



Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Yıl: 2020 Cilt-Sayı: 13(1) ss: 159-170.

Academic Review of Economics and Administrative Sciences
Year: 2020 Vol-Issue: 13(1) pp: 159-170.

<https://dergipark.org.tr/tr/pub/ohuiibf>

ISSN: 2564-6931

DOI: 10.25287/ohuiibf.640699

Geliş Tarihi / Received: 31.10.2019

Kabul Tarihi / Accepted: 14.12.2019

Araştırma Makalesi

Research Article

TURİZM SEKTÖRÜNDE FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURUNUN KARLILIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ*

İlcut Elif KANDİL GÖKER¹
Bahadır UYSAL²

Öz

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile ortaya atılan bir finansal varlığın getirisinin sistematik riske bağlı olarak belirlenebileceği görüşü, zamanla farklı değişkenlerin getiri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi ile geliştirilmiştir. Bununla birlikte sistematik riskin fiyat, getiri, karlılık, değer üzerindeki etkisi pek çok çalışma ile ortaya konulmuştur. Maruz kalınan ancak çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamayan risk olarak tanımlanan sistematik riskin iki önemli unsuru faiz riski ve kur riski olarak belirtilmektedir. Faiz oranları ve döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların beraberinde getirdiği söz konusu risklerin aynı zamanda firmaların karlılıkları üzerinde de etkili olduğu görülmektedir. Bu anlamda, bu çalışma gerek niteliği itibarıyla faiz oranındaki ve döviz kurundaki değişimden en çok etkilenecek sektörler arasında yer alması; gerekse Türkiye ekonomisinde özellikle cari dengenin sağlanmasında önemli bir paya sahip olması nedeniyle turizm sektöründe iki önemli sistematik risk unsurunun farklı karlılık göstergeleri üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamaktadır. BİST'e kote olmuş 6 turizm firmasının 2010-2019 dönemi verileri kullanılarak panel eşbütünleşme testleri ile değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ortaya konulmuştur. Döviz kuru ve faiz oranının firmaların özsermaye karlılıkları üzerindeki uzun dönemli etkisi Maki Eşbütünleşme testi ile incelenmiş, DOLS tahmincisi ile etkinin yönü ve katsayısı tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular BİST'e kote turizm firmalarının karlılıkları üzerinde her iki sistematik risk unsurunun da negatif etkisi olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler : Turizm Sektörü, Faiz Oranı, Döviz Kuru, Karlılık, Panel Eşbütünleşme Analizi.

Jel Kodları : G32.

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Kırıkkale Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, elifkandil@kku.edu.tr, ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-5290-3514>

² Dr. Öğr. Üyesi, Kırıkkale Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, bahadiruysal@kku.edu.tr, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6670-644X>

* Bu çalışma, 23-25 Ekim 2019 tarihleri arasında Niğde'de gerçekleştirilen 6. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi'nde tebliğ olarak sunulmuştur.

EFFECT OF INTEREST RATE AND EXCHANGE RATE ON PROFITABILITY IN TOURISM SECTOR

Abstract

The Capital Asset Pricing Model asserts that the return on a financial asset depends on systematic risk. Two important elements of the systematic risk are mentioned as interest risk and exchange rate risk. It has been reported in the literature that the risks associated with the fluctuations in interest rates and exchange rates also have a significant effect on the profitability of firms. In this sense, this study will examine the effect of two systematic risk factors on different profitability indicators in tourism sector. The tourism sector is among the sectors most affected by the changes in interest rates and exchange rates and also has a large share of the current account balance in supply in Turkey's economy. By using panel cointegration tests the long-term relationship between the variables were demonstrated with the data of 2010-2019 period of 6 tourism companies listed in BIST. The long-term effect of exchange rate and interest rate variables on the return on equity of firms was examined by Maki Cointegration test, and the direction and coefficient of impact were determined by DOLS estimator. The findings show that both systematic risk factors have a negative effect on the profitability of tourism companies listed in BIST.

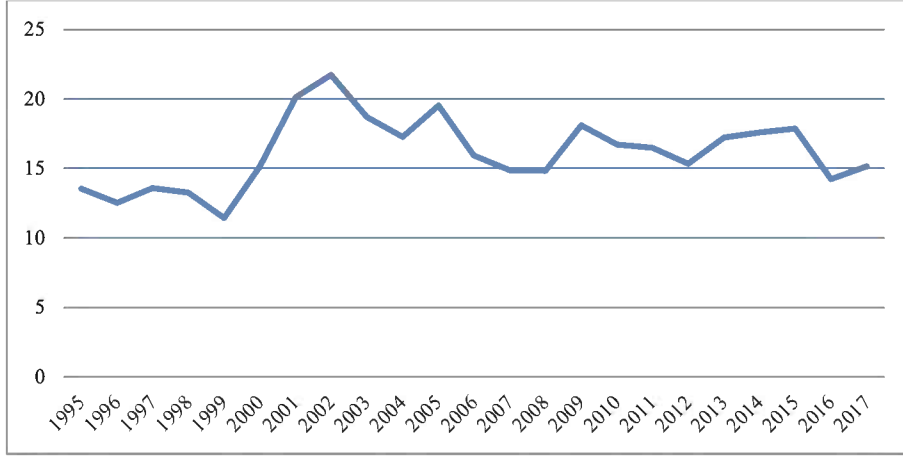
Keywords : Tourism Sector, Interest Rate, Exchange Rate, Profitability, Panel Cointegration Analysis.

Jel Codes : G32.

GİRİŞ

Küreselleşen dünyada uluslararası mali ve ticari hareketliliklerin artışı her geçen gün mikro ve makro faktörlerin etki düzeylerini ve yönlerini değiştiren gelişmeleri beraberinde getirmekte ya da yeni faktörler ortaya koymaktadır. Bu anlamda firmaların karlılıkları üzerinde etkili olan faktörlerin belirlenmesi günümüzde de bir sorunsal teşkil etmektedir. Firma düzeyinde yapılan çalışmalarda finansal performansı etkileyen faktörler sermaye yapısı (Eriotis-Neokosmides 2002; Mesquita-Lara 2003; Frank-Goyal 2008), sahiplik yapısı (Barbosa-Louri 2005), büyüklük (Simon, 1962; Hall-Weiss 1967; Whittington 198; Albayrak-Akbulut, 2008) yaş (Papadogonas 2007; Magoutas vd., 2016) ya da duran varlıklar (Nunes vd. 2009;) gibi firmalara özgü mikro faktörler ve döviz kuru (Forbes 2002; Nydahl 1999; Kıymaz 2003) faiz oranı (Agiomirgianakis vd. 2013; Zeitun vd., 2007) gibi makroekonomik faktörler olarak belirtilmektedir.

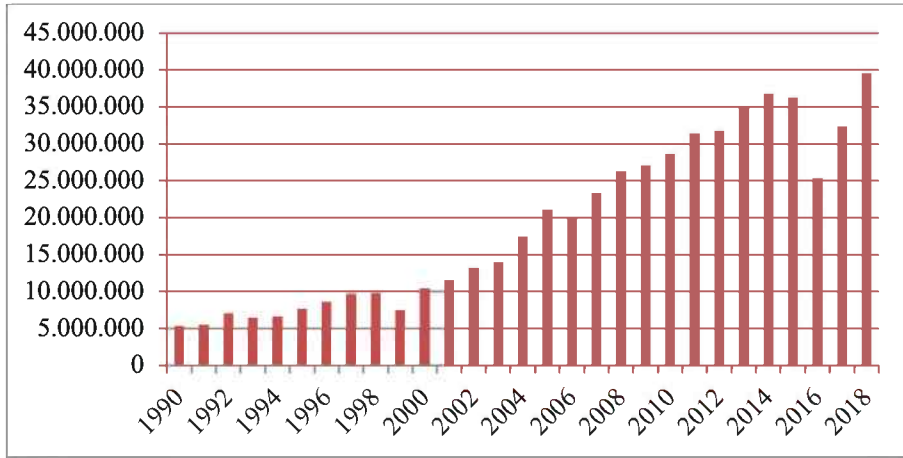
Literatürde pek çok çalışma ile ortaya konulduğu üzere firma karlılığını etkileyen faktörler sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Her sektörün borçlanma olanakları, ihracat potansiyeli, sistematik risk unsurlarından etkilenme biçimi farklılaşmaktadır. İhracatın payının ekonomik gelişmişlikte bir gösterge olduğu günümüzde, özellikle gelişmekte olan ülkeler için reel kesimin içinde turizm sektörü önemli bir rol üstlenmektedir. Şekil 1'de de görüleceği üzere Dünya bankası verilerine göre Türkiye'de son 20 yıldır %12'nin altına düşmeyen bir turizm geliri/toplam ihracat oranı söz konusudur. Dünya bankası verilerine dahil edilen tüm ülkeler için bu oranın çok daha düşük düzeyde olması (2017 yılı %6.65), Türkiye için turizm sektörünün önemini ortaya koymaktadır.



Kaynak: data.worldbank.org

Şekil 1: Türkiye 1995-2017 Dönemi Toplam Turizm Geliri/Toplam İhracat Oranı Değişimi

Türkiye'ye gelen turist sayısı her geçen gün artan bir ivme ile yukarı yönlü bir hareket göstermektedir. 1990 yılında 5.389.308 olan turist sayısı 2018 yılsonu itibariyle 39.566.327 olmuştur (Şekil 2). 2016 yılında ülkede yaşanan gelişmelerden ötürü bir düşüş söz konusu olsa da Türkiye için gelen turist sayısında büyük bir artış olduğu gözlemlenmektedir. Bu durumda gelen turistlerin konaklaması, ağırlanması işini üstlenen firmaların yüksek performans ile faaliyet göstermeleri turizmin sürdürülebilirliği için birincil derece önem arz etmektedir.



Kaynak: <http://ttd.org.tr/turizm-istatistikleri>

Şekil 2: 1990-2018 Dönemi Türkiye'ye Gelen Turist Sayısı

Turizm firmalarının finansal performanslarını etkileyen firmaya özgü faktörler pek çok çalışma ile ortaya konulmuş olmakta birlikte makro faktörlerin etkisini ele alan çalışma sayısının oldukça sınırlı sayıda olduğu görülmüştür. Bu çalışma ile sistematik risk unsurları grubunda değerlendirilebilecek iki risk unsuru olan faiz oranı ve döviz kuru riskinin karlılık üzerindeki etkisinin araştırılması amaçlanmıştır.

Döviz kurundaki dalgalanmaların firmalar üzerinde yaratacağı etki kur etkisi olarak adlandırılmaktadır. Firmalar için kur riskine açıklık, işlem etkisi, muhasebe etkisi ve ekonomik etki şeklinde gerçekleşmektedir. Döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların firmaların beklenen nakit akımları ile gerçekleşen nakit akımları arasında fark yaratması kur riskinin söz konusu olduğunu göstermekte ve bu durum ekonomik etki olarak adlandırılmaktadır. Ekonomik etkinin, firma değeri

ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon katsayısı olduğu kabulü, ölçülmesini de kolaylaştırmaktadır (Mutluay-Turaboğlu, 2013: 61). Gelecekte faiz oranının yükselmesi ile ödünç alıcıların karşı karşıya kaldıkları riske faiz riski denilmektedir. Faiz oranının yükselmesi izlenen para politikasını sıkılaştırmakta ve yatırımcıların tercihlerini pek çok açıdan etkilemektedir. Faiz oranı riskinin piyasa riski, kuponlarını yeniden yatırım riski, kredinin geri ödenmeme riski, likidite riski ve volatilité riski gibi çeşitli türleri mevcuttur (Parasız-Ekren, 2016: 114). Bu iki risk faktörü sistematik risk olma özelliğinden dolayı ortadan kaldırılamamakta ancak firmaların aldıkları pozisyonlar ile firma için etkisi azaltılabilmektedir. Firmaların karlılıkları üzerinde bu faktörlerin etki yönü ve derecesinin belirlenmesi alınacak pozisyonlar için oldukça önemlidir.

Bu çalışma, Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahip olan turizm sektöründe makroekonomik faktörlerin karlılık üzerindeki etkisini incelemek üzere ele alınmıştır. Ortaya konulan bulguların turizm sektörü firmalarına, finansal yönetim politikalarının belirlenmesinde yönlendirici bir etki yaratması umut edilmektedir. Kesintisiz verilerine ulaşılabilir olması ve borsaya kotasyon şartlarını sağlayarak belirli standartlarda faaliyet gösteriyor olması nedeniyle BİST'e kote olmuş 6 turizm firmasının 2010q1-2019q3 dönemi verileri kullanılmıştır.

I. LİTERATÜR

Literatürde firmaların finansal performanslarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesine yönelik pek çok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmaların büyük bir kısmında borsaya kote olmuş şirketler örnekleminde mikro ve makro faktörlerin yer aldığı panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde özellikle makroekonomik faktörlerin etkisine odaklanan araştırmalara yer verilmiştir. Uluslararası çalışmalara bakıldığında Shapiro (1975), döviz kurundaki değişimin firmaların nakit akışı, karlılıkları ve dolayısıyla değerleri üzerinde negatif etkisi olduğunu çok uluslu işletmeler örnekleminde ortaya koymuş ve makroekonomik faktörler ile karlılık arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmalardan olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bahse konu ilişkinin pek çok akademik çalışma ile araştırıldığı görülmektedir. Zeitun vd. (2007), firmaların performansları ve başarısızlıklarının makroekonomik belirleyicilerini tespit etmek üzere gelişmekte olan bir ülke olarak Ürdün'ü ele almışlardır. 1989-2003 dönemi 167 Ürdün firmasının aktif karlılıklarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışma sonucunda beklenmeyen faiz oranı değişimlerinin karlılığı negatif yönde etkilediği; üretim endeksi ve İslami kredi olanaklarının genişlemesinin pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bahse konu ilişkinin sektör bazında değişip değişmediğini ortaya koymak amacıyla Alibabae-Khanmohammadi (2016), firmaların finansal performanslarında ekonomik değişkenlerin etkisini otomotiv sektörü, ilaç sektörü ve benzin sektöründe incelemiştir. 2009-2014 dönemi İran'da faaliyet gösteren otomotiv sektörü, ilaç sektörü ve benzin sektöründe faaliyet gösteren firmalara ait verileri kullanarak finansal performansın aktif karlılığı; ekonomik faktörlerin döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranı olarak ele alındığı bir ekonometrik analiz uygulamışlardır. Elde edilen bulgulara göre benzin ve ilaç sektöründe döviz kuru dalgalanmalarının karı pozitif yönde etkilediği buna karşılık enflasyon oranının ters yönde etkilediği; otomotiv sektöründe ise döviz kurunun karlılığı negatif yönde etkilerken enflasyon oranının pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Sektörler arasında bulguların farklılaşmasını nakde duyulan ihtiyaç oranı, ihracat edilen hammadde ve mal oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranının sektörler bazında büyük farklılık göstermesine bağlamışlardır. Issah-Antwi (2017) İngiltere'de borsaya kote olmuş 3 milyon Sterlin'in altında cirosu olmayan 116 firmanın 2002-2014 dönemi verilerini kullanarak makroekonomik faktörlerin firmaların finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. 57 makroekonomik değişken ile yapılan temel bileşenler analizi ile çoklu regresyon analizine dahil edilmesi gereken değişkenler gayrisafi yurtiçi hasıla, işsizlik oranı, üretim miktarı, birim işgücü maliyetleri ve döviz kuru olarak belirlenmiştir. GMM ile yapılan analiz bulgularına göre firmaların karlılıkları üzerinde gayrisafi yurtiçi hasılanın negatif yönlü, işsizlik oranı ve döviz kurunun pozitif yönlü etkilediğini tespit etmişlerdir. İngiltere'ye ait bir başka örnekleminde İngiltere'nin en iyi 100 firmasını ele alarak makroekonomik faktörlerin firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen bir başka çalışmada Pacini vd. (2017), 2000-2014 dönemi için döviz kuru, faiz oranı, enflasyon oranı,

gayri safi yurtiçi hasıla, dış borç/merkez bankası rezervleri, iç borç faiz ödemeleri/ yeni kredi tutarı ve iç borç faiz ödemeleri/toplam gelir vergisi değişkenlerinin firma karlılığı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre faiz oranı ve döviz kurunun karlılık üzerinde negatif bir etkisi olduğu; gayri safi yurtiçi hasıla, enflasyon oranı ve iç borç faiz ödemeleri/toplam gelir vergisi değişkenlerinin pozitif bir etkisi olduğu ifade edilmiştir. Az gelişmiş bir ülkede sistematik risk unsurlarının karlılık üzerindeki etkisini ortaya koyan Odusanya vd. (2018), Nijerya Menkul Kıymetler Borsasında hisse senetleri işlem gören 114 firmanın karlılıklarını etkileyen faktörleri 1998-2012 dönemi için araştırmışlardır. GMM ile yapılan analiz bulgularına göre kısa vadeli borçlanma oranı, enflasyon oranı, faiz oranı ve finansal riskin firma karlılığı üzerinde negatif bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Üretim maliyetlerini düşürmek ve dolayısıyla karlılığı ve üretkenliği artırmak için reel sektörde faaliyet gösteren firmalar için borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi gerektiğini ve enflasyon baskısının kontrol altına almak için çeşitli makroekonomik politikaların geliştirilmesi gerektiğini vurgulamışlardır.

Türkiye için yapılan çalışmalarda, Mutluay-Turaboğlu (2013), İMKB'ye kote olmuş 55 firmanın 1997-2007 dönemi verilerini kullanarak döviz kurundaki değişimlerin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonucunda firma performansının döviz kurlarındaki değişimden gecikmeli olarak etkilendiği, bununla birlikte firma performansının döviz kurundaki değişimden etkilenme düzeyinin yurtdışına yapılan satışlar ile ters yönlü olduğu belirtilmiştir. Akalin-Uzgören (2016), Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşundan kesintisiz verilerine ulaşılabilen 60 firması örneğinde 1993-2009 dönemi için döviz kurundaki değişimin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Firmaların yurt içi satışları, ihracatları, toplam satışları, yaratmış oldukları katma değer ve sermaye/emek oranları ve karlılıkları ile döviz kuru arasındaki uzun dönemli ilişki panel eşbütünleşme testleri ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara döviz kurundaki değişim ile ihracat ve toplam satışlar arasında negatif yönlü bir ilişki var iken firmalar tarafından yaratılan katma değer artışının ihracatı, yurtiçi satışları, toplam satışları ve karlılığı pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Coşkun-Topaloğlu (2016) Borsa İstanbul 100 endeksinde 2000-2015 yılları arasında devamlı olarak faaliyet gösteren 37 firma verilerini kullanarak makroekonomik faktörlerin firma karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Faiz oranı, reel efektif döviz kuru, enflasyon oranı ve kamu altyapı harcamalarının GSYİH'ya oranı değişkenlerinin makroekonomik göstergeler olarak ele alındığı çalışmada aktif karlılığı ile faiz oranı arasında negatif yönlü bir ilişki, satışların karlılığı ile faiz oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiş olup; karlılık göstergesi olarak ele alınan aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve satışların karlılığı değişkenleri ile döviz kuru arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığı belirtilmiştir. Bayar-Ceylan (2017), makroekonomik belirsizliklerin firmaların karlılıkları üzerindeki etkisini Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören 23 metal dışı ürün sanayi firması için araştırmıştır. 2003-2016 dönemi çeyrek dönemlik veriler kullanılarak GARCH modeli uygulanmıştır. Çalışmada makroekonomik değişkenler olarak döviz kuru, faiz oranı, tüketici fiyat endeksi ve gayrisafi yurtiçi hasıla kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre enflasyon oranı dışındaki tüm değişkenlerin firma karlılığını negatif yönde etkilediği, gayrisafi yurtiçi hasıla ve döviz kurundaki oynaklığın karlılık üzerinde en fazla etkiye sahip olan makroekonomik değişkenler olduğu belirtilmiştir.

Turizm firmaları özelinde yapılan çalışmalara bakıldığında Tsionasand-Assaf (2014) turizm alanında yapılan çalışmaların en ağırlıklı olarak odaklandıkları konunun turizm firmalarının etkinliği olduğunu belirtmiştir. Özellikle muhasebe ve finansal yönetim disiplini bakış açısı ile turizm firmalarının sermaye yapısı, finansman politikaları, finansal riskleri ve risk yönetimi konularına odaklanıldığı görülmektedir (Sainaghi vd., 2017). Agiomirgianakis vd. (2013), turizm sektöründe karlılığın belirleyicileri üzerinde finansal krizin etkisini inceledikleri çalışmalarında Yunan turizm firmalarının satışlarının karlılığını finansal kriz göstergesi olarak alınan faiz oranı dalgalanmalarının negatif yönlü olarak etkilediğini tespit etmişlerdir. Bununla birlikte mikro değişkenler bazında bakıldığında satışlar, firma yaşı, sabit varlık yatırımı karlılığı pozitif yönlü etkilerken, finansal kaldıraç negatif yönlü etkilemektedir. Karadeniz-İskenderoğlu (2011), İMKB'de işlem gören 8 turizm firmasının 2002-2009 yılları arasında çeyrek dönemlik verilerini kullanmak suretiyle turizm işletmelerinin aktif karlılığını etkileyen mikro faktörleri incelemişlerdir. Analiz sonucunda firmaların karlılığını kaldıraç oranının negatif; ölçek, pazar payı, net işletme sermayesi devir hızı ve aktif devir

hızının pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Poyraz (2011) ise sistematik risk unsurlarının konaklama işletmelerinin karlılıkları üzerindeki etkisini İMKB'ye kayıtlı bir firmanın mali tablo verileri ile incelemiştir. Sistematik risk göstergesi olarak ele alınan beta katsayısı ile karlılık oranları arasında yapılan regresyon ve korelasyon analizleri sonucunda sistematik risk ile karlılık arasında doğrusal bir ilişki olduğu, karlılık oranlarının %16'sının sistematik risk faktörleri tarafından açıklandığı belirtilmiştir. Ecer-Günay (2014), BİST'te işlem gören 9 turizm firmasının finansal performanslarını etkileyen faktörleri gri ilişki analiz yöntemi ile tespit etmişlerdir. 2008-2014 dönemi firmalara ait likidite göstergesi olarak üç, kaldıraç ve kârlılık göstergesi olarak beşer ve faaliyet göstergesi olarak dört finansal oran kullanılmıştır. Çalışma sonucunda turizm firmalarının finansal performans ölçümünde en etkili faktörün kaldıraç oranı olduğu belirtilmiştir. Dinçer vd. (2015), reel döviz kuru volatilitesi ile turizm gelirleri arasındaki uzun dönemli ilişki ve nedensellik ilişkisini incelemiştir. Türkiye İstatistik Kurumu'ndan temin edilen turizm sektörüne ilişkin veriler ile TCMB'den temin edilen döviz kuru değişimine ilişkin veriler ile gerçekleştirilen analiz sonucunda reel döviz kuru volatilitesi ile turizm gelirleri arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki bulunamamış; değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Erdoğan (2018), 1988-2016 döneminde borsaya kote olmuş 11 adet turizm firmalarının karlılıklarını etkileyen firmaya özgü, sektörel ve makroekonomik faktörleri incelediği çalışmada firma karlılığını aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve kar marjı değişkenleri ile ölçmüştür. Uygulanan panel veri analizi sonuçlarına göre tüm karlılık değişkenlerine kaldırıcın negatif yönlü etki ettiği, aktif karlılığının yatırım fırsatları ve işletme sermayesi devir hızından negatif etkilendiği ve satışların büyümesinden pozitif yönde etkilendiği; özkaynak karlılığını borç düzeyinin negatif etkilediği, satış büyümesini pozitif etkilediği, endüstriye özgü değişkenlerden sektördeki tesis sayısının özkaynak karlılığını azaltıcı etkisi olduğu; makroekonomik faktörlerin karlılık değişkenleri üzerinde anlamlı bir etkisinin tespit edilmediği görülmüştür.

II. METODOLOJİ

II.1. Veri Seti ve Değişkenler

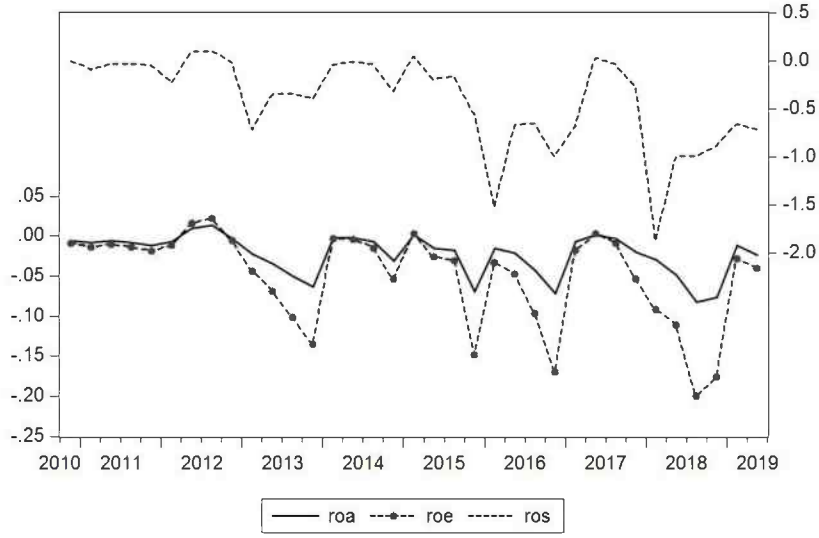
Bu çalışmada döviz kuru ile faiz oranının, şirket karlılığı üzerinde etkisinin olup olmadığı eşbütünleşme analizi ile araştırılmak istenmektedir. Çalışmanın veri seti hazırlanırken Finnet veri tabanı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve Türkiye Seyahat Acenteleri Birliği'nden yararlanılmıştır. BİST'de yer alan turizm sektörü firmalarının verilerinin en sık çeyreklik olarak temin edilebilmesi nedeniyle, veri setinin frekans aralığı çeyreklik olarak belirlenmiştir.

Tablo 1: Değişken Tablosu

<i>Değişken Türü</i>	<i>Değişken Kodu</i>	<i>Değişken Formülü</i>
Karlılık	ROA	Net Kar / Toplam Varlıklar
	ROE	Net Kar / Özsermaye
	ROS	Net Kar / Net Satışlar
Faiz Oranı	F	Ticari (TL Üzerinden Açılan)
Sepet Döviz Kuru	SK	%40 € + %40 \$+%5 £+% 15 ₺

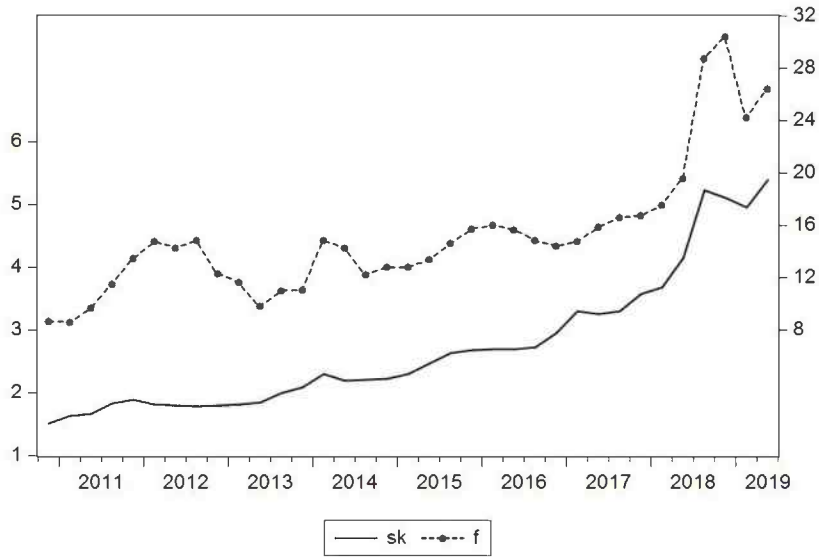
Analizin bağımlı değişkeni olan şirket karlılığını ifade etmek üzere üç farklı değişken oluşturulmuştur. Varlıkların karlılığını (ROA), net karın toplam varlıklara bölünmesi ile bulunmuştur (Erdoğan, 2018; Ecer-Günay, 2014; Poyraz, 2011; Odusanya vd., 2018; Aissa-Goaied, 2016; Dimitrić vd., 2019; Bayar-Ceylan, 2017; Coşkun-Topaloğlu, 2016; Karadeniz-İskenderoğlu, 2011). Her bir birim özsermaye başına düşen karı ifade özsermaye karlılığı (ROE), net karın özsermayeye oranıdır (Erdoğan, 2018; Ecer-Günay, 2014; Poyraz, 2011; Coşkun-Topaloğlu, 2016). Net karın, net satışlara oranı ile bulunan satışların karlılığı (ROS) ise satış başına elde edilen karı göstermektedir (Ecer-Günay, 2014; Agiomirgianakis vd., 2013; Coşkun-Topaloğlu, 2016). Faiz oranı olarak Türk

Lirası üzerinden açılan ticari kredi faiz oranı kullanılmıştır (Coşkun-Topaloğlu, 2016; Odusanya vd., 2018; Bayar-Ceylan, 2017; Pacini vd., 2017). Çalışmanın son değişkeni döviz kurudur (Pacini vd., 2017; Bayar-Ceylan, 2017; Coşkun-Topaloğlu, 2016). Döviz kuru değişkeni için tek bir döviz kuru kullanması yerine bir sepet kur oluşturulması uygun bulunmuştur. Sepet kurun içeriği oluşturulurken Türkiye Seyahat Acentaları Birliği'nin 2018 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin milliyetlerine göre karşılaştırılması tablosu incelenmiş ve yabancı ziyaretçilerin milliyetlerine göre bir sepet oluşturulmuştur. Sonuç olarak oluşturulan sepetin %40'ı Euro, %40'ı Amerikan Doları, %5'i İngiliz Sterlini ve %15'i ise Rus Rublesi olarak belirlenmiştir.



Şekil 3: Karlılık Değişkenlerinin Zaman Serisi Grafiği

Oluşturulan değişkenlerin zaman serileri Şekil 3 ve Şekil 4'te gösterilmiştir. Şekil 3'te yer alan karlılık değişkenleri incelendiğinde 2013q1-2013q4, 2015q3-2016q3 ile 2018q2-2019q1 dönemlerinde karlılık rakamlarında önemli kırılmalar yaşandığı gözlemlenmiştir. Faiz oranı ile döviz kurunun yer aldığı Şekil 4'teki grafikte serilerin birlikte hareket ettikleri, her iki seride de özellikle 2018q2-2019q1 döneminde önemli bir sıçrama gösterdiği görülmektedir. Her iki grafik birlikte değerlendirildiği 2013q1-2013q4 ile 2018q2-2019q1 dönemlerindeki hareketlerin örtüştüğü gözlemlenmektedir.



Şekil 4: Faiz oranı (f) ve Sepet Döviz Kuru (sk) Değişkenlerinin Zaman Serisi Grafiği

II.II. Yöntem

Analize başlanmadan önce değişkenlerin durağan olup olmadıkları test edilmelidir. Durağan serilerde şoklar geçici olup, şokun etkisi zaman içerisinde dağılarak seri eski haline gelmektedir. Öte taraftan durağan olmayan serilerde şok, kalıcı etkiler bıraktığından analiz açısından sahte ilişkiler oluşturmaktadır. Bu nedenle analizde kullanılan değişkenlerin durağan olması başka bir ifade ile birim kök içermemesi gerekmektedir. (Asteriou-Hall, 2011: 267, 335). Çalışmada birim kök testi olarak Zivot-Andrews (1992) tek yapısal kırılma birim kök testi kullanılmıştır. Söz konusu test yapısal kırılmayı da dikkate alan ve kırılma tarihinin içsel olarak belirleyen bir testtir.

Serilerin birinci farklarında durağan olmaları durumunda iki değişken arasındaki uzun dönemli ilişki eşbütünleşme ile analiz edilmektedir. Çalışmada yapısal kırılmaları da dikkate alan ve beş kırılmaya kadar kırılma imkanı sunan Maki Eşbütünleşme Testi kullanılmıştır. Maki Eşbütünleşme Testinde dört farklı model kurulabilmektedir. Bunlar,

Model 0: Sabit terimde kırılmanın var olduğu, trendsiz model;

Model 1 : Sabit terimde ve eğimde kırılmanın var olduğu, trendsiz model;

Model 2: Sabit terimde ve eğimde kırılmanın var olduğu, trendli model;

Model 3: Sabit terimde, eğimde ve trendde kırılmanın var olduğu modeldir.

Maki Eşbütünleşme Testinin H_0 hipotezi değişkenler arasında eşbütünleşmenin olmadığı şeklindedir. Test istatistiği, bağımsız değişken sayısı ve kırılma sayısına göre belirlenen kritik değerler ile karşılaştırılarak değişkenler arasında eşbütünleşme olup olmadığına karar verilmektedir (Maki, 2012).

Değişkenler arasında eş bütünleşme olması durumunda ilişkinin yönünün ve katsayının belirlenmesi için Stock-Watson (1993) tarafından geliştirilen "Dinamik En Küçük Kareler Yöntemiyle (DOLS)" tahmin edilmiştir.

III. BULGULAR

III.I. Birim Kök Testi

Analizde kullanılacak değişkenler, Zivot-Andrews (1992) tek kırılmalı birim kök testi sonuçları ve test istatistikleri Tablo 2’de gösterilmiştir. Serilerin durağanlığı t istatistiklerinin, kritik değerler ile karşılaştırılması sonucunda karar verilmektedir. Buna göre ROA ve ROS değişkenlerinin t istatistiklerinin kritik değerlerden düşük olduğundan %5 düzeyinde durağan oldukları; ROE, F ve SK değişkenlerinin ise %5 düzeyinde durağan olmadıkları görülmektedir. Durağan olmayan serilerin durağanlaştırılması için serilerin birinci farklarının alınarak birim kök testi tekrarlanmıştır. Tekrarlanan test sonuçlarına göre ROE, F ve SK değişkenlerinin t istatistiklerinin birinci farkları alındığında %1 anlamlılık düzeyinde durağan oldukları tespit edilmiştir.

Tablo 2: Zivot-Andrews (1992) Birim Kök Test Sonuçları

	<i>Model A: Düzye Kırılmalı</i>		<i>Model C: Düzye ve Trendde Kırılmalı</i>	
	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Kırılma Dönemi</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Kırılma Dönemi</i>
ROA	-5.536***	2012q4	-5.593***	2014q3
ROE	-4.425	2018q1	-5.043	2016q3
ROS	-5.187**	2015q3	-5.318**	2015q3
F	-4.008	2018q1	-4.191	2017q2
SK	-0.519	2018q1	-2.166	2017q1
dROE	-7.031***	2016q4	-7.060***	2017q1
dF	-5.822***	2017q2	-6.051***	2012q4
dSK	-7.334***	2017q4	-6.906***	2016q4

Tablo kritik değerleri:
Model A için %1***: -5,34; %5**: -4,80; %10*: -4,58
Model C için %1***: -5,57; %5**: -5,08; %10*: -4,82

III.II. Maki Eşbütünleşme Testi

Seriler arasındaki uzun dönemli ilişkinin incelenirken serilerin birinci farkları alındığında durağan olmaları durumunda maki eşbütünleşme testi uygulanabilmektedir. Analize dahil edilen üç model için maki eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3: Maki Eşbütünleşme Test Sonuçları

	<i>Model</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>%1 için Kritik Değer</i>	<i>Sonuç</i>	<i>Kırılma Dönemleri</i>
ROE – SK	Model 0	-5.8698374	-5.776	Eşbütünleşme var.	2013q1-2014q4 2016q2-2018q1
	Model 1	-5.7189297	-5.524	Eşbütünleşme var.	2011q1
	Model 2	-6.4828108	-5.457	Eşbütünleşme var.	2011q1
	Model 3	-6.8453174	-6.620	Eşbütünleşme var.	2013q2-2016q1
ROE – F	Model 0	-6.0769584	-5.776	Eşbütünleşme var.	2013q1-2014q4 2016q2-2018q1
	Model 1	-6.4248292	-5.708	Eşbütünleşme var.	2011q2-28
	Model 2	-6.5720685	-6.251	Eşbütünleşme var.	2013q2-2016q2 2018q1
	Model 3	-8.6743693	-7.553	Eşbütünleşme var.	2011q3-2014q1 2014q4-2017q1

Test sonuçlarının yorumlanabilmesi için test istatistikleri ile kritik değerler karşılaştırılması gerekmektedir. Test istatistiklerinin mutlak değer olarak kritik değerlerden büyük olması nedeniyle, sonuçların %1 düzeyinde anlamlı oldukları, başka bir ifade ile H_0 hipotezinin reddedilerek, yapısal kırılmalar altında eşbütünleşme olduğunu ifade eden H_1 hipotezinin kabul edilmesi gerekmektedir. Başka bir ifade ile söz konusu seriler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu görülmektedir.

III.III. Uzun Dönem Katsayı Tahmini

Değişkenler arasındaki tespit edilen uzun dönemli ilişkinin katsayısı, Dinamik En Küçük Kareler (DOLS) yöntemi ile tahmin edilmiştir. Tablo 3'te yer alan katsayılar incelendiğinde katsayıların %1 düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir. Buna göre SK ve F değişkenleri ile ROE arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. SK ve F değişkenleri %1 arttığında, ROE değişkeni %0,03 ve %0,01 azalmaktadır. Böylelikle uzun dönemde sepet kurun ve faiz oranının özsermaye karlılığını negatif yönlü şekilde etkilediği kanıtlanmaktadır.

Tablo 4: Dinamik En Küçük Kareler (DOLS) Sonuçları

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Katsayı	Olasılık
ROE	SK	- 0.034210	0.060***
ROE	F	- 0.011965	0.003***

Not: *** %1 anlamlılık düzeyinde katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Turizm sektörü, içinde bulunduğumuz yüzyılda yaşadığı dönüşüm ve gelişim ile ülke ekonomilerinde önemli bir yere sahip olmuştur. Pek çok gelişmekte olan ülkenin cari açık pozisyonlarının kapatılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu anlamda turizm sektörünü etkileyecek temel sistematik risk unsurlarının söz konusu sektörde faaliyet göstermekte olan firmaların karlılıkları üzerindeki etkisinin tespiti, gerek orta ve uzun vadeli turizm planlaması gerekse turizmin sürdürülebilirliği için önem arz etmektedir. Bu çalışmada bahse konu etkinin ampirik bulgular ile ortaya konulması amaçlanmıştır olup; veri kısıtı nedeniyle BIST'e kote olmuş şirket örneklemi kullanılmıştır.

İki temel sistematik risk unsuru olan faiz oranı ve döviz kuru, 2010-2019 döneminde Türkiye ekonomisinde artış trendi içerisinde olmuştur. Artan döviz kuru ve faiz oranı ise firmalar için yarattığı belirsizlik ortamı nedeniyle sistematik riski artırma eğiliminde olmuştur. Her ne kadar artan riskin firmalar için karlılığı düşürücü bir etki yaratacağı beklense de literatürde yer alan ampirik bulgular faiz oranı ve döviz kurundaki artışın kimi zaman karlılığı pozitif yönde etkilediğini de ortaya koymaktadır. Artan döviz kurunun olumlu kur farkı ile turizm gelirlerinde artış sağlayarak ve artan faiz oranlarının firmaların esas faaliyet konuları dışında diğer olağan faaliyet geliri unsuru olarak elde edeceği faiz gelirlerinde artış sağlayarak karlılık üzerinde pozitif etki yaratması söz konusu olabilecektir. Öte taraftan artan döviz kurunun firmaların döviz pozisyonlarında döviz varlıklarının döviz borçlarından az olmasından kaynaklı olarak olumsuz kur farkına neden olması ve artan faiz oranlarının borçlanma maliyetlerini artırması ile negatif etki yaratması da mümkündür.

Bu çalışmada döviz kuru ve faiz oranı değişkenlerinin firmaların özsermaye karlılıkları üzerindeki uzun dönemli etkisi Maki Eşbütünleşme testi ile incelenmiş, DOLS tahmincisi ile etkinin yönü ve katsayısı tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular BIST'e kote turizm firmalarının karlılıkları üzerinde her iki sistematik risk unsurunun da negatif etkisi olduğunu göstermektedir. Çalışmada elde edilen bulgular; Shapiro, 1975; Zeitun vd. 2007; Mutluay-Turaboğlu, 2013; Agiomirgianakis vd. 2013; Coşkun-Topaloğlu, 2016; Akalin-Uzgören, 2016; Bayar-Ceylan, 2017; Pacini vd. 2017; Odusanya vd. 2018'nin bulguları ile örtüşmektedir. Türkiye'de artan döviz kuru ve faiz oranı

borsaya kote olmuş turizm firmalarının karlılıklarını negatif yönde etkilemektedir. Bu etkinin altında yatan sebepleri firmaların bilanço ve gelir tablosu verileri ile kısmen değerlendirmek mümkündür. 2010-2019 döneminde firmaların ortalama finansal kaldıraç oranları %50'nin hemen üzerinde seyretmiştir. Bu durum firmaların toplam kaynak yapılarındaki borcun ağırlığını göstermektedir. Dolayısıyla borçlanma yoluyla elde edilen kaynak yeni yatırımların finansmanında büyük önem arz etmektedir. Ancak artan faiz oranları ile borçlanma maliyetlerindeki artış faiz giderlerinin faiz gelirlerini aşması ile karlılıklarını düşürücü bir etki yapmıştır. Bununla birlikte ortalama maddi duran varlıklarında artış olmadığı göze çarpmaktadır. Bu durum artan faiz oranının beklenen getiri oranını da yükseltmesi ile yeni yatırımların yapılmasından vazgeçilmesi sonucunu doğurmuş olup karlılığı azaltıcı etki yapmıştır. Döviz kurundaki değişimin karlılık üzerindeki olumsuz etkisi ise firmaların döviz yükümlülüklerinin döviz varlıklarını aşmasından kaynaklanmaktadır.

Bu çalışma turizm sektörüne ilişkin ampirik bulgulara dayanan genel bir değerlendirme yapmak amacıyla ele alınmış olsa da veri temini konusunda yaşanan sıkıntı nedeniyle sadece borsaya kote olmuş 6 firmadan oluşan bir örneklem ile analizler gerçekleştirilmiştir. Bu durum, çalışmanın önemli bir kısıtı olmuştur. Bununla birlikte firmaların maruz kaldıkları döviz kuru riskinden korunmak amaçlı yaptıkları hedging işlemlerine ilişkin firma düzeyinde bir verinin mevcut olmaması bu çalışmanın önemli bir diğer kısıtını oluşturmaktadır. Firmaların yaptıkları hedging işlemleri firma için döviz kuru ve faiz oranı riskini azaltarak karlılıklarını olumlu yönde etkileyecek işlemlerdir. Döviz kuru ve faiz oranının karlılık üzerindeki etkisini sorgulamayı amaçlayan gelecek çalışmalarda büyüklük, satış hacmi gibi faktörler kullanılarak interaktif değişkenler türetilmek suretiyle söz konusu ilişkide bu faktörlerin etkisinin incelenmesi ayrıca ele alınan değişkenler arasındaki gecikmeli etkinin incelenmesi mümkündür.

KAYNAKÇA

- Agiormirgianakis G. M., Magoutas A. I. & Sfakianakis G. (2013). Determinants of Profitability in the Greek Tourism Sector Revisited: The Impact of the Economic Crisis, *Journal of Tourism and Hospitality Management*, 1(1), 12-17.
- Aissa, S. B. & Goaid, M. (2016). Determinants of Tunisian hotel profitability: The role of managerial efficiency. *Tourism Management*, 52, 478-487.
- Akalin, G. & Uzgören, E. (2016). Reel Döviz Kuru Hareketlerinin Firma Performansına Etkisi: Türk Firmaları Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(1), 449- 469.
- Albayrak, A. S. & Akbulut, R. (2008). Karlılığı etkileyen faktörler: İMKB sanayi ve hizmet sektörlerinde işlem gören işletmeler Üzerine bir inceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 4(7), 55-83.
- Alibabae G. & Khanmohammadi M. H. (2016). Economic Variables and Performance of the Company, *International Business Management*, 10(19), 4561-4566.
- Asterio, D. & Hall, S., *Applied Econometrics* (2), Palgrave Macmillan, New York, 2011.
- Barbosa, N. & Louri, H., 2005. Corporate Performance: Does Ownership Matter? A Comparison of Foreign- and Domestic-Owned Firms in Greece and Portugal, *Review of Industrial Organization*, 27, 73-102.
- Bayar Y. & Ceylan I. E. (2017). Impact Of Macroeconomic Uncertainty On Firm Profitability: A Case Of Bıst Non-Metallic Mineral Products Sector. *Journal of Business Economics and Finance*, 6(4), 318-327.
- Coşkun N. & Topaloğlu E. E. (2016). Makroekonomik Faktörlerin Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul Firmaları Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, *Sosyal Bilimler Metinleri*, 2016 Aralık ICOMEP Özel Sayısı, 68-82.
- Dinçer M., Z. Dinçer, İstanbul F. & Ustaoglu M. (2015). Reel Effective Exchange Rate Volatilities Impact On Tourism Sector In Turkey: An Empirical Analysis Of 2003-2014, *Procedia Economics and Finance*, 23, 1000-1008.
- Dimitrić, M., Žiković, T. & Blečić, A. A. (2019). Profitability determinants of hotel companies in selected Mediterranean countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32:1, 1977-1993, DOI: 10.1080/1331677X.2019.1642785
- Ecer F. & Günay F. (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 25(1), 35-48.

- Erdoğan M. (2018). Turizm İşletmelerinin Finansal Performanslarını Etkileyen Firmaya Özgü, Sektörel Ve Makroekonomik Belirleyiciler, *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15 (41), 101-127.
- Eriotis, N. P. & Neokosmides, Z. V. (2002). Profit Margin and Capital Structure: An Empirical Relationship, *The Journal of Applied Business Research*, 18 (2): 85-88.
- Forbes, K.J. (2002). How Do Large Depreciations Affect Firm Performance?. *NBER Working Paper No. 9095*.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2008). Profits and Capital Structure, University of Minnesota *Working Paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1104886&download=yes Erişim Tarihi: 15.10.2019.
- Hall, M. & Weiss, L. (1967). Firm Size and Profitability, *The Review of Economics and Statistics*, 49 (3):319-331.
- Issah M. & Antwi S. (2017). Role Of Macroeconomic Variables On Firms' Performance: Evidence From The UK, *Cogent Economics & Finance*, (5), 1-18.
- Karadeniz E. & İskenderoğlu Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Karlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 65-75.
- Kıymaz, H. (2003). Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Emerging Market Application. *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 71-84.
- Magoutas, A., Papadoudis, G., & Sfakianakis, G. (2016). The financial performance of Greek hotels before and during the crisis. *Hospitality & Tourism Management*, 1(2), 11-14.
- Maki, D. (2012). Tests for Cointegration Allowing for an Unknown Number of Breaks, *Economic Modelling*, 29, 2011-2015.
- Mesquita, J. M. C. & Lara, J. E. (2003). Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case, *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July, 11-13.
- Mutluay A. H. & Turaboğlu T.T. (2013). Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkileri: Türkiye Örneği, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 7(1), 59-78.
- Nunes, P.J.M., Serrasqueiro, Z.M. & Sequeira, T.N. (2009). Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach. *The Service Industries Journal*, 29, 693-707.
- Nydahl, S. (1999). Exchange Rate Exposure, Foreign Involvement, and Currency Hedging of Firms: Some Swedish Evidence. *European Financial Management*, 5, 241-257.
- Oduşanya I. A., Yinusa O. G. & Ilo B. M. (2018). Determinants of Firm Profitability in Nigeria: Evidence from Dynamic Panel Models. *Journal of Economics and Business*, 68 (1), 43-58.
- Pacini K. Mayer P., Attar S. & Azam Jean (2017). Macroeconomic Factors And Firm Performance in The United Kingdom, *Journal Of Smart Economic Growth*, 2(3), 1-11.
- Papadogonas, T., 2007. "The financial performance of large and small firms: evidence from Greece", *International Journal of Financial Services Management*, Vol. 2, No. 1/2, 14-20.
- Parasız İ. & Ekren N. (2016). Uluslararası Finans ve Küresel Finans Krizi, Ezgi Kitabevi, Ankara.
- Poyraz E. (2011). Sistemik Riskin Konaklama İşletmelerinin Karlılık Oranları Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi (Marmaris Altınyunus Turistik Tesisleri A.Ş. Örneği), *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26 (2), 67-75.
- Sainaghi R., Philipps P. & Zavarrone E. (2017). Performance measurement in tourism firms: A content analytical meta-approach, *Tourism Management*, 59, 36-56.
- Shapiro, M. C. (1975). Exchange Rate Changes, Inflation and the Value of the Multinational Corporation. *Journal of Finance* 30, 485-502.
- Simon, L. J. (1962). Size, Strength and Profit, *Proceedings of the Casualty Actuarial Society Casualty Actuarial Society -Arlington, Virginia*, XLIX: 41-48.
- Stock, J., & Watson, M. (1993). A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems. *Econometrica*, 61(4), 783-820. doi:10.2307/2951763.
- Whittington, G. (1980). The Profitability and Size of United Kingdom Companies, 1960-74. *The Journal of Industrial Economics*, 28 (4): 335-352.
- Zeitun, R., Tian, G. G. & Keen, S. (2007). Macroeconomic determinants of corporate performance and failure: evidence from an emerging market the case of Jordan. *Corporate Ownership and Control*, 5 (1), 179-194.
- Zivot, E. & Andrews, D. W. K. (1992). Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3), 251-270.