

## Halka Açık Konaklama Şirketlerinin Finansal Yapılarının Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma

**Selda KAHİLOĞULLARI**

*Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü [seldakhl@mersin.edu.tr](mailto:seldakhl@mersin.edu.tr)*

**Erdoğan KARADENİZ**

*Sorumlu Yazar, Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü,  
[ekaradeniz@mersin.edu.tr](mailto:ekaradeniz@mersin.edu.tr)*

### Öz

Bu çalışmanın amacı hisseleri Avrupa ve Türkiye borsalarında işlem gören konaklama şirketlerinin finansman yapılarının oran analizi yöntemiyle belirlenmesidir. Bu bağlamda Avrupa'daki borsalarda işlem gören 51 ve Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören 12 konaklama şirketinin 2011-2012-2013 yıllarına ait finansal durum tablolarından faydalanılarak 10 adet finansal yapı oranı hesaplanmıştır. Gerçekleştirilen analizler sonucunda Türkiye'deki konaklama şirketlerinin ağırlıklı olarak öz kaynak ile finansmanı, buna karşın Avrupa'daki konaklama şirketlerinin yabancı kaynak ile finansmanı tercih ettikleri belirlenmiştir. Yabancı kaynağın vade yapısı incelendiğinde, Avrupa şirketleri uzun vadeli yabancı kaynak kullanımını tercih ederken Türk şirketlerinin kısa vadeli yabancı kaynağa ağırlık verdiği saptanmıştır. Son olarak Avrupa'daki şirketlerin finansal kiralamaı kullandıkları ancak Türk şirketlerinin finansal kiralamaı tercih etmedikleri belirlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Konaklama Şirketi, Finansal Yapı, Oran Analizi, Avrupa Borsaları, Borsa İstanbul.

**JEL Sınıflandırma Kodları:** G32, F39, N20.

### Financial Structure Analysis of Publicly Held Lodging Companies: An International Comparison

#### Abstract

The aim of this study is to analyze financial structure and preference of lodging companies that issues traded in European and Turkish stock markets by using ratio analysis technique. In this context, statements of financial positions of 51 lodging companies from European stock markets and 12 lodging companies from Borsa İstanbul used and calculated 10 financial structure ratios for each company between 2011-2012-2013 years. In the results of ratio analysis, it is determined that Turkish lodging companies use mainly equity while European lodging companies prefer liabilities and debt to finance their activities. In respect to maturity of liabilities it is determined that European lodging companies prefer long term debt while Turkish lodging companies use short term liabilities. Finally, it is determined that European lodging companies use leasing but no Turkish lodging companies to choose leasing.

**Keywords:** Lodging Company, Financial Structure, Ratio Analysis, European Stock Markets, Borsa İstanbul.

**JEL Classification Codes:** G32, F39, N20.

**Atıfta bulunmak için...|  
Cite this paper...|**

Karadeniz, E. & Kahiloğulları, S. (2015). Halka Açık Konaklama Şirketlerinin Finansal Yapılarının Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5(2), 531-548.

Geliş / Received: 03.03.2015

Kabul / Accepted: 06.05.2015

Çevrimiçi Erişim / Available Online: 12.05.2015

DOI: 10.18074/cnuibf.227

## 1. Giriş

Günümüz yoğun rekabet ortamında şirketlerin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde devam ettirmeleri ve finansal güçlerini koruyabilmeleri açısından finansman kararları büyük önem taşımaktadır. Şirketlerin faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duyacakları kaynakları zamanında ve en uygun maliyetle temin etmeleri gerekmektedir. Ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda bulunan çeşitli finansman kaynakları içinden şirketlerin varlık, vade, karlılık ve risk yapılarına uygun olanı seçmenin yanı sıra elde etme maliyetlerinin de uygunluğunun göz önünde bulundurulması önem taşımaktadır.

Finans teorisi incelendiğinde şirketlerin kullandıkları finansal kaynakların sınıflandırılmasında farklı ölçütlerin göz önünde bulundurulduğu görülmektedir. Bunlardan ilki vadesine göre ikincisi ise sahiplik şekline göre yapılan sınıflandırmadır (Brigham ve Houston, 2009). Vadesine göre finansal kaynaklar kısa ve uzun vadeli olarak, sahiplik açısından ise yabancı ve öz kaynaklar olarak sınıflandırılmaktadır. Şirketlerin finansal tablolarına bakıldığında kullanılan finansman kaynaklarının sahiplik yapısı ve vadenin bir arada dikkate alınarak sınıflandırma yapıldığı ve bu bağlamda kısa vadeli yabancı kaynak, uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak olarak üç başlık altında raporlandığı görülmektedir. Şirketlerin ihtiyaç duydukları fonları belirli bir süre sonra geri ödemek şartıyla farklı kurum ve kişilerden sağlamlarına yabancı kaynakla finansman adı verilmektedir (Fabozzi ve Peterson, 2003). Yabancı kaynakların sınıflandırılmasında vade yapısı dikkate alınarak vadesi bir yıl içerisinde gelecek olan borçlar kısa vadeli yabancı kaynak, bir yıldan daha uzun vadeli olanlar ise uzun vadeli yabancı kaynak olarak sınıflandırılmaktadır. Şirketlerin kuruluş ya da sermaye artırımını dönemlerinde sahip veya ortakları tarafından konulan sermaye ise öz kaynakları ifade etmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010).

Turizm şirketleri, talebin sürekli değiştiği buna karşın sabit sermaye yatırımlarının genel olarak yüksek gerçekleştiği, risk ve belirsizliğin her zaman mevcut olduğu, operasyonel maliyetlerin kontrolünün her geçen gün zorlaştığı, kar marjlarının düşük olduğu ve döviz kuru riskinin yüksek olduğu bir sektörde faaliyet göstermektedirler (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2008; Karadeniz vd., 2014). Bu sebeplerle turizm şirketleri, kaynak ve varlık yapılarını dengeleyememelerinin yanı sıra sistematik ve sistematik olmayan risk unsurlarından etkilenmeleri sebebiyle kısa ve uzun dönemde vadesi gelecek borçlarının ödenmesi konusunda finansal sorunlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu koşullar altında turizm şirketlerinin başarılı olabilmelerinin yolu en uygun finansman yapısını belirleyerek firma değerinin maksimize edilmesinden geçmektedir. Bu bağlamda turizm şirketlerinin optimal finansman yapısını oluşturmaları için varlık ve kaynak yapısı bileşimlerini dengelemeleri gerekmektedir.

Bu bağlamda çalışmanın temel amacı Türkiye’de (Borsa İstanbul) ve Avrupa ülkelerindeki hisse senedi piyasalarında işlem gören turizm şirketlerinin

finansman yapılarının karşılaştırmalı olarak incelenmesidir. Bu bağlamda çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde konuyla ilgili daha önce gerçekleştirilmiş araştırmalar sunulmuştur. Üçüncü bölümde veri ve yöntem ile ilgili bilgiler yer almaktadır. Dördüncü bölümde analiz neticesinde elde edilen bulgular tartışılmıştır. Sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılmış ve öneriler sunulmaya çalışılmıştır.

## 2. Literatür

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde turizm sektörü dışındaki sektörlere yönelik genel olarak finansal yapı veya sermaye yapısı tercihleri ile finansal performans arasındaki ilişkiyi farklı zaman dilimleri içerisinde inceleyen çalışmaların gerçekleştirildiği görülmektedir. Antzoulatos, Apergis ve Tsoumas (2011), finansal yapının, sektörlerin performansı üzerinde uzun vadede etkili olduğunu belirlemişlerdir. Salameh, Al-Zubi ve Al-Zubi (2012), gelişmekte olan ülkelerde aktif karlılığı ile kaldıraç arasında negatif bir ilişkinin olduğunu belirlemişlerdir. Rioja ve Valev (2012), 1976-2000 yıllarına ait finansal verilerine ulaşılabilen 62 ülkenin ekonomik büyüme ve finansal yapısı arasında ilişki olduğunu saptamışlardır. Swain ve Patnaik (2013), Hindistan'daki şirketlerin performanslarının bire bir finansal yapıyla ilişkili olduğunu belirlemişlerdir.

Yukarıda ifade edilmeye çalışılan çalışmalar dışında konuyla ilgili olarak turizm sektörü dışındaki sektörlere yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmalar incelendiğinde farklı sektörlerde finansman tercihlerinin nedenleri veya finansman tercihlerinin belirleyicileri üzerine araştırmalarında gerçekleştirildiği belirlenmiştir. Aras ve Müslümov (2002), Türkiye'de KOBİ'lerin fon ihtiyaçlarını yüksek maliyetli olmasına rağmen daha çok para piyasalarından karşıladıklarını buna karşın alternatif finansman yöntemlerinden yararlanma düzeylerinin düşük olduğunu belirlemişlerdir. Bilgin, Karabulut, ve Ongan (2002), Şubat 2001 krizinde, İstanbul'daki ticaret şirketlerinin faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak finansman yapıları içerisinde banka kredisi kullanım düzeylerinin azaldığını saptamışlardır. Küçüközmen ve Oğuz (2008), Konya Sanayi Odası'na kayıtlı 73 KOBİ'nin ağırlıklı olarak özkaynak yoluyla finansmanı tercih ettiklerini saptamışlardır. Değirmen ve Gündoğdu (2010), Türkiye'de 1997-2008 yıllarında İMKB'de işlem gören 86 ihracat şirketinde finansman kaynağı olarak sırasıyla kısa vadeli banka kredileri, uzun vadeli banka kredileri ve son olarak hisse senedi ihraç etmeyi tercih ettiklerini belirlemişlerdir. Gençtürk, Dalğar ve Yılmaz (2011), İMKB'de 1992-2009 yılları arasında işlem gören şirketlerin finansman tercihlerinin kriz dönemlerinde farklılaştığı ve ağırlıklı olarak yabancı kaynak kullandıklarını belirlemişlerdir. Yabancı kaynakların vade tercihi olarak da şirketlerin daha çok uzun vadeli yabancı kaynakları tercih ettikleri saptanmıştır.

Konuyla ilgili turizm sektörüne yönelik literatür incelendiğinde ise turizm şirketlerinin finansman tercihleri ve bu tercihleri etkileyen unsurlar incelenmekle

beraber finansman veya sermaye yapısı kararlarının finansal performansa olan etkilerinin araştırıldığı görülmektedir. Dalbor ve Upneja (2004), 171 turizm şirketinin 1981-2000 yıllarına ait finansal verileri üzerinde gerçekleştirdikleri analiz sonucunda söz konusu şirketlerin büyüme fırsatlarının artmasının, uzun vadeli yabancı kaynak kullanımını da arttırdığını belirlemişlerdir. Met (2006), otel ve restoranların makine ve teçhizat alımlarında vadenin kısa olması sebebiyle kredili alımların tercih edilmediğini saptamıştır. Karadeniz (2008), turizm şirketlerinin öncelikli olarak öz kaynak ile finansmanı, yabancı kaynak tercihlerinde ise ilk sırada uzun vadeli yabancı kaynak ikinci olarak kısa vadeli yabancı kaynağı tercih ettiklerini belirlemiştir. Poyraz (2008), Akdeniz bölgesinde yer alan 275 otel üzerinde gerçekleştirdiği çalışma sonucunda otellerin öncelikli olarak özkaynak yoluyla finansmanı daha sonra sırasıyla banka kredisi, kısa vadeli krediler ve makine teçhizat kredilerini tercih ettiklerini belirlemiştir. Küçükaltan ve Eskin (2008), 2006-2007 yıllarında turizm şirketlerinin kalkınma bankası kredilerinden yararlanma düzeyinin düşük olduğu, otellerin ise bankalardan uzun vadeli finansman kullanımında yararlandıklarını belirlemişlerdir. Bichon (2009), Avrupa’da faaliyet gösteren otellerin kredi taleplerinin incelemesinde performans, imaj ve varlık yapılarına dikkat edildiğini belirlemiştir. Küçükaltan ve Açıkgöz (2011), İMKB’de işlem gören turizm şirketlerinin 2005-2009 yılları arasında ağırlıklı olarak yabancı kaynak kullanımına yöneldikleri ve özkaynak seviyelerini belirli bir noktada tuttuklarını saptamışlardır. Karadeniz vd. (2012), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın yayımladığı Oteller ve Lokantalar Sektör Bilançoları üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmada 1990 ve 2009 yılları arasında sektörün kaynak yapısında yabancı kaynak özkaynak kullanımının dengeli olduğunu belirlemişlerdir. Çalışmada ayrıca yabancı kaynakların vade açısından daha çok uzun vadeli olduğu ve varlıkların finansmanında devamlı sermayeye ağırlık verildiğini saptanmıştır. Sanjeev, Gupta ve Bandyopadhyay (2012), hizmet sektöründe alanında önde gelen uzman 10 yönetici ile yapılan görüşmeler sonucunda otellerin finansal pazarlara girmesinin, ticari borç kullanımının kolaylaştırılmasının, alternatif finansman kaynaklarına ve finansal inovasyona yönelmenin önemli olduğu belirtilmiştir. Singh (2013), S&P’de işlem gören 233 restoran ve perakende şirketi için leasing ve borç kullanımının birbirinin ikamesi olduğu ayrıca leasing ve borç kullanımı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu saptamıştır. Civan ve Cenger (2013), halka açık turizm şirketlerinde 2009-2012 yılları arasında finansman yapısı ve karlılık arasında direkt bir ilişkinin olmadığını belirlemişlerdir. Met, Özdemir ve Erdem (2013), büyük konaklama şirketlerinde yenileme yatırımlarının finansmanında sırasıyla uzun vadeli banka kredileri, kısa vadeli banka kredileri, finansal kiralama ve oto finansmanın tercih edildiğini belirlemişlerdir. Fritsch ve Ivy (2014), finansal piyasalardaki yatırımcıların ve sigorta şirketlerinin, otellere finansör olma konusunda daha istekli oldukları fakat daha yüksek getiri beklediklerini belirlemişlerdir. Serrasqueiro ve Nunes (2014), Portekiz’deki KOBİ statüsündeki otellerin finansman sürecinde öncelikle içsel fonları daha sonra yabancı kaynakları ve son olarak öz kaynakları tercih ettiklerini

saptamışlardır. Avrupa Birliği Komisyonu Sektör Raporu'nda (2014), turizm şirketlerine yatırım aşamasında otofinansman yoluyla daha sonra yabancı kaynak kullanımı ve halka açılma yoluyla finansman yoluna gidebilecekleri konusunda tavsiyede bulunulmuştur. İşletme aşamasında ise finansal kurumlar, risk sermayesi, iş melekleri ve kitle fonlama kaynaklarından faydalanabilecekleri, halka açık olanlardan ise KOBİ destek programlarına başvurabilecekleri belirtilmiştir.

### 3. Veri ve Yöntem

Araştırmanın amacı doğrultusunda Türkiye'de Borsa İstanbul ve Avrupa'da bulunan 10 ülke borsasında işlem gören ve konaklama sektöründe faaliyet gösteren turizm şirketlerinin 2011, 2012 ve 2013 yıllarına ait finansal durum tablolarından faydalanılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören 14 turizm şirketinin 12'si konaklama sektöründe faaliyet göstermesi sebebiyle kalan iki şirket analize dahil edilmemiştir. Avrupa'da ise 10 ülke (Almanya, Avusturya, Danimarka, Fransa, İngiltere, İrlanda, İsviçre, İsveç, İtalya, Yunanistan) borsalarında işlem gören 57 konaklama şirketi işlem görmektedir. Avrupa borsalarında işlem gören fakat verilerinin eksikliği sebebiyle analiz dışında bırakılan 6 şirket bulunmaktadır. Dolayısıyla Avrupa borsalarında işlem gören 51 şirket analize dahil edilmiştir. Toplam olarak da 63 şirketin 2011-2012-2013 yıllarına ait 10 adet finansal yapı oranı hesaplanmıştır. Finansal yapı analizinde şirketlerin kaynak yapısı hakkında daha geniş bilgi sağladığı düşünülen oran analizinden faydalanılmıştır. Finansal tablolarda yer alan iki kalem arasındaki ilişkinin matematiksel olarak ifadesine oran veya rasyo denilmektedir (Langemeier, 2004). Bu bakımdan oran analizi, finansal tablolarda yer alan finansal kalemlerin kullanılmasıyla şirket hakkında daha detaylı bilgi edinilmesine imkân tanımaktadır.

Analize dahil edilen Avrupa'daki konaklama şirket verilerine Bloomberg Businessweek internet sitesinden, halka açık Türk konaklama şirketlerinin verilerine ise yine Bloomberg Businessweek internet sitesinden ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) ulaşılmıştır. Toplam 63 şirketin finansal durum tablolarının pasif bölümü çalışmanın amaçları doğrultusunda incelenmiştir. Söz konusu şirketler Türkiye ve Avrupa olmak üzere iki grupta incelenmiştir. Tablo 1'de analize dahil edilen şirketler ve işlem gördükleri borsalar yer almaktadır.

**Tablo 1: Analize Dahil Edilen Konaklama Şirketleri**

<b>Analize Dahil Konaklama Şirketleri</b>	<b>Borsa (Ülke)</b>
Aalborg Boldspilklub A/S, Aarhus Elite A/S, Tivoli A/S	Copenhagen (Danimarka)
Bergbahnen Engelb. Trueb-Reg	SIX Swiss Ex (İsviçre)
Bernard Loiseau Sa, Groupe Partouche, Casino Municipal De Cannes, Societe Francaise De Casinos, Homair Vacances, Pierre & Vacances, Les Hotels Baverez, Les Hotels De Paris, Club Mediterranee Sa, Euro Disney Sca – Regr, Accor Sa	Paris (Fransa)
Intercontinental Hotels Grou, Best Of The Best Plc, Easyhotel Plc, Fuller Smith & Turner -"A", Greene King Plc, Heavitree Brewery Plc, Wetherspoon (J.D.) Plc, Marston's Plc, Marwyn Management Partners P, Merlin Entertainme, Millennium & Cophthorne Hotel, Intercontinental Hotels Grou, Peel Hotels Plc, Red Leopard Holdings Plc, Pphe Hotel Group Ltd, Safestay Plc, Whitbread Plc, Young & Co's Brewery Plc – A, Bailey (C.H.) Plc, Minoan Group Plc, Snoozebox Holdings Plc	London (İngiltere)
Geke S.A., Ionian Hotel Ent., Lampsas Hotel Co	Athens (Yunanistan)
Nes Nordic Camping & Sports, Rasta Group Ab, Rezidor Hotel Group Ab, Skistar Ab	REZT: Stockholm (İsveç)
Warimpex Finanz- Und Beteili, Regenbogen Ag, Melia Hotels International, Nh Hotel Group Sa, Ifa Hotel & Touristik Ag	Frankfurt (Almanya)
I Grandi Viaggi Spa	Brsaltaliana (İtalya)
Dalata Hotel Group Plc	Dublin (İrlanda)
Do & Co Ag	Vienna (Avusturya)
Favori Dinlenme Yerleri A.Ş., Marmaris Altinyunus Turistik, Marti Otel İşletmeleri A.Ş., Metemtur Otelcilik ve Turizm, Net Holding A.Ş., Petrokent Turizm, Ulaşlar Turizm Yatırımları, Utopya Turizm İnşaat İşletme, Tek-Art, Altinyunus, Merit Tur, Kuş Tur	Borsa İstanbul (Türkiye)

Çalışmanın amaçları doğrultusunda kaynak yapısının analizinde finansal yapı oranları kullanılmıştır. Analizde her bir şirket ve yıl için 10 farklı oran hesaplanmıştır. Toplamda 63 şirket ve 2011, 2012 ve 2013 yılları için 1890 gözlem gerçekleştirilmiştir. Gözlem sonuçlarının sayısı dikkate alındığında sunum kolaylığı ve analiz sonuçlarının daha iyi anlaşılabilmesi için her bir oran ve yıl düzeyinde ortalamalar hesaplanmıştır. Analizde kullanılan finansal yapı oranları, hesaplanma yöntemi ve ne ifade ettikleri Tablo 2’de açıklanmıştır.

**Tablo 2: Finansal Yapı Oranları**

<b>Finansal Yapı Oranları</b>	<b>Hesaplanış Şekli</b>	<b>Kullanılış Amacı</b>
Kaldıraç Oranı	Yabancı Kaynak/Varlık Toplamı	İşletmenin varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ölçmek.
Toplam Yabancı Kaynakların Özkaynaklara Oranı	Toplam Yabancı Kaynak/Öz kaynak	İşletmenin borçları ile öz kaynak arasındaki ilişkiyi ölçerek finansal riski belirlemek.
Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Kaynak Toplamına Oranı	KVYK/Toplam Kaynak	İşletmenin kaynak toplamı içerisinde kısa vadeli borçlarının ağırlığını ölçmek.
Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Kaynak Toplamına Oranı	UVYK/Toplam Kaynak	İşletmenin aktiflerinin ne kadarlık kısmının uzun vadeli borçlarla finanse edildiğini ölçmek.
Ticari Borçların Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklara Oranı	Ticari Borç /KVYK	İşletmenin kısa vadeli borçlarının ne kadarlık kısmının ticari borç olduğunu ölçmek.
Finansal Borçların Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklara Oranı	Finansal Borç/UVYK	İşletmenin uzun vadeli yabancı kaynaklarının ne kadarlık kısmının finansal borç olduğunu ölçmek.
Finansal Kiralamanın Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklara Oranı	Finansal Kiralama/UVYK	İşletmenin uzun vadeli yabancı kaynaklarının ne kadarlık kısmının finansal kiralama olduğunu ölçmek.
Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı	UVYK/Yabancı Kaynak	Yabancı kaynakların ne kadarlık bölümünün uzun vadeli borçtan oluştuğunu ölçmek.
Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı	KVYK/Yabancı Kaynak	Yabancı kaynakların ne kadarlık bölümünün kısa vadeli borçtan oluştuğunu ölçmek.
Öz Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı	Öz kaynak/ Toplam kaynak	İşletmenin varlıklarının ne kadarını öz kaynak ile finanse ettiğini ölçmek.

**Kaynak:** (Andrew ve Schmidgall; 1993, Brealı ve diğ.; 1995, White, Sondhi ve Fried; 1997, Jagels ve Coltman; 2004, Önal, Karadeniz & Koşan , 2006, Ceylan ve Korkmaz; 2008).

#### **4. Bulgular**

Çalışmanın amaçları doğrultusunda gerçekleştirilen analizler sonucunda elde edilen bulgular aşağıda açıklanmıştır. Farklılıkların daha iyi görülmesi amacıyla

her bir orana ait ortalamalar Avrupa ve Türkiye karşılaştırmalı olarak tablolarda verilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Avrupa ve Türkiye'deki konaklama şirketlerinin kaldıraç oranlarının ortalamaları verilmektedir.

**Tablo 3: Kaldıraç Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,64	0,59	0,60
Türkiye Ortalaması	0,36	0,35	0,41

Yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki payını gösteren borçlanma oranına bakıldığında Avrupa'da hisseleri borsada işlem gören konaklama şirketlerinin oranlarının Türkiye ortalamalarından daha yüksek olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle Avrupa'daki konaklama şirketlerinin varlıklarının büyük bir bölümünü yabancı kaynak ile finanse ettiği gözlenmektedir. Sonuçlar incelendiğinde Türkiye'de hisseleri borsada işlem gören konaklama şirketleri daha güçlü bir özsermaye yapısına sahip gibi görünmekle birlikte yabancı kaynak yaratmak konusunda Avrupa'nın oldukça altında kalmaları Türkiye açısından sektörün rekabet gücünü etkileyen bir unsur olarak düşünülmektedir.

Aşağıdaki tabloda Avrupa ve Türkiye'deki konaklama şirketlerinin yabancı kaynak / öz kaynak oranlarının ortalamaları verilmektedir.

**Tablo 4: Toplam Yabancı Kaynak/ Öz Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	1,46	1,75	0,17
Türkiye Ortalaması	0,56	0,54	0,69

Tablo 4 incelendiğinde Avrupa'daki halka açık turizm şirketlerinin yabancı kaynak kullanım oranlarının ortalamasının Türkiye'nin iki katı daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum Avrupa'daki turizm şirketlerinin finansal kaldıraçtan yararlanma düzeylerinin Türkiye'den daha yüksek olduğunun göstergesidir. Ayrıca kaldıraç oranının yüksek gerçekleşmiş olması Avrupa'daki halka açık turizm şirketlerinin daha yüksek bir finansal risk düzeyiyle faaliyet gösterdiklerinin de bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

Aşağıdaki tabloda Avrupa ve Türkiye'deki konaklama şirketlerinin öz kaynak/toplam kaynak oranlarının ortalamaları verilmiştir.



**Tablo 5: Öz Kaynak/Toplam Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,36	0,41	0,40
Türkiye Ortalaması	0,64	0,65	0,59

Öz kaynakların toplam kaynaklar içindeki oranını gösteren analiz sonuçlarına bakıldığında Türkiye’de halka açık turizm şirketlerinin ağırlıklı olarak öz sermaye ile finanse edildiği görülmektedir. Analizin yapıldığı tarihlerde Avrupa’daki halka açık turizm şirketlerinin daha düşük maliyetli yabancı kaynak kullanımını tercih ettikleri söylenebilir. Sonuçlar ayrıca Türkiye’de turizm şirketlerinin yabancı kaynak yaratmak konusunda da sorunları olduğunu desteklemektedir.

Aşağıdaki tabloda Avrupa ve Türkiye’deki konaklama şirketlerinin uzun vadeli yabancı kaynak/toplam kaynak oranlarının ortalamaları verilmiştir.

**Tablo 6: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,38	0,36	0,37
Türkiye Ortalaması	0,18	0,19	0,24

Tablo 6 incelendiğinde Avrupa’daki turizm şirketlerinde uzun vadeli yabancı kaynak kullanımının Türkiye’deki turizm şirketlerinin yaklaşık iki katı olduğu gözlenmektedir. Ayrıca Avrupa’da oranın kabul gören standardının yani 1/6’nın üstünde gerçekleştiği dikkat çeken bir diğer unsurdur. Söz konusu oranın Avrupa için Türkiye ortalamasından yüksek gerçekleşmiş olması uzun vadeli yabancı kaynak yaratabilmek konusunda Avrupa şirketlerinin sorun yaşamadığını göstermektedir. Bu durum Avrupa’daki finansal sistemin daha çok sermaye piyasaları yönünde Türkiye’de ise para piyasaları yönünde gelişmesinin bir sonucu olarak değerlendirilebilir.

Tablo 7’ de Avrupa ve Türkiye’deki konaklama şirketlerinin kısa vadeli yabancı kaynak/toplam kaynak oranlarının ortalamalarına yer verilmektedir.

**Tablo 7: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,26	0,23	0,23
Türkiye Ortalaması	0,18	0,16	0,18

Kısa vadeli borç kullanımının toplam kaynaklar içerisindeki payına bakıldığında aradaki fark önceki oranlardaki kadar olmasa da Avrupa ortalamalarının bu alanda da daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Oranın kabul gören standart olan 1/3’nün

altında gerçekleştiği görülmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranının yüksek olduğu Avrupa’da bu oranın daha düşük bir noktada tutulmaya çalışılarak riskten kaçınıldığı düşünülmektedir. Kısa vadeli borç ortalamasının en yüksek gerçekleştiği yılın Avrupa şirketlerinde ve 2011 yılı olduğu belirlenmiştir. Türkiye şirketlerinin kısa vadeli yabancı kaynak kullanım ortalamalarının 2011 ve 2013 yıllarında aynı düzeyde olduğu gözlenmiştir.

Tablo 8’de ise Avrupa ve Türkiye’deki konaklama şirketlerinin kısa vadeli yabancı kaynak/toplam yabancı kaynak oranlarının ortalamaları yer almaktadır.

**Tablo 8: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Yabancı Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,45	0,43	0,43
Türkiye Ortalaması	0,56	0,53	0,56

Tablo 8 incelendiğinde kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının yabancı kaynaklar içindeki ağırlığında Türkiye ortalamasının daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir. Yıllar itibariyle kısa vadeli yabancı kaynak kullanımında Türkiye ile Avrupa şirketleri arasında ortalama %10 civarında bir fark olduğu gözlenmektedir. Bu durumun Türkiye’deki halka açık konaklama şirketlerinin uzun vadeli kaynak temininde sorunlarla karşılaştığını ve özellikle bankaların uzun vadeli borç vermek yerine kısa vadeli borç kullandırmayı tercih ettiklerinin bir göstergesi olarak düşünülebilir. Bu nedenle Türkiye’deki konaklama şirketleri ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredisi kullanmaktalar bu durum kısa vadeli yabancı kaynak oranının artmasına ve varlık/kaynak yapısında uyumsuzluğa neden olabilmektedir.

Aşağıdaki tabloda ise Avrupa ve Türkiye’deki konaklama şirketlerinin uzun vadeli yabancı kaynak/toplam yabancı kaynak oranlarının ortalamaları verilmiştir.

**Tablo 9: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/ Toplam Yabancı Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,55	0,57	0,57
Türkiye Ortalaması	0,44	0,47	0,44

Uzun vadeli yabancı kaynak kullanımının yabancı kaynak içindeki ağırlığını gösteren Tablo 9 incelendiğinde Avrupa’daki halka açık konaklama şirketlerinin yabancı kaynak içerisinde daha fazla uzun vadeli yabancı kaynaklara yer verdikleri gözlenmektedir. Bunun nedeni ise Avrupa’daki finansal piyasaların uzun vadeli finansman açısından daha fazla imkan sunması olarak düşünülmektedir.

Aşağıdaki Tablo 10’da ise Avrupa ve Türkiye’deki halka açık konaklama şirketlerinin ticari borç/kısa vadeli yabancı kaynak oranlarının ortalamaları verilmektedir.

**Tablo 10: Ticari Borç/Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,27	0,28	0,27
Türkiye Ortalaması	0,24	0,24	0,20

Tablo 10 incelendiğinde Avrupa’daki konaklama şirketlerinde ticari borç kullanım oranlarının ortalamasının her üç dönemde Türkiye ortalamasına yakın olsa da üstünde gerçekleştiği görülmektedir. Bu sonuç Avrupa’da halka açık konaklama şirketlerinin kısa vadeli borç kullanımında ticari borç kullanımının Türkiye’deki şirketlerden fazla olduğu yönünde yorumlanabilir.

Aşağıdaki tabloda Avrupa ve Türkiye’deki konaklama şirketlerinin finansal borç/uzun vadeli yabancı kaynak oranlarının ortalamaları verilmiştir.

**Tablo 11: Finansal Borç/Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,60	0,57	0,63
Türkiye Ortalaması	0,48	0,57	0,65

Finansal borçların uzun vadeli yabancı kaynaklar içerisindeki payını gösteren analiz sonuçlarında Türkiye ve Avrupa ortalamasının 2011 yılı dışında birbirine yakın olduğu gözlenmektedir. Bu durum Avrupa şirketlerin finansal borç bulma konusunda Türkiye’deki şirketlerle aynı imkânlarla sahip olduklarının bir göstergesi sayılabilir. Şirketlerin uzun vadeli finansal borç kullanımında daha çok banka kredilerini tercih ettikleri düşünüldüğünde sonuç normal olarak karşılanabilir.

Aşağıdaki tabloda ise Avrupa ve Türkiye’deki konaklama şirketlerinin finansal kiralama/uzun vadeli yabancı kaynak oranlarının ortalamaları verilmektedir.

**Tablo 12: Finansal Kiralama/Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı**

	2011	2012	2013
Avrupa Ortalaması	0,10	0,08	0,09
Türkiye Ortalaması	-----	-----	-----

Tablo 12 incelendiğinde halka açık Türk konaklama şirketlerinin finansal kaynak kullanımında finansal kiralama tercih etmedikleri görülmektedir. Özellikle

maddi duran varlıkların finansmanında daha düşük maliyetli bir kaynak olarak nitelendirilen finansal kiralamanın Türkiye'deki konaklama şirketleri tarafından kullanılmaması veya raporlanmaması bu alandaki bir eksik olarak görülmektedir. Bu eksikliğin temel nedenleri, Türkiye'deki konaklama işletmeleri yöneticilerinin finansal kiralamayla ilgili olarak bilgi eksikliğinin olması, sektörde finansal kiralama hizmeti veren kurumların konaklama işletmelerine yönelik özel hizmetler sunmaması olabilir.

## 5. Sonuç

Küresel ve ulusal düzeyde yoğun rekabetin yaşandığı bir ortamda şirketlerin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde devam ettirmeleri ve finansal güçlerini koruyabilmeleri açısından finansman kararları önem taşımaktadır. Turizm şirketleri, talebin sürekli değiştiği buna karşın sabit sermaye yatırımlarının genel olarak yüksek gerçekleştiği, risk ve belirsizliğin her zaman mevcut olduğu, operasyonel maliyetlerin kontrolünün her geçen gün zorlaştığı, kar marjlarının düşük olduğu ve döviz kuru riskinin yüksek olduğu bir sektörde faaliyet göstermektedirler. Finansman kaynaklarının çeşitliliği ve maliyetleri şirketlerin performanslarını etkileyen önemli göstergeler olabilmektedir. Sabit yatırım maliyetleri ile işletme sermayesi ihtiyacının yüksek tutarlarda gerçekleştiği turizm sektöründe bu konu daha da önemli hale gelmektedir.

Bu çalışmada hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören 12 ve 10 Avrupa ülke borsalarında işlem gören 51 konaklama şirketinin finansman yapısı ve finansman tercihlerinin ortaya konması amaçlanmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda turizm şirketlerinin 2011-2012-2013 yıllarına ait finansal verileri Bloomberg Businessweek ve KAP'tan alınmış ve amaca uygun şekilde düzenlenmiştir. Borsa İstanbul'da ve Avrupa Borsalarında işlem gören halka açık konaklama şirketlerinin finansal kaynak yapısının kompozisyonu, finansman kaynaklarının türleri, vadeleri ve yıllar içerisindeki değişimleri finansal yapı oranları kullanılarak ortaya konmaya çalışılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda hisseleri Avrupa borsalarında işlem gören konaklama şirketlerinin toplam kaynaklar içerisinde daha düşük maliyetli olarak kabul edilen yabancı kaynak kullanımına ağırlık verdikleri belirlenmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketlerinin ise %60 düzeyinde öz kaynak ile finanse edildiği gözlenmiştir. Türkiye'deki turizm şirketlerinin daha çok öz kaynak ile finansmanı tercih etme nedenlerinin yabancı kaynak yaratma konusundaki sıkıntılar ve bilgi eksikliğinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Söz konusu sorunun halka açılma payının yükseltilmesi, melek finansman, finansal kiralama, barter, vb. yöntemlerle kaynak çeşitliliğinin artırılması yoluna gidilerek düzeltilebileceği düşünülmektedir. Toplam kaynaklar içinde yabancı kaynak ve özkaynak kullanımını gösteren analiz sonuçları, Karadeniz (2008) çalışmasıyla öz kaynak kullanımını bağlamında paralellik gösterirken yabancı kaynak tercihi açısından durumun farklılaştığı gözlenmektedir. Çalışma sonuçlarının ayrıca

Küçükaltan ve Açıkgöz'ün (2011) sonuçlarından farklı olduğu ve hisseleri borsada işlem gören konaklama şirketlerinin yabancı kaynak kullanımından öz kaynak kullanımına yöneldiği saptanmıştır. Söz konusu durumun çalışmanın kriz dönemlerinde yapılmış olmasından hareketle yabancı kaynak maliyetlerinin daha düşük olmasından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. Kaldıraç oranlarına bakıldığında Avrupa'daki konaklama şirketlerinin Türkiye'ye oranla daha fazla yabancı kaynak kullandığı ve daha yüksek finansal kaldıraçla faaliyet gösterdikleri belirlenmiştir. Bu durum öz sermaye karlılığını arttırmasına karşın yüksek risk düzeyi ile faaliyet göstermelerine neden olabilmektedir. Ayrıca Avrupa'da uzun vadeli yabancı kaynaklara ulaşımının daha kolay olduğu ve kaynak çeşitliliği bakımından finansal ve sermaye piyasalarının Türkiye'den daha geniş olmasının yanı sıra Avrupa'da sermaye Türkiye'de para piyasalarının daha gelişmiş olduğu söylenebilir. Yabancı kaynaklar içerisinde KVKYK kullanımı Türkiye'de daha yüksek gerçekleştiği, fakat toplam kaynaklar içerisindeki oranlar bakımından Avrupa şirketlerinin daha yüksek KVKYK oranına sahip olduğu görülmektedir. Söz konusu durum bir hata değil, oranların ortalamalarının alınmasından kaynaklanmaktadır. Toplam kaynaklar içerisindeki UVKYK kullanım oranı bakımından da Avrupa şirketlerinin ortalamalarının daha yüksek gerçekleştiği belirlenmiştir. Dolayısıyla yabancı kaynak yaratmak konusunda Türkiye'deki şirketlerin sorunlarının olduğu düşüncesi desteklenmektedir.

Analizler sonucunda Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketlerinin toplam yabancı kaynaklar içindeki KVKYK kullanım oranının Avrupa Borsalarında işlem gören konaklama şirketlerinin ortalamalarından daha yüksek gerçekleştiği gözlenmiştir. Buna karşılık UVKYK oranının Avrupa'daki konaklama şirketlerinin altında kaldığı, Türk konaklama şirketlerinin KVKYK'a ulaşmada sorun yaşamadıkları, fakat UVKYK yaratmada Avrupa'daki şirketlerin gerisinde kaldıkları saptanmıştır. Bu bağlamda Türk turizm şirketlerinin yabancı kaynak kullanımının kısa vade ağırlıklı olması söz konusu şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynak yaratmak konusunda sıkıntı yaşadıkları düşüncesini desteklemektedir. Avrupa'da halka açık konaklama şirketlerinin varlık yapılarını dikkate alarak daha yüksek oranda uzun vadeli yabancı kaynağa yer verdikleri dikkat çeken bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal borç kullanım oranlarının birbirine yakın değerlerde olması ise Avrupa konaklama şirketlerinin finansal borç yaratma konusunda Türkiye'deki şirketlerle aynı imkanlara sahip olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Ticari borç kullanım oranının Avrupa ve Türkiye'de birbirine yakın değerlerde olması Avrupa'daki turizm şirketleri içinde satıcı kredilerinden faydalanmanın önemli bir kaynak olduğunu göstermektedir. Düşük maliyetli bir kaynak olarak düşünülen finansal kiralama oranının ortalamalarına bakıldığında ise Türkiye'deki şirketlerin mali tablolarında böyle bir kaleme yer verilmediği belirlenmiştir. Bu durum Türkiye'deki konaklama şirketlerin finansal kiralamadan faydalanmadıklarını ya da finansal kiralama işlemlerinin çok gelişmediğini düşündürmektedir. Söz konusu durumun bu alandaki bir ihtiyacı ve eksiği ortaya koyduğu düşünülmektedir.

Konuyla ilgili literatür bağlamında turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansman yapısını uluslararası karşılaştırmalı olarak inceleyen bir çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır. Bu kapsamda çalışma sonuçlarının uluslararası bir karşılaştırma imkânı sunması, Türk konaklama sektörünün finansal yapısının ortaya konması ve eksikliklerinin tespit edilmesi açısından literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Turizm alanında rakip ülkelerin finansal yapıları dikkate alınarak Türkiye'deki şirketlerin oranlarını aynı düzeye getirmek konusunda çalışmaların yapılması konusunda sektördeki yöneticilere de önemli bilgiler sunduğu düşünülmektedir. Çalışma sınırlı bir süreyi ve sınırlı sayıdaki şirketi kapsamaktadır. İleride yapılacak çalışmalarda daha uzun süre ve daha çok sayıdaki şirket analize dahil edilerek daha genelleştirilebilir sonuçlara ulaşılabilir. Bununla birlikte farklı finansal analiz tekniklerinin kullanılması ile gerçekleştirilecek çalışmaların daha geniş bir karşılaştırmaya imkân verebileceği düşünülmektedir.

### **Kaynakça**

- Aksöyek, İ. ve Yalçın, K. (2011). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Aksöyek, İ. ve Yalçın, K. (2011). *Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Andrew, P. ve Schmidgall, R. (1993). *Financial Management For The Hospitality Industry*. USA: AH&MA.
- Antzoulatos, A.A., Apergis, N. ve Tsoumas, C. (2011). Financial structure and Industrial Structure. *Bulletin of Economic Research*, 63(2), 109-139.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2002). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Kobi'lerin Yeri: Finansman, Ekonomik Sorunları Ve Çözüm Önerileri. *Small and Medium Sized Enterprises in the 21. Century: Problems, Opportunities and Solutions* içinde (1-31). Gazimagusa: Doğu Akdeniz Üniversitesi.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydın, N., Şen, M. ve Berk, N. (2011). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Berk, J., DeMarzo, P. ve Harford, J. (2012). *Fundamentals Of Corporate Finance*. New York: Prentice Hall.

- Bichon, P. (2009). *Europe: Refinancing a Hotel in Today's Restricted Debt Markets*. <http://www.hvs.com/article/4307/europe-refinancing-a-hotel-in-todays-restricted-debt/> (Erişim Tarihi: 28.11.2014)
- Bilgin, M. H., Karabulut, G. ve Ongan, H. (2002). *Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Bloomberg Business. (2014). <http://investing.businessweek.com/research/common/symbollookup/symbollookup.asp?letterIn=A> (Erişim Tarihi: 15.11.2014)
- Brealey, R.A., Myers, S.C. ve Marcus, A.J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. Boston: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, E.F. ve Houston, J.F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Canada: South-Western Cengage Learning.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Civan, M. & Cenger, H. (2013). Borsada İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Finansal Yapı ve Karlılık Oranları Arasındaki İlişkinin Analizi. *17.Finans Sempozyumu*. Muğla: Muğla Üniversitesi, 354-363
- Commission, E. (2014). *What Financing Options are Available to European Tourism Companies?* Brüksel: European Commission. [http://ec.europa.eu/enterprise/sectors/tourism/tourism-business-portal/toolstutorials/management/financing/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/sectors/tourism/tourism-business-portal/toolstutorials/management/financing/index_en.htm) (Erişim Tarihi: 25.12.2014)
- Dalbor, M.C. ve Upneja, A. (2004). The Investment Opportunity Set and the Long-Term Debt Decision of U.S. Lodging Firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 28(3), 346-355.
- Defranco, A. ve Lattin, T. (2007). *Hospitality Financial Management*. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Değirmen, S. ve Gundoğdu, Y. (2010). Türkiye'de İhracat Yapan Firmaların Finansman Stratejileri. *Business and Economics Research Journal*, 1(4), 1-18.

- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara : Gazi Kitabevi.
- Fabozzi, F.J. ve Peterson, P.P. (2003). *Financial Management and Analysis*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Fritsch , C. H., & Ivy, L. (2014). *The New Reality of Hotel Financing*. [http://hbihotels.com/user\\_storage/New%20Reality%20of%20Hotel%20Financing.pdf](http://hbihotels.com/user_storage/New%20Reality%20of%20Hotel%20Financing.pdf) (Erişim Tarihi: 29.11.2014)
- Gençtürk, M., Dalğar, H. ve Yılmaz, T. (2011). Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Kararlarına Etkileri: İMKB’de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 12(1), 187-207.
- Jagels, M.G. ve Coltman, M. (2004). *Hospitality Management Accounting*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu*. (2014). <http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/sectorler.aspx#Otel, Motel, Pansiyon, Kamp Ve Diğ er Konaklama>63 (Erişim Tarihi: 12.11.2014)
- Karadeniz, E. (2008). *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*. Yayınlanmış Doktora Tezi, . Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karadeniz, E. ve İskenderoğ lu, Ö. (2008). Otel işletmelerinde Finansal Değ erin Yönetilmesinde Ekonomik Katma Değ er Yönteminin (EVA) önemi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliğ i Dergisi*, 5(3), 39-50.
- Karadeniz, E., İskenderoğ lu, Ö., Kahiloğ ulları, S. ve Zencir, B. (2014). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Yardımıyla Konaklama Ve Yiyecek Hizmeti Faaliyetleri Alt Sektörünün Likidite Durumunun Analizi. *15. Ulusal Turizm Konresi*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık, 701-710.
- Karadeniz, E., İskenderoğ lu, Ö., Kandır, S.Y. ve Önal, Y.B. (2012). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bİlançoları Yardımıyla Oteller ve Lokantalar Sektörünün Finansman Kararlarının İncelenmesi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliğ i Dergisi*, 8, 17-28.



- Küçükaltan, K.D. ve Açıkgöz, A.F. (2011). *Uluslararası Otel İşletmelerinin Finansmanı*. Tekirdağ, Değirmenaltı, Trakya.
- Küçükaltan, K. ve Eskin, İ. (2008). Türkiye'deki Otel İşletmelerine Bir Finansman Modeli Olarak Teşvikler. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2), 158-172.
- Küçüközmen, C.C. ve Oğuz, D. (2008). BASEL II'ye Geçiş Sürecinde KOBİ'lerin Finansman Sorunları: Konya İli Örneği. *BASEL II'ye geçiş Sürecinde Kobilerde Genel Durum Değerlendirmesi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. İzmir: İzmir Ekonomi Üniversitesi, 41-57
- Langemeier, M.R. (2004). *Financial Ratios Used in Financial Management. Financial Management*. Kansas, ABD: Kansas State University.
- Met, Ö. (2006). Taksitli Krediler ile Finansman ve Otel-Restoran Ekipmanı Satıcılarına Yönelik Bir Araştırma. *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Aratırma ve Uygulama Dergisi*, 7(16), 35-46.
- Met, Ö., Özdemir, İ.M. ve Erdem, B. (2013). Otel Sektöründe Yenileme Yatırımlarının Finansmanı: Marmariste Bir Araştırma. *Sosyo Ekonomi*, 9(19), 263-276.
- Önal, Y.B., Karadeniz, E. ve Koşan, L. (2006). Finansal Analiz Tekniklerinin Otel İşletmelerinde Stratejik Yönetim Aracı Olarak Kullanımına İlişkin Teorik Bir Değerlendirme. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 3, 16-25.
- Poyraz, E. (2008). Büyük Ölçekli Otel İşletmelerinin Orta ve Uzun Vadeli Fon Temini Sorunu Ve Sermaye Piyasalarına Açılma Eğiliminin Analizi için Yönetici Tutumlarının Araştırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 37, 142-157.
- Rioja, F. ve Valev, N. (2012). Financial Structure and Capital Investment. *Applied Economics*, 44(4), 1783-1793.
- Salameh, H.M., Al-Zubi, K.A. ve Al-Zibi, B. (2012, 6 4). Capital Structure Determinants and Financial Performance Analytical Study in Saudi Arabia Market 2004-2009. *International Journal of Economic Perspectives*, 6(49), 18-33.

- Sanjeev, G.M., Gupta, K. ve Bandyopadhyay, R. (2012). Financial challenges in the Indian hospitality industry. *Worldwide Hospitality and Tourism Themes*, 4(2), 163-173.
- Serrasqueiro, Z. ve Nunes, P.M. (2014). Financing Behaviour of Portuguese SMEs in Hotel Industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98-107.
- Singh, A. (2013). Is Leasing a Substitu or Complement to Debt? Evidence From the Restaurant and Retail Industry. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 37(2), 155-183.
- Swain, R.N. ve Patnaik, B. (2013). Financial Structure Analysis of Indian Companies: A Review Of Literature. *Asia Pacific Journal Of Research In Business Management*, 1(1-2), 87-94.
- White, I.G., Sondhi, C.A. ve Fried, D. (1997). *The Analysis And Use Of Financial Statements*. New York: John Wiley & Sons Inc.