaldıraç oranına sahip olduğu görülmektedir. Buna göre ABD'de finansal piyasaların daha gelişmiş olması ve faaliyet riskinin düşük olması buradaki konaklama işletmelerine finansal kaldıraçtan daha fazla yararlanma olanağı sağlamış olabileceği söylenebilir. Ayrıca Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmelerinin kaldıraç oranları vadesine göre kıyaslandığında ABD'de uzun vadeli kaldıraç oranı ortalamasının Türkiye'deki konaklama işletmelerine kıyasla oldukça yüksek olduğu tespit edilmiştir. ABD'de sermaye piyasalarının diğer ülkelere kıyasla daha gelişmiş olması ve konaklama işletmelerinin gayri menkul yatırım ortaklıkları kurarak bu piyasalardan uzun vadeli fon yaratabilmesi, uzun vadeli finansal fon transferinde kullanılan menkul kıymetlerin sayı ve çeşitliliğinin fazla olması, ABD'deki bankacılık sisteminde özellikle konaklama işletmelerine yönelik maddi duran varlıkları ipotek altına alarak uzun vadeli kredi sağlama imkanının gelişmiş olması ve finansal belirsizliğin düşük olması ABD'deki konaklama işletmelerinin yüksek düzeyde uzun vadeli yabancı kaynak düzeyine sahip olmasına neden olduğu düşünülmektedir.

Tablo 3'te ülkelerin kısa vadeli kaldıraç oranları, çalışma sermayesi oranları ile birlikte göz önünde bulundurulduğunda ABD'deki konaklama işletmelerinde net çalışma sermayesinin sifıra yakın ancak negatif olduğu, Türkiye'deki konaklama işletmelerinde ise net çalışma sermayesinin pozitif olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye'deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi finansman politikasının dengeli olduğu ancak ABD'deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi politikasının atılgan olduğu söylenebilir. Buna göre Türkiye'nin gelişmekte olan ülke statüsünde olduğu göz önünde bulundurulduğuna bu ülkede finansal belirsizliğin ve talep dalgalanmalarının yüksek olması nedeniyle konaklama işletmelerinin likidite düzeylerini daha yüksek tutmaya özen gösterdikleri söylenebilir.

Tablo 3'te Türkiye'de konaklama işletmelerinin satışların büyüme oranının ortalama %16,6 gerçekleştiği görülmektedir. ABD'deki konaklama işletmelerinin satışların büyüme oranına bakıldığında işletmelerin ortalama %7,3 düzeyinde satışların büyüme oranına sahip oldukları görülmektedir. Buna göre Türkiye'deki konaklama işletmelerinin satışlarını bir önceki yıla göre yaklaşık %16,6 düzeyinde arttırdığı; ABD'deki konaklama işletmelerinin ise yaklaşık %7 düzeyinde arttırdığı söylenebilir. Buna göre iki ülke kıyaslandığında analiz dönemi olan 2011-2017 döneminde Türkiye'deki konaklama işletmelerinde satışlardaki artışın ABD'deki işletmelerden daha fazla olduğu söylenebilir. Türkiye'deki konaklama işletmelerinin satışlarını daha fazla arttırmasında ülkedeki turizm

politikalarındaki gelişim, fiyat avantajı ve uluslararası ilişkilerdeki değişim gibi birçok unsurun rol oynamış olabileceği ifade edilebilir.

Tablo 3'te Türkiye'deki konaklama işletmelerinin aktif büyüklük ortalamasının 4,754 olduğu, ABD'deki konaklama işletmelerinin aktif büyüklüğü ortalamasının ise 6,312 olduğu görülmektedir. Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmelerinin aktif büyüklük ortalamaları karşılaştırıldığında ABD'deki konaklama işletmelerinde bu oranın çok daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Buna göre ABD'nin dünya turizm pazarında büyük paya sahip olması buradaki konaklama işletmesi yatırımlarının diğer ülkelerden daha yüksek düzeyde gerçekleşmesine imkân tanımış olabileceği söylenebilir.

Tablo 3'te Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmeleri örneğinde analize dahil edilen değişkenlerin standart sapma değerleri incelendiğinde, satışların büyüme oranı, aktif kârlılık oranı değişkenlerinin her iki ülkede de ortalamadan yüksek olduğu; uzun vadeli kaldıraç oranının standart sapma değerinin ise sadece Türkiye'de ortalamadan yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre bu değişkenlerin aldığı değerlerin yüksek farklılık içerdiği söylenebilir. Ayrıca değişkenlerin en küçük ve en büyük değerlerine bakıldığında her iki ülkede de uç değerler taşıyan konaklama işletmelerinin olduğu söylenebilir.

Araştırmanın amacı doğrultusunda oluşturulan modellerdeki değişkenlerin 2011-2017 dönemine ait korelasyon analizinden elde edilen bulgular Türkiye ve ABD için ayrı ayrı tablolarda verilmiştir. Araştırmada elde edilen korelasyon analizi sonuçları değişkenler arasındaki ikili ilişkileri ortaya koymaktadır. Bu bulgular araştırma kapsamında oluşturulan modellerin GMM tahmincileri ile tahmin edilmesi neticesinde elde edilen bulgulardan bağımsızdır.

Tablo 4'te Türkiye'deki konaklama işletmelerine ait korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4: Türkiye'deki Konaklama İşletmelerine Ait Korelasyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	AKA	ÇSO	TKAL	KKAL	UKAL	SBO	AKTİF
AKA	1,000						
ÇSO	0,429	1,000					
TKAL	-0,500	-0,026	1,000				
KKAL	-0,366	0,150	0,782	1,000			
UKAL	-0,431	-0,180	0,815	0,275	1,000		
SBO	0,244	0,212	-0,120	-0,074	-0,117	1,000	
AKTİF	-0,237	-0,240	0,354	-0,049	0,592	0,018	1,000

Tablo 4 incelendiğinde Türkiye'deki konaklama işletmelerinin aktif kârlılık oranı ile çalışma sermayesi ve satışların büyüme oranı arasında pozitif yönde, zayıf bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ayrıca aktif kârlılık oranı ile toplam kaldıraç oranı arasında negatif yönde, orta seviyede bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bununla birlikte aktif kârlılık oranı ile kısa vadeli kaldıraç oranı, uzun vadeli kaldıraç oranı ve aktif büyüklüğü arasında negatif yönde zayıf bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde genellikle zayıf ilişkilerin olduğu, ancak toplam kaldıraç oranı ile kısa ve uzun vadeli kaldıraç oranları arasında pozitif yönlü, yüksek düzeyde ilişkinin olduğu, ayrıca aktif büyüklüğü ile uzun vadeli kaldıraç oranı arasında pozitif yönde, orta seviyede bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 5'te ABD'deki konaklama işletmelerine ait korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5: ABD'deki Konaklama İşletmelerine Ait Korelasyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	AKA	ÇSO	TKAL	KKAL	UKAL	SBO	AKTİF
AKA	1,000						
ÇSO	-0,052	1,000					
TKAL	-0,096	0,158	1,000				
KKAL	0,035	0,514	0,222	1,000			
UKAL	-0,111	-0,120	0,854	-0,318	1,000		
SBO	0,123	0,008	-0,108	-0,021	-0,094	1,000	
AKTİF	0,392	-0,510	-0,271	-0,404	-0,048	-0,096	1,000

Tablo 5 incelendiğinde ABD'deki konaklama işletmelerinin aktif kârlılık oranı ile çalışma sermayesi oranı, toplam kaldıraç oranı ve uzun vadeli kaldıraç oranı arasında negatif yönde ancak zayıf bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bununla birlikte aktif kârlılık oranı ile kısa vadeli kaldıraç oranı, satışların büyüme oranı ve aktif büyüklüğü arasında pozitif yönde zayıf bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Tablo 5'te diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde değişkenler arasında genellikle zayıf ilişkilerin olduğu, ancak toplam kaldıraç oranı ile uzun vadeli kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü yüksek düzeyde bir ilişkinin olduğu, ayrıca çalışma sermayesi oranı ile aktif büyüklüğü arasında negatif yönlü orta seviyede bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 6'da Türkiye'deki konaklama işletmeleri üzerinde GMM ile test edilen Model 1, Model 2 ve Model 3'e ait tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 6 incelendiğinde Wald testi olasılık değerlerinin 0,05'ten küçük olduğu, AR(2) ve Hansen testlerinin olasılık değerlerinin de 0,05'ten büyük olduğu, buna göre analiz edilen modellerin anlamlı olduğu, modellerde ikinci sıra otokorelasyonun olmadığı ve modellerde kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 6: Türkiye'deki Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesi ile Kârlılık Arasındaki İlişkinin GMM İle Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Model 1		Model 2		Model 3	
	Fark GMM	Sistem GMM	Fark GMM	Sistem GMM	Fark GMM	Sistem GMM
AKA _{i,t-1}	-0,212 (0,147)	-0,225* (0,003)	-0,419** (0,043)	-0,458** (0,018)	-0,005 (0,988)	0,001 (0,992)
ÇSO	0,241* (0,002)	0,240* (0,001)	0,162*** (0,071)	0,154** (0,029)	0,274* (0,001)	0,254* (0,001)
TKAL	-0,510** (0,021)	-0,499* (0,000)				
KKAL			-0,545*** (0,080)	-0,563* (0,000)		
UKAL					-0,452** (0,037)	-0,422* (0,007)
SBO	0,014 (0,169)	0,014* (0,001)	0,011 (0,277)	0,011 (0,215)	0,018 (0,155)	0,014** (0,011)
AKTİF	-0,132 (0,473)	-0,127 (0,431)	0,061 (0,664)	0,049 (0,545)	-0,098 (0,554)	-0,028 (0,792)
Sabit	-0,001 (0,999)	0,769 (0,352)	-0,242 (0,795)	-0,160 (0,688)	-0,273 (0,603)	0,182 (0,733)
Sargan/Hansen	6,29 (0,178)	6,30 (0,278)	5,33 (0,255)	5,36 (0,374)	7,15 (0,128)	7,96 (0,158)
AR (2)	-1,50 (0,133)	-1,42 (0,155)	-1,80 (0,071)	-1,88 (0,061)	-0,66 (0,510)	-0,54 (0,590)
F Testi	48,86 (0,000)	312,01 (0,000)	121,63 (0,000)	203,68 (0,000)	20,83 (0,000)	66,64 (0,000)
Wald Testi	290,22 (0,000)	1859,08 (0,000)	722,51 (0,000)	1213,61 (0,000)	123,71 (0,000)	397,08 (0,000)

Değişkenlere ait olasılık değerleri parantez içinde belirtilmiştir.

* %1 önem seviyesinde ($p < 0,01$) anlamlılığı belirtmektedir.

** %5 önem seviyesinde ($p < 0,05$) anlamlılığı belirtmektedir.

*** %10 önem seviyesinde ($p < 0,10$) anlamlılığı belirtmektedir.

Tablo 6’da çalışma sermayesi oranının tüm modellerde aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkisinin olduğu görülmektedir. Buna göre Türkiye’deki konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin artması kârlılığın artmasını sağlamaktadır.

Tablo 6’da Model 1, Model 2 ve Model 3’te kaldıraç oranlarının olasılık değerleri incelendiğinde ise toplam kaldıraç, kısa vadeli kaldıraç ve uzun vadeli kaldıraç oranlarının aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilerinin olduğu görülmektedir. Buna göre Türkiye’deki konaklama işletmelerinin kısa veya uzun vadeli borçlanma düzeyinin artması durumunda aktif kârlılığının azalacağı söylenebilir.

Tablo 6 incelendiğinde satışların büyüme oranının Model 1 ve Model 2’de aktif karlılığı istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilediği, buna göre Türkiye’deki konaklama işletmelerinde satışlarda yaşanan artışın aktif kârlılığının da artmasını sağlayacağı söylenebilir. Türkiye örnekleminde aktif büyüklüğünün ise hiçbir modelde aktif karlılığını etkilemediği görülmektedir.

Tablo 7: ABD’deki Konaklama İşletmelerinde Çalışma Sermayesi ile Kârlılık Arasındaki İlişkinin GMM İle Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Model 1		Model 2		Model 3	
	Fark GMM	Sistem GMM	Fark GMM	Sistem GMM	Fark GMM	Sistem GMM
AKA _{i,t-1}	-0,072* (0,002)	-0,096* (0,000)	-0,049** (0,033)	-0,082* (0,001)	-0,040 (0,108)	-0,086* (0,001)
ÇSO	0,052 (0,215)	0,065* (0,005)	0,092** (0,041)	0,116* (0,006)	0,068*** (0,087)	0,086* (0,008)
TKAL	-0,026 (0,483)	-0,034 (0,350)				
KKAL			-0,120* (0,007)	-0,101** (0,013)		
UKAL					0,033 (0,156)	0,017 (0,390)
SBO	0,064* (0,000)	0,066* (0,000)	0,060** (0,046)	0,085* (0,001)	0,065* (0,001)	0,075* (0,000)
AKTİF	0,211* (0,000)	0,200* (0,000)	0,194* (0,000)	0,182* (0,000)	0,218* (0,000)	0,199* (0,000)
Sabit	-1,182* (0,000)	-1,266* (0,000)	-1,246* (0,000)	-1,158* (0,000)	-1,280* (0,000)	-1,295* (0,000)
Sargan/Hansen	5,48 (0,242)	5,73 (0,334)	3,88 (0,423)	5,91 (0,315)	4,42 (0,352)	5,93 (0,313)
AR (2)	-0,80 (0,425)	-0,80 (0,422)	-0,73 (0,465)	-0,65 (0,518)	-0,75 (0,454)	-0,74 (0,462)
F Testi	75,27 (0,000)	123,73 (0,000)	105,01 (0,000)	106,19 (0,000)	169,20 (0,000)	226,09 (0,000)
Wald Testi	434,90	716,73	606,74	615,13	977,61	1309,73

Değişkenlere ait olasılık değerleri parantez içinde belirtilmiştir.

* %1 önem seviyesinde ($p < 0,01$) anlamlılığı belirtmektedir.

** %5 önem seviyesinde ($p < 0,05$) anlamlılığı belirtmektedir.

*** %10 önem seviyesinde ($p < 0,10$) anlamlılığı belirtmektedir.

Tablo 7’de ABD’deki konaklama işletmeleri üzerinde GMM ile test edilen Model 1, Model 2 ve Model 3’e ait tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 7 incelendiğinde Wald testine göre modellerin anlamlı olduğu, AR(2) testine göre modellerde ikinci sıra otokorelasyonun olmadığı ve Hansen testine göre modellerde kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 7’de aktif karlılığının tüm modellerde çalışma sermayesi oranından istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilendiği görülmektedir. Buna göre ABD’deki konaklama işletmelerinde, çalışma sermayesi oranı arttıkça

aktif kârlılık oranı da artmaktadır. Ayrıca satışların büyüme oranı ve aktif büyüklüğü değişkenlerinin de tüm modellerde aktif karlılığını pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Buna göre ABD'deki konaklama işletmelerinin satışlarındaki artışlar ve aktiflerin büyüklüğü aktif kârlılığını da arttırmaktadır.

Tablo 7 incelendiğinde Model 2'de kısa vadeli kaldıraç oranının aktif karlılığını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediği görülmektedir. Ancak diğer modellerde kaldıraç oranlarının aktif karlılığına etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Buna göre ABD'deki konaklama işletmelerinde kısa vadeli borçlanma düzeyi arttıkça aktif kârlılığı düşmektedir.

Çalışma sermayesinin kârlılığa etkisine yönelik Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmeleri üzerinde gerçekleştirilen analizler sonucunda modellerdeki bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki saptanan ilişkilerin yönüyle ilgili elde edilen bulguların özeti Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: Çalışma Sermayesinin Kârlılığa Etkisine Yönelik Elde Edilen Bulguların Özeti

Bağımsız Değişkenler	Türkiye	ABD
	AKA	AKA
ÇSO	+	+
TKAL	-	Etki yok
KKAL	-	-
UKAL	-	Etki yok
SBO	+	+
AKTİF	Etki yok	+

(+): Pozitif ilişki var, (-): Negatif ilişki var

Tablo 8 incelendiğinde çalışma sermayesi oranının her iki ülkede de aktif kârlılık oranını pozitif etkilediği görülmektedir. Bu bulgular; Padachi (2006); Afza ve Nazir (2008); Nazir ve Afza (2009a); Mohamad ve Saad (2010); Tufail, Bilal ve Khan (2013) çalışmalarında elde edilen bulgular ile uyumludur. Buna göre hem Türkiye hem de ABD'deki konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin artmasına bağlı olarak aktif kârlılığın da arttığı söylenebilir. Tanımlayıcı istatistiklerde yer verildiği üzere konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yatırımlarının genellikle çok düşük seviyelerde olduğu, daha açık bir ifade ile çalışma sermayesi yatırım stratejisinin atılğan olduğu ayrıca ABD'deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi finansman stratejisinin atılğan, Türkiye'de ise çalışma sermayesi finansman stratejisinin dengeli olduğu ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla bu ülkelerdeki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi yatırım ve finansman stratejilerine göre çalışma sermayesinin etkin yönetildiği ve bunun da kârlılığa belli bir noktaya kadar pozitif etkide bulunduğu söylenebilir.

Tablo 8'de kaldıraç değişkenlerinin aktif kârlılık oranına etkisi incelendiğinde Türkiye ve ABD'de kısa vadeli kaldıraç oranının aktif kârlılık oranını negatif yönde etkilediği görülmektedir. Bu bulgular Afza ve Nazir (2008); Nazir ve Afza (2009a); Mohamad ve Saad (2010); Tufail, Bilal ve Khan (2013) çalışmalarında elde edilen bulgular ile uyumludur. Bununla beraber uzun vadeli kaldıraç oranının sadece Türkiye'de aktif kârlılığı negatif yönde etkilediği görülmektedir. Türkiye'deki konaklama işletmelerinde uzun vadeli kaldıraç oranının aktif kârlılığı negatif etkilediği bulgusu Karadeniz ve İskenderoğlu (2011) tarafından Türkiye'deki halka açık konaklama işletmeleri üzerinde yaptıkları çalışmada elde edilen bulgu ile tutarlıdır. Buna göre Türkiye'deki konaklama işletmelerinde kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların kullanımı aktif kârlılığı olumsuz etkilerken ABD'deki konaklama işletmelerinde sadece kısa vadeli yabancı kaynakların aktif kârlılığa olumsuz etki ettiği söylenebilir. Konaklama işletmelerinin genellikle sabit sermaye ağırlıklı yapıya sahip olduğu göz önünde tutulduğunda bu işletmelerde kısa vadeli yabancı

kaynak kullanımının gerekenden fazla düzeyde kullanılmış olabileceği ve elde edilen getiri ile faiz ve anapara ödemesi arasında vade uyumsuzluğunun olduğu söylenebilir. Dolayısıyla bu işletmelerde finansal risk ve maliyetlerin kârlılık üzerinde olumsuz etkisinin olduğu ifade edilebilir. Bununla birlikte Türkiye’de uzun vadeli yabancı kaynakların aktif kârlılığa negatif etki ettiği göz önünde bulundurulduğunda bu ülkedeki konaklama işletmelerinin ihtiyatlılık güdüsüyle dönen varlık yatırımlarında uzun vadeli borç kullanmış olabileceği ve fazladan maliyetlere katlanması sonucu kârlılıklarının azalmış olabileceği söylenebilir.

Tablo 8’de Türkiye ve ABD’deki konaklama işletmelerinde aktif kârlılık oranının satışların büyüme oranından pozitif yönde etkilendiği görülmektedir. Buna göre literatürdeki Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2007); Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008); Nazir ve Afza (2009a) ve Lyngstadaas ve Berg (2016) çalışmalarında elde edilen bulgular bu bulguyu destekler niteliktedir. Bu bulgular ışığında Türkiye ve ABD’deki konaklama işletmelerinin satışlarının artması durumunda aktif kârlılığının da arttığı, tersi durumda satışların azaldığında kârlılığın da azaldığı söylenebilir. Yine Tablo 8’de ABD’deki konaklama işletmelerinde aktif büyüklüğünün aktif kârlılığı pozitif yönde etkilediği görülürken Türkiye’de bu değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aktif büyüklüğünün aktif kârlılık oranını pozitif yönde etkilediği bulgusu Padachi (2006); Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2007); Lee (2009); Nazir ve Afza (2009a); Tufail, Bilal ve Khan (2013); Lyngstadaas ve Berg (2016) çalışmalarında elde edilen bulgular ile uyumludur. Bu bulgulardan yola çıkılarak ABD’deki konaklama işletmelerinin hem satışların büyüme oranının hem de aktif büyüklüğünün aktif kârlılık ile pozitif yönde ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır. Dupont finansal analiz sisteminde bir işletmenin aktif kârlılık oranını yükseltebilmesi için satışları üzerinden net kâr marjını arttırması veya aktif devir hızını yükseltmesi ya da bu iki unsuru ortak sonuçları olumlu olacak şekilde değiştirmesi gerektiği ifade edilmektedir (Akgüç, 2013; Koşan ve Karadeniz, 2014). Dolayısıyla ABD’deki konaklama işletmelerinde aktif karlılığının yükseltilmesi amacıyla aktif devir hızının arttırılmış olduğu söylenebilir.

Sonuç

Çalışma sermayesi yönetimi ile ilgili gerçekleştirilen araştırmalarda özellikle kriz dönemlerinde finansal başarısızlığa uğrayan işletmelerin çoğunun çalışma sermayesi düzeyinin yetersiz olmasından dolayı finansal sıkıntı yaşadığı veya iflas ettiği ortaya konulmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu duruma daha sık rastlanması bu ülkelerde çalışma sermayesine daha fazla önem verilmesi gerektiği gerçeğini ortaya koymuştur. Dolayısıyla çalışma sermayesi konusunun işletmeler için hayati bir konu olduğunun farkına varılması ve özellikle konaklama işletmeleri gibi yüksek faaliyet ve finansal risk taşıyan işletmelerde ele alınması önemlidir.

Yukarıda açıklanan hususlar bağlamında bu araştırmanın temel amacı Türkiye ve ABD’deki konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin kârlılığa etkisinin ortaya konulmasıdır. Bu amaç doğrultusunda araştırmanın kapsamı uluslararası boyutta ele alınmış ve araştırmanın örneklemini Türkiye’deki 11 ve ABD’deki 13 konaklama işletmesinin 2011-2017 yıllarına ait verileri oluşturmuştur. Dolayısıyla Türkiye için 77, ABD için 91 gözlem yapılmış ve analizlerden edilen bulgular karşılaştırılmıştır. Araştırmanın amacına yönelik kurulan modeller dinamik panel veri analizi yöntemlerinden GMM ile test edilmiştir.

Araştırma kapsamında yapılan analizlerden elde edilen bulgulara genel olarak bakıldığında öncelikle Türkiye’deki konaklama işletmelerinde ortalama çalışma sermayesi oranının ortalama kısa vadeli kaldıraç oranını aştığı dikkat çekmiştir. Dolayısıyla Türkiye’deki konaklama işletmelerinin çalışma sermayesinin sürekli kısmının

finansmanında devamlı sermayeden yararlandığı ve dengeli bir çalışma sermayesi finansman politikasına sahip olduğu söylenebilir. Nitekim araştırmanın analizleri neticesinde Türkiye'deki konaklama işletmelerinde hem kısa hem de uzun vadeli kaldıraç oranının aktif kârlılık oranını negatif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla Türkiye'deki konaklama işletmelerinin yabancı kaynak kullanımını azaltmaları ve daha uygun maliyetli borç bulmaları önerilmektedir. Yine bu işletmelerin satışlarını arttırmalarının yanında artan gider ve maliyetlerin kontrolünü sağlamaları, ayrıca farklı konaklama hizmetleri sunarak daha cazip konuma gelmeleri, markalaşmaya önem vermeleri ve doğru fiyat stratejisi ile kârlılıklarını arttırabilecekleri önerilebilir.

ABD'de ise aktif kârlılık oranının sadece kısa vadeli kaldıraç oranından negatif yönde etkilendiği dikkat çeken bir bulgu olmuştur. Buna göre ABD'deki konaklama işletmelerinin atılğan çalışma sermayesi finansman politikasına sahip oldukları ancak finansal risklerinin yüksek olduğu ve bunun maliyetlere yansıdığı söylenebilir. Dolayısıyla ABD'deki konaklama işletmelerinin kısa vadeli borçlanma konusunda daha kontrollü olmaları önerilmektedir. Diğer yandan yapılan analizlerde hem Türkiye hem de ABD'deki konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi düzeyinin aktif kârlılık oranını pozitif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Genel olarak çalışma sermayesi düzeyinin artması likiditenin artmasına ancak kârlılığın azalmasına yol açması beklenmektedir. Ancak araştırmada elde edilen bulgularda çalışma sermayesi oranı ile aktif kârlılığı arasında pozitif yönde ilişkilerin ortaya çıkmasında konaklama işletmelerinin yapısı gereği dönen varlık payının düşük olması ve bu işletmelerde çalışma sermayesinin etkin yönetilebildiği söylenebilir.

Çalışma sermayesi ile aktif kârlılık arasındaki ilişkinin analizi neticesinde Türkiye ve ABD'deki konaklama işletmelerinde satışların büyüme oranının aktif kârlılık oranını pozitif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır. Aktif büyüklüğünün ise sadece ABD'deki konaklama işletmelerinde aktif kârlılığını pozitif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Buna göre konaklama işletmelerinde satışların arttırılması ve aktiflere yatırım yapılması yoluyla kârlılığın arttırılabildiği, diğer bir ifade ile aktif devir hızının arttırılması ile daha çok satış yapıldığı ve bu yolla kârlılığın arttırılabildiği söylenebilir. Dolayısıyla özellikle Türkiye'deki konaklama işletmelerinin kârlılıklarının sürdürülebilir olması ve bu işletmelerin finansal varlığının sağlıklı bir yapıya kavuşturulması açısından ana faaliyetlerinden gelir elde etmeye çalışmaları ve sadece fiyat rekabeti ile değil, değer yaratarak kârlılıklarını arttırmaları önerilmektedir.

Finans ve turizm literatüründe çalışma sermayesi konusunun ele alındığı araştırmalar incelendiğinde konaklama işletmelerinde çalışma sermayesinin kârlılığa etkisini uluslararası karşılaştırmalı olarak inceleyen herhangi bir araştırmaya rastlanılmamıştır. Bu bağlamda araştırmanın konaklama sektöründe çalışma sermayesinin kârlılığa etkisini ortaya koyması açısından literatüre katkı sağlaması beklenmektedir. Bununla beraber araştırmada çalışma sermayesi yönetimi ve kârlılığa etkisi bağlamında elde edilen sonuçların Türkiye ile ABD arasındaki farklılıklar yönüyle ortaya konulması açısından hem literatüre hem de sektördeki yöneticilere önemli bilgiler sunacağı düşünülmektedir.

Araştırma sınırlı sayıdaki ülkedeki sınırlı sayıda konaklama işletmesini kapsamaktadır. Araştırmada daha fazla ülkenin dahil edildiği karşılaştırmalar yapılmak istendiğinde Avrupa'daki ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri de incelenmiş ancak bu ülkelerde analiz için yeterli verinin bulunmadığı ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte verilerin analize uygun hale getirilebilmesi açısından çalışma sermayesinin ölçümünde ve modele eklenecek değişkenlerde kısıtlamalara gidilmiştir. Özellikle kârlılık ölçütü olarak hesaplanan aktif kârlılık oranı değişkenine alternatif olarak özsermaye kârlılığı ve net kâr marjının bu araştırmada kullanılamamasının temel nedeni konaklama

işletmelerinde özsermaye ve satışlar kaleminin yıllar itibariyle süreklilik göstermemesidir. Aynı zamanda ülke bağlamında kapsamın genişletilmesi amacıyla işletmelerin verilerinin 2011-2017 yılları arasında incelenmesi uygun görülmüştür. Ayrıca araştırmada incelenen işletmelerin tamamen konaklama faaliyetinde bulunan işletmelerden oluşması konusunda hassasiyet gösterilmiş ve konaklama işletmesi olduğu halde kumarhane, gayrimenkul yatırım ortaklığı vb. faaliyetlerde bulunduğu tespit edilen işletmeler kapsam dışı bırakılmıştır. Araştırmada yıllık verilerin kullanılması sonucunda konaklama işletmelerinin mevsimsellik özelliği incelenememiştir. Dolayısıyla sonraki araştırmalarda farklı değişkenlerin de analize dahil edildiği, daha uzun dönemli ve daha geniş kapsamlı olarak hem yıllık hem de çeyrek dönemlik analizler gerçekleştirilebilir. Ayrıca konaklama sektörü ile turizm sektöründeki diğer alt sektörler arasındaki farklılıkların ortaya konulduğu araştırmaların yapılmasının da turizm literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Afza, T., & Nazir, M.S. (2008). Working capital approaches and firm's returns in Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 1, 25-36.
- Akgüç, Ö. (2013). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Anderson, T.W., & Hsiao C. (1981). Estimation of dynamic panel models with error components. *Journal of the American Statistical Association*, 76, 74-82.
- Arellano, M., & Bond S.R. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-97.
- Arellano, M., & Bover O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Blundell, R., & Bond S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Çetin, M., & Seker, F. (2014). Ticari açıklık ve finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi: OECD ülkeleri üzerine dinamik panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), 125-147.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3), 573-588.
- Demirci, N.S. (2017). Serbest nakit akışlarının şirket değerine etkisi: Serbest nakit akış teorisi bağlamında BIST 100 endeksi üzerine dinamik panel veri analizi. *Journal of Business Research*, 9(2), 283-299.
- Ercan, M.K., & Ban, Ü. (2010). *Değere dayalı işletme finansı finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Garcia-Teruel, J.P., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- Hansen, L.P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.

- Harris, A. (2005). Working capital management: Difficult, but rewarding. *Financial Executive*, 21(4), 52-54.
- Helhel, Y., & Karasakal, S. (2017). Konaklama işletmelerinde çalışma sermayesi yönetiminin karlılık performansına etkisi: Borsa İstanbul'da (BİST) bir uygulama. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(3), 27-39.
- Hill, R.A. (2013). *Working capital and strategic debtor management*. e-Books and textbooks from bookboon.com.
- 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.
- Korkmaz, T., & Yaman, S. (2019). Impact of working capital management on firm's profitability: An application on BIST tourism companies. *Journal of Tourism Theory and Research*, 5(2), 301-316.
- Koşan, L., & Karadeniz, E. (2014). Konaklama ve yiyecek hizmetleri alt sektörünün finansal performansının Dupont finansal analiz sistemi kullanılarak incelenmesi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 11(2), 75-89.
- Lee J. (2009). Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms, *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189-203.
- Lyngstadaas, H., & Berg, T. (2016). Working capital management: Evidence from Norway. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 295-313.
- Mbithi, S., Muiruri, J., & Kingi, W. (2015). Effects of working capital management practices on the financial performance of tourist hotels in Mombasa County, Kenya, *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 3(1), 448-494.
- Mohamad, N.E.A.B., & Saad, N.B.M. (2010). Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 5(11), 140-147.
- Nazir, M.S., & Afza, T. (2009a). Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability, *The IUP Journal of Applied Finance*, 15, 19-30.
- Nazir, M.S., & Afza, T. (2009b). Working capital requirements and the determining factors in Pakistan. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(4), 28-38.
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms' performance: An analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), 45-58.
- Sargan, J.D. (1958). The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica*, 26(3), 393-415.
- Shin, H.H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.
- Smith, K. (1980). *Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management, in readings on the management of working capital*. New York: West Publishing Company.

- Şamiloğlu, F., & Demirgüneş, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1), 44-50
- Tiryaki, H.N. (2017). *OECD ve G-20 ülkelerinde sermaye hareketleriyle seçilmiş iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin panel veri analizi*. (Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Tufail, S., Bilal, S., & Khan, J. (2013). Impact of working capital management on profitability of textile sector of Pakistan. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5(2), 32-56.
- Dünya Turizm Örgütü. (2020). *International tourism barometer*. 20 Şubat 2020 tarihinde, www.e-unwto.org adresinden alınmıştır.
- Usta, Ö. (1995). *İşletme finansı ve finansal yönetim*. İzmir: Anadolu Matbaası.
- Van Horne, J.C., & Wachowicz, J.M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). New York: Prentice Hall Publishers.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2018). *İleri panel veri analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım
- Zeren, F., & Ergün, S. (2010). AB'ye doğrudan yabancı yatırım girişlerini belirleyen faktörler: Dinamik panel veri analizi. *Business and Economic Research Journal*, 4(1), 67-83.

Analysis of the Effects of Working Capital on Profitability in Lodging Companies: Comparison of Turkey - United States of America

Mehmet BEYAZGÜL

Mersin University, Institute of Social Sciences, Mersin/Turkey

Erdoğan KARADENİZ

Mersin University, Faculty of Tourism, Mersin/Turkey

Extensive Summary

Companies should pay attention to working capital management in terms of operating at full capacity without any disruptions in their production processes, fulfill their due obligations in a timely manner, not having difficulty in the face of unexpected costs for efficient activity. In general, working capital is defined as assets that companies need to cover their short-term liabilities, and can be liquidated in a short time (Ercan and Ban, 2010, p. 275). Working capital management includes decisions taken about the level of investment in current assets and the resources to finance them (Harris, 2005, p.52; Hill, 2013, p. 19). In the lodging sub-sector, it is known that the demand usually fluctuates because of the constant change in the tastes and habits of consumers, and due to the fact that tourists are affected by economic, social and political developments. In this context, in the lodging sub-sector, where demand is constantly fluctuating, it is inevitable that the uncertainty level is high due to high fixed capital investment costs and difficult control of cost elements like energy, maintenance-repair, food and beverage and labor during the business period. In this case, it is also important to determine the working capital requirement in the fulfillment of daily activities, continue the operation of high fixed capital investments at full capacity, and to meet the obligations in due form.

The main purpose of this study is to analyze the effect of working capital level on profitability in lodging companies in Turkey and the United States (USA), and to compare the outcomes between the two countries. In this way, it was aimed to demonstrate what differences the findings on the effect of working capital level on profitability in lodging companies were detected according to the development level of countries and the characteristics of countries. For this purpose, the data on annual frequency between 2011 and 2017 of a total of 24 lodging companies that were suitable for analysis from among lodging companies traded on the stock exchanges in Turkey and the United States were the main sampling of the study. The data of the lodging companies included in the study were obtained from Thomson Reuters Data Stream Database, and the data of some of the lodging companies in Turkey were obtained from the Public Disclosure Platform website, since the data were not found in the Thomson Reuters Data Stream Database.

The Return on Assets was calculated as the dependent variable in analyzing the effect of working capital level on profitability, and the Working Capital Ratio, Total Leverage, Short-Term Leverage, Long-Term Leverage, Growth Rate of Sales and Size were calculated as the independent variables. When examining the effect of working capital on profitability in the study, the short-term leverage and long-term leverage variables were added separately to the model of the study to see which working capital financing strategy had an effect on profitability. The models that were created in line with the purpose of the study were tested with Generalized Moments Method of dynamic panel data analysis methods.

When the findings obtained from the analyses made in the scope of the study were evaluated generally, it was found that the working capital level was generally low. As a result of the study, it was found that the average working capital ratio exceeded the average short-term leverage ratio in lodging companies in Turkey. For this reason, it may be argued that lodging companies make use of continuous capital in the financing of the working capital and have a moderate working capital financing policy in Turkey. In the USA; however, it was revealed that the working capital financing strategy is aggressive. In the analysis results regarding the effect of working capital level on return on assets, it was found that level of working capital positively affects return on assets in both countries, and it was expected in general that the increased working capital level causes increasing liquidity but decreasing profitability. However, it can be argued that the findings obtained in the study show that there are positive relations between working capital and return on assets. For these reason, it can also be speculated that the share of current assets due to the structure of the lodging companies is low, and that working capital can be managed effectively in these companies. On the other hand, it was found that both the short and long-term leverage ratios negatively affect the return on assets in lodging companies in Turkey. When the analysis results of the USA lodging companies were evaluated, it was found that the return on assets was only affected negatively by the short-term leverage. For this reason, it is recommended that the lodging companies in Turkey reduce the use of liability, find more cost-effective debts; and the lodging companies in the United States remain more controlled in terms of short-term liabilities. In other results of the study, it was found that the growth rate of sales in lodging companies in Turkey and in the United States affected the return on assets positively. It was also found that the firm size affected the return on assets positively in the USA lodging companies alone. In this way, it can be argued that profitability can be increased by increasing the sales in lodging companies and by investing in assets, in other words, more sales are made by increasing the asset turnover, and profitability can be increased in this way. For this reason, it is recommended that especially the lodging companies in Turkey try to generate incomes from main activities to ensure that profitability is sustainable, and that their financial assets have an accurate form, and that they increase their profitability by creating value, not just by price competition.

When studies in which working capital in the financial and tourism literature were reviewed, no studies were detected examining the effect of working capital on profitability in lodging companies by international comparison. In this context, it is expected that the study contributes to the literature to demonstrate the effect of working capital on profitability in the lodging sector. It is also considered that the results obtained with respect to working capital management and profitability in the study will provide important data to both the literature and to the managers in the sector in terms of the differences between Turkey and the United States.