



Makale Başvuru/Kabul Tarihleri:  
Received/Accepted Dates:  
25.10.2021/20.11.2021

Cilt 8, Sayı 16, Yıl 2021

## **Makroekonomik Değişkenlerin Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi: Konaklama İşletmeleri Üzerine Uluslararası Bir Karşılaştırma<sup>1</sup>**

**Arş. Gör. Dr. Selda DALAK**

Batman Üniversitesi  
Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu  
selda.khl@gmail.com  
ORCID: 0000-0003-2735-1006

**Prof. Dr. Erdinç KARADENİZ**

Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi  
ekaradeniz@mersin.edu.tr  
ORCID:0000-0003-2658-8490

### **Özet**

İşletme değeri kavramının ortaya çıkması ve işletme değeri maksimizasyonunun nihai amaç olarak kabul edilmesinden sonra sermaye yapısının işletme değerine olan etkileri birçok araştırmaya konu olmuş ve olmaya devam etmektedir. Turizm sektöründe yaşanan gelişmeler ve sektörün yarattığı ekonomik katma değer neticesinde konaklama işletmelerinde; sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi sektördeki gelişimin sürdürülebilmesi açısından önemlidir. Bu araştırmada, en yüksek turizm gelirin sahip ülkelerde faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin sermaye yapıları üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenler ve sermaye yapılarının açıklanmasında sermaye yapısı teorilerinden hangilerinin geçerli olduğunun belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda, konaklama işletmelerinin sermaye yapısını etkileyen değişkenler 2011-2017 dönemlerini kapsayacak biçimde Genelleştirilmiş Momentler Metodu kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Yapılan analizler sonucunda konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerinde etkili olan makroekonomik faktörlerin ülke bazında değişkenlik gösterdiği saptanmıştır. Ayrıca konaklama işletmelerinin makroekonomik değişkenler bazında sermaye yapılarını oluştururken finansal hiyerarşi teorisi ve dengeleme teorisiyle uyumlu yönde hareket ettikleri belirlenmiştir.

**Anahtar kelimeler:** Sermaye Yapısı, Sermaye Yapısı Teorileri, Makroekonomik Değişkenler, Konaklama İşletmeleri, Genelleştirilmiş Momentler Metodu.

**The Effects of Macroeconomic Variables on Capital Structure: An International Analysis on Accommodation Enterprises**

### **Abstract**

After the emergence of the concept of firm value and the acceptance of firm value maximization as the ultimate goal, its effects on capital structure and firm value have been subject to many studies and continue to be. The absence of a theory that fully explains the variables affecting the capital structure decisions and separates them with certain lines is effective in keeping the subject up to date. As a result of the developments in the tourism sector and the economic value added created by the sector in accommodation companies; determining the variables that affect the capital structure decisions is important in terms of sustaining the development in the sector. In this research, it is aimed to determine which of the capital structure theories are valid in the explanation of the macroeconomic variables and capital structures that affect the capital structures of the lodging companies operating in the countries with the highest tourism income. In this context, the variables that affect the capital structure of the lodging companies are determined to cover the periods 2011-2017 using The Generalized Method of Moments on the basis country individually. It has been determined that the macroeconomic

<sup>1</sup> Çalışma Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Turizm İşletmeciliği Ana Bilim Dalı'nda "Konaklama İşletmelerinde Makroekonomik Değişkenlerin Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi: Uluslararası Bir Analiz" başlıklı tez çalışmasından üretilmiştir. Ayrıca 7. Uluslararası Yönetim ve Sosyal Bilimler Kongresi'nde özet bildiri şeklinde sunulmuştur.

factors affecting the capital structure of the lodging companies vary by the country. In addition, it has been determined that accommodation businesses act in harmony with the pecking order theory and trade of while forming their capital structures on the basis of macroeconomic variables.

**Keywords:** Capital Structure, Capital Structure Theories, Macroeconomic Variables, Lodging Companies, Generalized Method of Moments.

## 1.GİRİŞ

Yaşanan ekonomik ve teknolojik gelişmelerle birlikte gerek ulusal gerekse uluslararası alanda etkileşim artmaktadır. Söz konusu durum sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla ortaya çıkan yeni değişkenlerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkilerinin araştırılması, işletme değerini etkileyen bir unsur olması açısından önem arz etmektedir. İşletmelerin kullandıkları devamlı sermaye olarak tanımlanan sermaye yapısı ve bu yapıyı etkileyen değişkenler uzun yıllardır finans literatürüne konu olmaktadır. Sermaye yapısı teorilerinin günümüzde halen araştırmalara ve tartışmalara konu olmalarının altında yatan nedenlerin; sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin ve sermaye yapısı kararlarının işletmenin içinde bulunduğu sektöre, zamana, ülkeye, işletmeye özgü ve makroekonomik faktörlere göre farklılık göstermesinden kaynaklandığı görülmektedir. Sermaye yapısı ve sermaye yapısıyla ilgili kararların araştırıldığı birçok araştırma olmasına rağmen, işletmelerin son yıllarda yaşanan küresel ve yerel ölçekteki finansal krizlerinde etkileriyle finansal sıkıntıya düşmeleri bu alanda alınan kararlar bakımından daha dikkatli olmaları gerektiği sonucunu doğurmuştur.

Finans teorisi incelendiğinde, sermaye yapısı teorilerinin genel olarak iki başlık altında sınıflandırıldığı görülmektedir. Sınıflandırmada teoriler klasik ve modern sermaye yapısı teorileri olarak ayrıştırılmaktadır. Sermaye yapısı kararlarının işletme değerini etkileyip etkilemediği ve sermaye yapısını etkileyen faktörlerin araştırıldığı teoriler şeklinde de sınıflandırılma yapmak mümkündür. Ayrıca vergi kalkanı etkisini dikkate alan ve almayan teoriler olarak da sınıflandırmalar mevcuttur. Klasik sermaye yapısı teorilerinde yabancı kaynak kullanım düzeyinin sermaye maliyetini ve buna bağlı olarak işletme değerini etkileyip etkilemediği ve optimal sermaye yapısının varlığı tartışılmaktadır (Yıldırım, 2012: 325). Franco Modigliani ve Merton Miller'in 1958 ve 1963 yıllarında gerçekleştirdikleri araştırmalarda sermaye yapısı ve işletme değeri ile ilgili ortaya koydukları önermeler, daha sonra birbirinin alternatifi konumundaki sermaye yapısı teorilerinin doğmasına öncülük etmiştir. Modern sermaye yapısı teorileri olarak da anılan bu teoriler işletmelerin sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkileyen değişkenleri belirlemeye yönelik araştırmalar sonucunda ortaya çıkmışlardır (Ross et al., 2008:441).

Turizm sektöründe yaşanan gelişmeler sektörün hızla gelişmesine imkân sağlamak ve ekonomik katma değere olan olumlu etkilerinin de artmasına neden olmaktadır. Geçtiğimiz yıllarda yaşanan finansal kriz ve etkileri henüz atlatılamamıştır. Buna ek olarak Covid-19 pandemisinin yarattığı etkiler krizin geniş bir alana yayılmasına neden olmuştur. Yaşanan bu gelişmeler ve turizm sektörünün çarpan etkisinin katkıları sektörün sağladığı sosyo-ekonomik katma değerini bir kat daha arttırmıştır. Turizm sektörünün genel olarak sağladığı katkılar ekonomik açıdan pozitif bir algı yaratmaktadır. Bununla birlikte sektörde faaliyet gösteren turizm işletmelerinin söz konusu katkılardan yeterince faydalanamadığı düşünülmektedir. Sektörün en önemli aktörü konumundaki konaklama işletmeleri, yatırım aşamasında büyük arzular üzerine sabit varlık ağırlıklı yatırımlara gereksinim duymaktadırlar. Bununla birlikte, işletme aşamasında yenileme veya modernizasyon yatırımlarının gerçekleştirilmesi, sabit sermaye yoğun özellik gösteren işletmeler olmalarına neden olmaktadır. Minimum finansman dengesinin korunması ilkesi kapsamında sabit varlıkların uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynaklarla finanse edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla sektörün yarattığı katkı neticesinde konaklama işletmelerinde; sermaye yapısını ve kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesinin sektördeki gelişimin sürdürülebilmesi açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte turizm sektöründe sistematik riskten etkilenme düzeyinin yüksek olması, konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen makroekonomik faktörlerin belirlenmesi konusunu

gündeme getirmektedir. Konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen makroekonomik faktörler konusunda bilgi sahibi olmaları da işletme değeri maksimizasyonunun sağlanması ve işletme değerinin sürdürülebilir şekilde yönetilmesi bağlamında önemlidir. Turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal başarılarının sağlanması ve sürdürülebilir hale getirilmesinde en uygun yatırım kararlarının alınması kadar bu yatırımların finansmanında kullanılacak en uygun sermaye yapısı birleşiminin belirlenmesinin de önemi oldukça fazladır. Bu çerçevede araştırmanın amacı; konaklama işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen makroekonomik faktörlerin uluslararası bağlamda karşılaştırmalı olarak ortaya konulması ve söz konusu değişkenlerin sermaye yapısı teorileri açısından değerlendirilmesidir. Sermaye yapısı kararları ve bu kararları etkileyen değişkenleri konu alan araştırmaların ülkemizde ağırlıklı olarak sermaye yapısını etkileyen işletme içi faktörlerin belirlenmesine yönelik olduğu görülmektedir. Konuyla ilgili gerçekleştirilen literatür taraması sonucunda, sermaye yapısını etkileyen makroekonomik değişkenlerin belirlenmesine yönelik ülkemizde az sayıda araştırma mevcut olduğu görülmüştür. Buna karşın sermaye yapısı ve makroekonomik değişkenleri konu alan turizm sektörüne yönelik uluslararası bir araştırmaya yapılan literatür taraması sonucunda tarafımızca rastlanmamıştır. Bununla birlikte literatürde yer alan araştırmalarda; mikro değişkenler (işletmeye özgü) ile sermaye yapısı teorileri arasında ilişkilerin kurulduğu ve teorilerinden hangisine uyum sağladığı yönünde atıflara yer verildiği görülmüştür. Makroekonomik değişkenler ile sermaye yapısı teorilerini ilişkilendiren veya hangi teorinin hangi sektör için geçerli olduğuyla ilgili atıf yapılan araştırmaların oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla araştırmanın hem finans hem de turizm literatürüne katkı sağlaması ve konaklama işletmesi yöneticilerine sermaye yapısı kararlarında kaynak teşkil etmesi açısından önemli olacağı düşünülmektedir.

Araştırma altı ana bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünde; araştırmanın amacı, kapsamı ve önemi hakkında bilgiler kısaca verilmiştir. İkinci bölümde; kavramsal çerçeve başlığı altında sermaye yapısı teorileri hakkında bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde; sermaye yapısı kararlarını etkileyen işletmeye özgü ve makroekonomik değişkenlerin incelendiği araştırmalara yer verilmiştir. Dördüncü bölümde; materyal ve yöntem başlığı altında amaç, kapsam, önem, kullanılan veri, model, analiz yöntemi ve bulgulara yer verilmiştir. Sonuç bölümünde en yüksek turizm gelirlerine sahip ilk yirmi ülke arasında yer alan ve 2011-2017 yılları arasında verisine ulaşılabilen ve borsada işlem gören konaklama işletmesi sayısının on ve üstü olduğu ülkelere yönelik Genelleştirilmiş Momentler Metodu analiz sonuçları ve tartışma bölümüne yer verilmiştir.

## **2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE LİTERATÜR**

Finans teorisi incelendiğinde, sermaye yapısı kararlarıyla ilgili geliştirilen teorilerin genel olarak iki başlık altında sınıflandırıldığı görülmektedir. Sınıflandırmada teoriler temel olarak klasik ve modern olarak ayrıştırılmaktadır. Bunun yanı sıra sermaye yapısı kararlarının işletme değerini etkileyip etkilemediği ve sermaye yapısını etkileyen faktörlerin araştırıldığı teoriler şeklinde de sınıflandırılma yapıldığı görülmektedir. Ayrıca vergi kalkanı etkisini dikkate alan ve almayan teoriler olarak da sınıflandırmalar mevcuttur. Sermaye yapısıyla ilgili teoriler incelendiğinde en yaygın kullanılan sınıflandırmanın; Franco Modigliani ve Merton Miller'in (MM) vergi kalkanını dikkate alan araştırmalarının öncesinde ve sonrasında gerçekleştirilen teoriler olduğu görülmektedir. Söz konusu teoriler, MM'nin araştırmasından önce olan teoriler klasik sermaye yapısı teorileri, sonrasında yapılan araştırmalar sonucunda ortaya çıkan teorilerin ise modern sermaye yapısı teorileri şeklinde sınıflandırıldığı görülmektedir. Bu tez araştırmasında da sermaye yapısı teorileri; klasik ve modern sermaye yapısı teorileri olarak iki başlık altında açıklanmaya çalışılmıştır.

Klasik ve modern sermaye yapısı teorileri arasında; sermaye yapısını incelemeleri ve açıklamaları bağlamında farklılıkların olduğu görülmektedir. Klasik sermaye yapısı teorileri incelendiğinde net faaliyet geliri teorisi ile MM'nin (1958) teorisinde, borç/öz kaynak kullanımının sermaye maliyetini etkilemeyeceği ve işletme için optimal sermaye yapısının olmadığı savunulmaktadır. Net gelir ve

geleneksel teorilerde ise borç/öz kaynak yapısında meydana gelecek değişimlerin sermaye maliyeti ve buna bağlı olarak işletme değerini değiştireceği ifade edilmektedir. Ayrıca net gelir teorisi işletmede en yüksek düzeyde borç kullanılmasını tavsiye ederken, geleneksel teori belirli bir seviyeye kadar borç kullanımını önermektedir. Başka bir ifadeyle net gelir teorisinde işletmenin tamamen borçla finanse edilmesi durumunda sermaye maliyetinin en aşağı düzeyde ve işletme değerinin en yüksek seviyede olacağı ifade edilmekle birlikte bu yapının işletmenin optimal sermaye yapısı olduğu savunulmaktadır. Geleneksel teoride ise işletmenin borçla finanse edilmesinin sermaye maliyetini belli bir düzeye kadar indirebileceği bu aşamadan sonra sermaye maliyetinin yükselmeye başlayacağı ve işletme değerinin düşeceği belirtilmektedir. Söz konusu teoride işletmeler için optimal sermaye yapısının, sermaye maliyetinin yükselmeye başlamadan önceki nokta olduğu kabul edilmektedir (Akgüç, 1998; Brigham & Gapenski, 1991; Van Horne & Wachowicz, 2008; Ross, Westerfield, & Jaffe, 2008; Brealey, Myers, & Marcus, 2001). MM (1963), araştırmalarında katı varsayımlarını değiştirmeden vergi etsini kabul ederek sermaye yapısına ilişkin teorilerini güncellemişlerdir. MM her ne kadar vergi kalkanının etkisini kabul etmiş olsa da teorinin dayandığı varsayımların gerçekçi olmayışı eleştirilere konu olmaya devam etmiştir. Bununla birlikte Miller (1977), araştırmasında gelir vergisinin etkisini modele dâhil ederek borcun vergi avantajının ortadan kalkacağını belirtmiş ve MM'nin 1963 yılındaki araştırmasını eleştirmiştir. Miller'a (1977) göre yatırımcı açısından borç ya da öz kaynakların marjinal maliyeti, kişisel gelir vergisi ile kurumsal vergisinin etkisine eşit olmaktadır. Bu nedenle işletmeler için borç ya da öz kaynak ile finansman arasında bir fark kalmamaktadır. Başka bir ifadeyle yatırımcıların elde ettikleri faiz kazancına karşılık vergi ödemeleri sonucunda daha yüksek vergi öncesi kâr beklentisine girebilecekleri, bu nedenle borcun sağlamış olduğu vergi avantajının sınırlanacağı belirtilmektedir (Frank & Goyal, 2008).

Modern sermaye yapısı teorileri MM'nin yapmış olduğu varsayımlara birer eleştiri niteliğinde ortaya çıkmışlardır. Bu bağlamda modern sermaye yapısı teorileri katı varsayımlara dayanmaması ve konuyla ilgili yapılmış ampirik araştırmalar sonucunda ortaya çıkmış olmaları nedeniyle eleştirilere konu olmamışlardır. Sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi üzerine yapılan araştırmaların ülkeye, zamana ve sektöre göre değişkenlik göstermesi modern sermaye yapısı teorilerinin eleştirilere konu olmasının önüne geçen bir durum olarak değerlendirilebilmektedir. Araştırmalar sonucunda modern sermaye yapısı teorilerine yönelik çıkarımların ağırlıklı olarak dengeleme ve finansal hiyerarşi teorisini işaret ettiği görülmektedir. Literatürde sermaye yapısı ile ilişkilendirilen değişkenler ve söz konusu değişkenlerin sermaye yapısı kararlarına etkileri teoriler bağlamında karşılaştırılmaktadır (Frank & Goyal, 2008; Yücel, 2006). Yapılan karşılaştırmalarla ilgili çıkarımlar şu şekildedir;

1. Dengeleme teorisi, işletmelerin finansal kararlarında belirli bir hedef belirleyerek, değişmeyen ve göreceli olarak statik sermaye yapısı görüşünü benimsemelerini önerirken, finansal hiyerarşi teorisi ise, dinamik bir sermaye yapısını benimsemelerini önermektedir.
2. Borç kullanım düzeyine ilişkin her iki teoride farklı bakış açısına sahiptir. Dengeleme teorisi, işletmelerin hedef borçlanma oranı belirlemeleri ve optimal düzeye kadar borç kullanmalarını önerirken; finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin yeterli içsel kaynaklara sahip olmamaları durumunda borç kullanmalarını önermektedir.
3. Dengeleme teorisinde vergilerin etkisi, finansal sıkıntı ve menkul kıymet ihraç maliyetleri göz önünde bulundurularak işletme için optimal borçlanma düzeyine açıklık getirirken, finansal hiyerarşi teorisi bu faktörlere değinmemektedir.
4. Dengeleme teorisi, kârlı işletmelerin sermaye yapılarında neden az borca yer verdiklerini açıklayamazken, finansal hiyerarşi teorisi, kârlı işletmelerin dış kaynağa ihtiyaç duymamaları nedeniyle borçlanma oranlarının düşük olacağını belirtmektedir.

5. Dengeleme teorisinde; işletmenin büyüklüğü, sabit varlık oranı, kârlılık, serbest nakit akımları, işletme yaşının sermaye yapısında borç kullanım düzeyi üzerinde pozitif yönde, büyüme fırsatları, kazancın riski ve vergi kalkanına tabi borç dışı giderin negatif yönde etkili olacağı belirtilmektedir. Dengeleme teorisinde değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerinin, büyük işletmelerde daha yüksek bir borç alma kapasitesinin olacağı, sabit varlık oranının yüksek olması daha fazla teminat gösterilmesine, işletme yaşı ne kadar büyükse asimetric bilgi sorunun o derece az olacağı, kârlılığın iflas ihtimallerini düşürdüğü, serbest nakit akımlarının riski düşüreceği bu bağlamda söz konusu etkilerin daha yüksek borç kullanımına imkân tanıyacağı savunulmaktadır.

6. Finansal hiyerarşi teorisinde ise işletmenin büyüklüğü, sabit varlık oranı, kârlılık, serbest nakit akımları, işletme yaşı, kazancın riski ve vergi kalkanına tabi borç dışı giderinin sermaye yapısında borç kullanım düzeyi üzerinde negatif yönde, büyüme fırsatlarının pozitif yönde etkili olacağı belirtilmektedir. Finansal hiyerarşi teorisinde, büyük ve sabit varlık oranı yüksek olan işletmelerde daha az asimetric bilgi sorunun olması öz kaynak maliyetini düşürmektedir. Bununla birlikte kârlılık alıkonan kârların kullanımına daha fazla imkân tanımakta, yüksek nakit akımı ve değişkenliği riski artırmaktadır. Ayrıca vergi kalkanına tabi borç dışı giderler ve serbest nakit akımlarının yüksek olması daha fazla içsel fon yaratılmasına ve işletme yaşının büyük olması daha fazla birikimli içsel fon bulunmasına imkân tanıyacağından finansal hiyerarşi teorisi daha az borç kullanımını savunmaktadır.

Asimetric bilgi veya işaret etkisi olarak adlandırılan diğer modern sermaye yapısı teorisi, işletme yöneticileri ile işletme dışındaki yatırımcıların işletme hakkında farklı bilgilere sahip olmaları temeline dayanmaktadır. İşletme hakkında daha detaylı ve gerçek bilgilere sahip olan yöneticilerin borç kullanma ya da hisse senedi ihracı kararlarının dışardaki yatırımcılara işletmenin durumu konusunda bilgi verdiği öne sürülmektedir. Bu durum işletme hisselerinin yüksek değerlendirildiği zamanlarda yöneticilerin yeni hisse senedi ihraç etme yoluna gidecekleri aksi durumda borçlanmayı tercih edecekleri yönünde bir düşüncenin oluşmasına neden olmaktadır (Van Horne & Wachowicz, 2008). Dolayısıyla yöneticilerin bu düşüncesini tahmin eden yatırımcılar, işletmelerin hisse senetlerinin değerinin yüksek olduğu dönemlerde hisse senedi ihracı duyurularını işletme değeri açısından olumsuz değerlendirebilmektedir. Bu nedenle işletmenin hisse senetlerine talep azalmakta ve piyasa değerlerinde düşüş yaşanabilmektedir. Dolayısıyla işletme, asimetric bilgi nedeniyle yeni ihraç ettiği hisse senedinin yatırımcı tarafından olması gereken fiyattan daha düşük değerlendirilmesinden kaynaklanacak maliyete maruz kalmaktadır. Sonuç olarak, asimetric bilginin varlığı halinde, işletmeler için hisse senedi ile finansman daha pahalı hale gelmektedir.

Yöneticilerin, sahiplerin ve ortakların çıkarlarının ve önceliklerinin uyumsuzluğu sonucunda oluşan durum temsilcilik sorunu olarak kabul edilmektedir (Brigham & Gapenski, 1991). Hisse sahipleri ile yöneticiler arasındaki uyumsuzluklar ve hisse sahipleri ile borç sahipleri arasındaki uyumsuzluklar olmak üzere iki tür uyumsuzluktan oluşan temsil maliyetlerinden söz edilmektedir. Hisse sahipleri ile yöneticilerin önceliklerinde uyumsuzlukların, yöneticilerin ortaklara göre daha az ilave hak iddia etme durumunda olduklarından kaynaklandığı belirtilmektedir. Başka bir ifadeyle yöneticiler işletmenin kârlı faaliyetlerinden elde edilen kârın tamamına sahip olamazken, işletmenin bu faaliyetlerinin maliyetinden sorumlu olmaları nedeniyle önceliklerin farklılaşacağından söz edilmektedir. Bu sebeple yöneticiler, işletmenin finansal kaynaklarını yatırımlarda kullanmaktan çok kendi yararlarına uygun olarak birtakım harcamalara yönlendirmek istemektedir. Bu olumsuzluk, yöneticilere işletmede öz kaynak sahipliği hakkı verilmesiyle azaltılabilmektedir. Yöneticilerin işletmedeki mutlak yatırımları istikrarlı bir şekilde devam ettirmeleri, işletmenin yabancı kaynaklarla finansmanını arttırmakta ve yöneticilerin öz kaynaklardaki hisselerini yükselterek yöneticiler ile hisse sahipleri arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanan kayıpları azaltmaktadır. Yabancı kaynakla finansman, işletmenin nakit ödeme yapmasını gerektirdiği için yöneticilerin yararlarına yönelik yapılacak harcamalar için gerekli olan serbest nakit akımlarını azaltmaktadır. Yöneticiler ile öz kaynak sahipleri arasındaki bu uyumsuzlukların azaltılması borcun faydaları olarak kabul edilmektedir (Ceylan & Korkmaz, 2008).

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarının işletme değerini etkileyip etkilemediği ve bu kararları etkileyen değişkenlerin belirlenmesi finans literatürünün en çok araştırılan ve tartışılan konularından biri olmaya devam etmektedir. Dolayısıyla konunun güncelliğini yitirmemesi ve sürekli araştırılması, konuyla ilgili yapılmış araştırmaların sayısını arttırmakta ve bütün literatüre erişimi zorlaştırmaktadır. Bu kapsamda literatür incelemesi son yirmi yılda sermaye yapısını etkileyen makroekonomik değişkenleri konu almış çalışmalarla sınırlandırılmıştır. Literatürde sermaye yapısını etkilediği düşünülen değişkenlerin yer aldığı çalışmalar incelendiğinde çalışmalarda sermaye yapısı üzerinde etkisi incelenen değişkenlerin ve çalışma sonuçlarının, analizin yapıldığı tarih, ülke ve sektör bazında farklılaştığı görülmektedir.

Booth, Aivazian, Kunt ve Maksimoviç (2001), farklı kurumsal yapılara sahip kârlı işletmelerde borç kullanım oranının düşük gerçekleştiğini belirlemişlerdir. Bununla birlikte işletmelerin varlıklarında sabit varlıkların payı ile borç oranı arasında pozitif yönlü, vergi oranı ile borç oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır. Ayrıca sonuçların finansal hiyerarşi teorisini ve asimetric bilgi teorisini desteklediği vurgulanmıştır. Twite (2001), Avustralya'da vergi siteminde meydana gelen değişimin işletmelerin sermaye yapısında borca yer verme oranlarında bir düşüşe neden olduğunu saptamıştır. Doğanlı ve Acaravcı (2004), İMKB imalat işletmelerinde toplam varlıklarının büyüme oranı, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon, kurumlar vergisi oranı, toplam kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurtiçi hâsıla oranının kaldıraç oranları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte kârlılık ile sabit varlıkların payının borç kullanımını negatif yönde etkilediğini belirlenmiştir. Bu bağlamda araştırmada elde edilen sonuçların imalat işletmeleri için sermaye yapısı kararlarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirtilmiştir.

Desai, Foley ve Hines (2004), işletmelerin borç kullanım tercihlerinin faiz oranları, sermaye piyasaları ve kredi piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile ilişkili olduğunu belirtmişlerdir. Drobotz ve Wanzenried (2006), İsviçre'de halka açık işletmelerde maddi duran varlık oranı, büyüklük ve büyüme hızı ile kaldıraç arasında pozitif yönlü, kârlılık ile negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Gajurel (2006), Nepal'de faaliyette bulunan halka açık işletmelerde gayri safi yurt içi hâsıladaki büyüme ve enflasyon ile toplam ve kısa vadeli borç arasında negatif, uzun vadeli borç kullanımı arasında pozitif yönlü, pazar kapitalizasyon oranı ile kaldıraç oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu saptamıştır. Hackbarth, Miao ve Morellec (2006), ekonomide meydana gelen dalgalanmaların S&P 500'de yer alan işletmelerin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğunu ve bu durumun nakit akışlarındaki değişiklikten kaynaklandığını saptamışlardır. Araştırmada ayrıca ekonomik durgunluk dönemlerinde işletmelerin daha çok borç kullanmaya eğilimli oldukları vurgulanmıştır. Lee (2007), ABD'de konaklama endüstrisinin, ekonominin genişlediği zamanlarda kaldıraç oranı ortalamalarının düşme, daraldığı zamanlarda ise yükselme eğiliminde olduğu saptamıştır.

Jong, Kabir ve Nguyen (2008), gelişmiş ve gelişmekte olan 42 ülkede işletmelerin maddi varlık oranı, büyüklük, risk, büyüme ve kârlılığının sermaye yapısı üzerindeki etkisinin, finansal hiyerarşi, dengeleme ve temsilcilik teorilerinin varsayımları ile anlamlı ve tutarlı olduğu belirtilmiştir. Bir diğer sonuç ise alacaklı haklarının korunması, tahvil piyasası gelişimi ve GSYH büyüme oranının sermaye yapısı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu yönündedir. Bununla birlikte yasal yaptırım, alacaklı/hissedarların korunması negatif, kapitalist oluşum ve GSYH büyüme oranı gibi makroekonomik önlemlerin pozitif yönlü ve dolaylı olarak sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu saptanmıştır. Araştırma sonucunda iyi bir yasal çevreye sahip olan ve daha istikrarlı ve daha sağlıklı ekonomik koşullar altında işletmelerin daha fazla borç kullanma eğiliminde olduğu vurgulanmıştır.

Leary (2009), sermaye yapısında ağırlıklı olarak banka kredilerine yer veren imalat işletmelerinde genişleme dönemlerinde daha fazla, daralma dönemlerinde ise küçük işletmelerin büyük işletmelere oranla sermaye yapılarında daha fazla öz kaynak kullanma eğiliminde olduğunu saptamıştır. Ayrıca faiz oranları ile işletmelerin borç kullanımı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Frank ve Goyal (2009), ABD'de halka açık işletmelerde pazar değeri ortalaması, maddi duran varlık oranı,

varlıkların logaritması, beklenen enflasyon ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamıştır. Bununla birlikte, kârlılık ve pazar değeri defter değeri ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Sonuçların dengeleme teorisi ile paralellik gösterdiği vurgulanmıştır.

Akhtar ve Oliver (2009), 1994-2003 yılları arasında Japonya'da faaliyette bulunan işletmelerin kaldıraç, yaş, varlıkların değeri, politik risk, nakit akımı, büyüme, borç dışı vergi kalkanı, döviz kuru, kârlılık ve büyüklük değişkenlerinin farklılaştığı, işletme riski bağlamında ise farklılığın olmadığı tespit etmiştir. Bokpin (2009), 34 ülkede 1990-2006 yıllarında halka açık işletmelerde, makroekonomik değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin değişken bazında farklılaştığı belirtilmiştir. Banka kredilerinin sermaye yapısı kararlarında önemli etkilerinin olduğu, GSYH ile kaldıraç oranı arasında anlamlı negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Enflasyon işletmelerin öz sermaye yerine kısa vadeli borcu tercih etmelerine neden olmaktadır. Ancak borsanın gelişimi, işletmelerin sermaye yapısı kararlarını tahmin etmede etkili olamamakla birlikte, faiz oranının artmasına ilişkin beklentiler işletmelerin sermaye yapısında borca yer vermeleri bağlamında etkilere sahip olduğu saptanmıştır. Javadov (2009), imalat işletmelerinde kârlılık, maddi duran varlıkların toplam varlıklara ve piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ya oranlarının toplam borç ve kısa vadeli borç oranları ile negatif, maddi duran varlıkların toplam varlıklara ve piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ya oranlarının uzun vadeli borç oranı ile pozitif yönlü ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte işletme büyüklüğü, para arzının GSYH'ya oranı ve faiz oranı ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Wu ve Yue (2009), Çin'de 1999-2000 ve 2001-2003 yıllarında halka açık işletmelerde borç kullanım oranının vergi oranlarının arttığı dönemlerde artış gösterdiğini saptamıştır. Bununla birlikte banka kredilerine erişim imkânı olan işletmelerin kaldıraçtan daha fazla faydalandıkları saptanmıştır.

Yeh ve Roca (2010), Tayvan'da 1983-1995 yıllarında tekstil, plastik ve elektronik sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin, kaldıraç oranının hedef borç oranının altında olduğu işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerinde ekonomik büyüme ve daralmanın (GDP'deki büyüme) pozitif etkisinin olduğu saptamıştır. Ayrıca işletmeye özgü faktörler ile makroekonomik koşullar arasındaki ilişkinin işletmenin hedef kaldıraç oranından sapma oranına göre değişkenlik gösterdiği belirtilmiştir. Bhamra, Kuehn, ve Strebulaev (2010), makroekonomik koşullar söz konusu olduğunda sermaye yapısı kararlarının konjektür ile ters yönde hareket ettiği ve finansal sıkıntı altında işletmelerin sermaye yapısı kararlarında döngüsel olarak hareket etmeye meyilli olduklarını belirlemiştir.

Sinha ve Ghosh (2010), otomobil, otomobil yan sektörü, kimyasal, çimento, dayanıklı tüketim malları ve inşaat sektöründen yüksek borç kullanımı olan 268 işletmenin 1995/96-2006/07 yıllarında sermaye yapısı kararlarının işletmeye özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenlerden (uzun vadeli banka faiz oranı, kısa vadeli faiz oranı, enflasyon ve tahvil getiri oranı) etkilendiği bununla birlikte hedef kaldıraç ve uyumlaştırma davranışlarının reaktif/proaktif oluşuna göre değişiklik gösterdiğini saptamıştır. Erel, Julio, Kim ve Weisbach (2011), işletmelerin sermaye artırımı kararları üzerinde ekonomik daralmanın negatif, ekonomik genişleme dönemlerinin pozitif ve GDP'deki büyümenin pozitif etkilediği ve söz konusu değişkenlerin işletmelerin kaynak seçiminde etkili unsurlar olduğu belirlemiştir. Ayrıca ekonomik daralma dönemlerinde işletmelerin daha çok borçlanma ile finansmanı tercih ettikleri saptanmıştır. Güngöraydinoğlu ve Öztekin (2011), 36 ülkeden 1991-2006 yıllarında faaliyette bulunan işletmelerde, ülkelerin yasal düzenlemelerinin, finansal ve politik kurumların varlığının işletmelerin sermaye yapısı kararlarında farklılıkların oluşmasına neden olduğu saptanmıştır. Ayrıca iflas maliyeti, temsil maliyeti ve asimetric bilgi maliyetinin de sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu belirlenmiştir. Hanousek ve Shamshur (2011), Doğu Avrupa ülkelerinde faaliyette bulunan işletmelerin 1996-2006 yılları arasında beklenen enflasyon ve gayri safi yurt içi hâsıladaki büyüme ile kaldıraç arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı, varlıkların vadesi (maddi duran varlık oranı) ve kaldıraç arasında negatif ilişki, yolsuzluk algı indeksi ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Fan, Titman ve Twite (2012), 39 ülkede 1991-2006 yıllarında işletmelerin, kaldıraç kullanımından kaynaklanacak verginin pozitif olduğu durumlarda işletmelerin daha fazla borç kullanma eğiliminde oldukları, yolsuzluğun (yozlaşma) yüksek olduğu ülkelerde

kaldıraçtan faydalanma düzeyinin özellikle kısa vadede daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Bir diğer sonucun, yasal ortamın sermaye yapısı ve vade tercihinde önemli etkisinin olduğu, OECD ülkelerinde daha düşük kaldıraç oranının bulunduğu son olarak icra ve iflas kanunlarının bulunduğu ülkelerde ise sermaye yapısında borç kullanımının yüksek olduğu belirlenmiştir. Yeh ve Roca (2012), 1983-2007 döneminde Tayvan'daki tekstil, petro-kimya ve elektronik endüstrilerinde borç oranı ile makroekonomik koşullar (ekonomik genişleme ve daralma) arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Aynı zamanda analiz dönemlerinde, borç oranının endüstriyel dalgalanmalarla aynı yönde hareket ettiği saptanmıştır. Pindado, Requejo ve Rivera (2012), 2004-2011 yılları arasında 33 ülkede faaliyette bulunan işletmelerde para politikasındaki gelişmelerin işletmelerin borçlanma kararları üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olduğu; fakat finansal sıkıntıdaki işletmelerin borçlanma kararlarında daha hassas olduğu belirlenmiştir. Camara (2012), ABD'de 1991-2009 yılları arasında faaliyette bulunan işletmelerde daha fazla borca yer verildiği ve finansman bonusu ihracı ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır. Ayrıca enflasyon ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Makroekonomik koşullar bağlamında uluslararası işletmelerin, iyi koşullar altında hedef kaldıraç oranını daha hızlı yakaladığı bununla birlikte daha yüksek kaldıraç oranına sahip olan işletmelerin iyi koşullara daha hızlı adapte olduğu belirlenmiştir. Lemma ve Negash (2013), dokuz Afrika ülkesi kapsamında, 1999-2008 yılları arasında yasal ve finansal kurumların, işletmenin faaliyet gösterdiği ülkenin gelir seviyesinin, ekonominin büyüme hızının ve enflasyonun Afrika ülkelerindeki işletmelerin sermaye yapısı kararlarında önemli etkisinin olduğu belirlenmiştir. Muthama, Mbaluka ve Kalunda (2013), Kenya'da borsada işlem gören işletmelerde 2004-2008 yıllarında GSYH büyüme oranının uzun vadeli borç oranı üzerinde pozitif, toplam borç oranı ve kısa vadeli borç oranı üzerinde negatif, faiz oranının uzun vadeli borç oranı ve toplam borç oranı üzerinde pozitif etkisi, kısa vadeli borç oranı üzerinde ise negatif etkisi olduğu, diğer taraftan enflasyonun da kısa vadeli borçlar üzerinde negatif etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bayrakdaroğlu, Ege ve Yazıcı (2013), toplam kaldıraç ile kârlılık, maddi duran varlık oranı, borç dışı vergi kalkanı, kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla oranı ve enflasyon arasında negatif yönde, büyüklük, büyüme fırsatları ve vergi oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Araştırma sonucunda gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye'de faaliyette bulunan işletmelerin sermaye yapısı kararlarında dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerine uyumlu yönde hareket ettikleri belirlenmiştir.

Jöveer (2013), 1995-2002 yıllarında seçilmiş dokuz Avrupa ülkesinde faaliyette bulunan halka açık işletmelerde maddi duran varlıklar, enflasyon, kredi notu, vergi oranı ve gayri safi yurt içi hâsıla ile kaldıraç oranları arasında negatif yönlü ve anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir. Halka açık olmayan işletmelerde ise kârlılık ve maddi duran varlık oranı ile kaldıraç arasında negatif; GSYH, yabancı banka kredileri ve vergi oranı ile pozitif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Bunun yanı sıra işletmeye özgü faktörlerin kaldıraç oranlarını artırmada, ülkeye özgü faktörlerin ise kaldıraç oranlarının aşağı çekilmesinde etkili olduğu sonuçlar arasında yer almaktadır. Vatavu (2013), Romanya'da tarım, inşaat, madencilik, ulaşım, otel ve restoran sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin sektörel bazda farklılaştığı, bununla birlikte enflasyon ile kaldıraç arasında pozitif, maddi duran varlık oranı ve kârlılık ile kaldıraç arasında negatif yönlü ilişkinin olduğu belirtmiştir. Otel ve restoran sektörünün sermaye yapısı üzerinde enflasyon ve işletme riskinin pozitif, vergi oranı, kârlılık, likidite, büyüme ve maddi duran varlık oranının negatif yönde etkisinin olduğu saptanmıştır. Köksal, Orman ve Oduncu (2013), 1996-2009 yılları arasında Türkiye'de faaliyette bulunan işletmelerin kaldıraç oranları ile işletmeye özgü değişkenlerden, büyüklük ile pozitif, kârlılık ile negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Ayrıca kısa vadeli kaldıraç oranı ile maddi duran varlık oranı arasında negatif; uzun vadeli kaldıraç oranı maddi duran varlık oranı arasında pozitif yönlü, kaldıraç oranı ile büyüme beklentisi arasında pozitif, işletme riski ile negatif yönlü ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte kaldıraç oranları ile vergi oranı ve borç dışı vergi kalkanı arasında pozitif yönlü, enflasyon ile pozitif, GSYH'daki büyüme ile negatif, sermaye piyasalarının gelişmişliği ile pozitif,



para piyasalarının (bankacılık sistemi) gelişmişliği ile pozitif, devlet borçlanma oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Chipeta ve Mbululu (2013), Johannesburg Borsası'nda 2000-2010 yılında hisseleri işlem gören işletmelerde büyüklük, maddi duran varlıklar, kârlılık, likidite ve faiz karşılama değişkenleri ile hedef sermaye yapısına ulaşma hızı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte, GSYH ve piyasa temettü getirisi ile hedef sermaye yapısı arasında pozitif, reel faiz oranları ile negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Magwai (2014), Afrika'da halka açık işletmelerde 1990-2012 yıllarında işletmelerin sermaye yapısı kararları ile GSYH, enflasyon ve işsizlik oranı arasında ilişki olduğu saptanmıştır. GSYH ile uzun vadeli borç kullanımı arasında pozitif, enflasyon ile negatif, işsizlik oranı ile uzun vadeli borç kullanımı arasında pozitif fakat kısa vadeli borç kullanımı ile negatif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Baltacı ve Ayaydın (2014), Türkiye'de faaliyette bulunan 39 bankada, işletme büyüklüğü, GSYH ve sektör kaldıraç oranı ortalamaları arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Ayrıca varlık yapısı, kârlılık, enflasyon ve finansal risk ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bankaların sermaye yapısı kararlarında kârlılık, varlık yapısı ve GSYH değişkenleri bakımından finansal hiyerarşi, işletme büyüklüğünün ise dengeleme teorisi ile uyumlu olduğu sonuçlar arasında yer almaktadır. Köksal ve Orman (2014), işletmelerde kaldıraç oranları ile enflasyon oranı, vergi oranı, işletme büyüklüğü ve nakit akımları arasında pozitif, GSYH büyüme oranı, maddi duran varlık oranı ve işletme riski arasında negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Yapılan analizler sonucunda Türkiye'de faaliyette bulunan üretim sektörü dışındaki işletmelerin sermaye yapısı kararlarını açıklamada dengeleme teorisinin özellikle ekonominin durgun olduğu zamanlarda geçerli olduğu saptanmıştır. Ayrıca ekonomide dalgalanmalar olduğu dönemlerde üretim sektöründe küçük ve halka açık işletmelerin sermaye yapısı kararlarını açıklamada finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir. Taoulaou ve Burchuladze (2014), İsviçre'de faaliyette bulunan halka açık işletmelerde GSYH büyüme, faiz oranı, hisse senedi performansı ve kaldıraç arasında pozitif, enflasyon ile negatif yönlü bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Memon, Rus ve Ghazali (2015), 2001-2012 yıllarında Pakistan'da faaliyet gösteren işletmelerin, kârlılık ile borç düzeyi arasında negatif, varlık yapısı, büyüklük, nakit ve borç düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Ayrıca vergi kalkanına tabi olmayan borçlar ile borçlanma kararları arasında negatif yönde anlamlı, GSYH'da büyüme ve vergi oranı ile borçlanma arasında anlamsız, enflasyon ve faiz oranları ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

Alipour, Mohammadi ve Derakhshan (2015), 2003-2007 yıllarında hisseleri İran Borsa'sında işlem gören işletmelerde, finansal esneklik, hisse senedi fiyat performansı, satış büyümesi, beklenen varlık büyümesi ve varlıkların getirisi ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü ilişki saptanmıştır. Ayrıca, efektif vergi oranı, likidite, işletme riski, varlık yapısı ve devlet mülkiyeti ile kaldıraç oranları arasındaki ilişkinin kısa ve uzun vade bağlamında farklılaştığı belirtilmiştir. Öztekin (2015), 37 ülkede halka açık işletmelerde, işletme büyüklüğü, kârlılık, maddi duran varlık oranı ve enflasyon ile kaldıraç arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. İşletme büyüklüğü, maddi duran varlık oranı ile kaldıraç arasında pozitif, enflasyon ve kârlılık ile negatif yönlü bir ilişkinin olduğu belirtilmiştir.

Ekström ve Kanaportyte (2015), Amerika ve İsveç'te faaliyette bulunan işletmelerde, maddi duran varlık oranı, kârlılık ve işletme büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif, borç dışı vergi kalkanı ile anlamlı bir ilişkinin olmadığı, faiz oranı ve GSYH ile kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Botta ve Colombo (2016), 52 ülkede borsada işlem gören ve en az üç yıllık verisine ulaşılabilen işletmelerde maddi duran varlık, büyüklük GSYH'daki büyüme ve enflasyon ile kaldıraç arasında pozitif; kârlılık ile negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Yinusa, Alimi ve Ilo (2016), Nijerya'da faaliyette bulunan halka açık işletmelerde, enflasyon, faiz oranı, GSYH'daki büyüme ve özel sektör kredileri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü, sermaye piyasası kapitilasyonu ile pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Araştırma sonuçlarının sermaye yapısı teorilerinden temsilcilik maliyeti teorisi ile tam olarak uyuşmadığı vurgulanmıştır. Rehman (2016), 2004-2013 yıllarında Pakistan tekstil işletmelerinde, kamu borçları, döviz kurları ve faiz oranları ile kaldıraç oranı arasında

negatif yönlü ilişki olduğu, kurumlar vergisi, borsa gelişimi, enflasyon oranı ve GSYH büyüme oranı ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönde ilişki olduğu saptamıştır. Bununla birlikte vergi oranlarında meydana gelen bir artışın kaldıraç oranını arttırdığı, aynı şekilde vergi oranının düşmesi durumunda kaldıraç oranının düşme eğiliminde olduğu belirlenmiştir.

Şahin (2018), kırılğan beşli olarak nitelendirilen Türkiye, Endonezyo, Brezilya, Güney Afrika Ve Hindistan'da 2004-2013 yıllarında işletmelerin, döviz kuru ile borç kullanım oranı arasında kriz öncesi pozitif yönlü ilişki, kriz sonrası modelde negatif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca GSYH büyüme oranı ile borç kullanım oranı arasında tam dönem (2004-2013) için Türkiye ile 2006-2013 yılları arasında ise Hindistan için istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu, enflasyon oranı ve borç kullanım oranı arasında (2004-2013) ve kriz sonrası dönemlerde pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır. Araştırmada ayrıca modelde yer alan ülkelerin değişmesi sonucunda sonuçlarında değiştiği belirtilmiştir. Söz konusu durumun kriz öncesi ve sonrası dönemler içinde farklılaştığı rapor edilmiştir. Bernardo, Albanes ve Securato (2018), altı Latin Amerika ülkesindeki halka açık işletmelerde, büyüklük, kârlılık ve maddi duran varlık oranı ve GSYH ile kaldıraç oranı arasında negatif, enflasyon ile pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Huong (2018), Vietnam Borsası'nda hisse senetleri işlem gören 464 işletmenin 2008-2015 yıllarında, kurumlar vergisi oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü, enflasyon ile pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte GSYH'daki büyüme ve faiz oranı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı belirlenmiştir. Araştırmada ayrıca büyüklük, kârlılık ve likidite ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Engin, Erbaş ve Sokmen (2019), hisseleri BİST'te işlem gören imalat sanayi işletmelerinin 2009-2016 yıllarında, kaldıraç oranı ile likidite, duran varlık oranı ve net çalışma sermayesi arasında negatif yönlü, borç dışı vergi kalkını ve vergi oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında finansman hiyerarşisi teorisine uygun davrandıkları, fon kaynağı ihtiyacında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını tercih ettikleri, iç fon kaynaklarının yetersiz olması durumunda dış fon kaynaklarını kullanma yoluna gittikleri belirtilmiştir. Yılmaz ve Aslan (2020), 2005-2016 yıllarına ait TCMB Sektör Bilançoları'nda, GSYH değerinin inşaat, gayrimenkul, elektrik-gaz-buhar üretimi ve madencilik sektörlerinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkisinin olmadığı, diğer sektörlerin sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu, döviz kurunun tarım-orman ve balıkçılık, elektrik-gaz-buhar üretimi, inşaat, ulaştırma ve depolama sektörlerinin kaldıraç oranı üzerinde etkili olmadığı belirlenmiştir. Bununla birlikte faiz oranının madencilik, tarım-orman ve balıkçılık, inşaat, toptan perakende ve ulaştırma depolama hizmetleri sektörlerinin kaldıraç oranı üzerinde etkili olmadığı diğer sektörlerin kaldıraç oranı üzerinde etkili olduğu ve etki yönünün sektörel bazda farklılaştığı belirlenmiştir. Konaklama ve yiyecek hizmeti sektörünün kaldıraç oranı üzerinde GSYH değeri ve döviz kurunun anlamlı ve pozitif etkisinin olduğu, faiz oranının ise negatif etkisinin olduğu, enflasyon oranının etkili olmadığı belirlenmiştir.

### 3. MATERYAL ve YÖNTEM

Dünyada meydana gelen refah ve nüfus artışına paralel olarak ekonomiye sağladığı katkılar bakımından turizm sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır. Bu açıdan turizm sektöründe yer alan işletmelerin sermaye yapılarını oluşturma konusundaki kararlar ve söz konusu kararları etkileyen faktörler önemli bir konu haline gelmektedir. Yaşanan ekonomik kriz dönemlerinde turizm sektörünün ülke ekonomisine katkılarının çok önemli olmasının, sektörün finansal kaynak kullanımı ve sermaye yapısı kararlarını anlamının önemini bir kez daha ortaya koyduğu düşünülmektedir. Bu araştırmada Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü (UNWTO) 2018 yılı verilerine göre; dünyada en yüksek turizm gelirin sahip ilk yirmi ülkede faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen makroekonomik değişkenlerin ve sermaye yapısı teorilerinden hangisiyle uyumlu olduğunun belirlenmesi amaçlanmıştır. Araştırmanın amaçları kapsamında, uluslararası alanda turizm işletmelerinin sınıflandırılmasında farklılıkların bulunması analizde yer alacak

işletmelerin sınırlandırılması gerekliliğini doğurmuştur. Dolayısıyla yapılacak karşılaştırmalarda ve toplanacak verilerdeki farklılığın en alt düzeye indirilebilmesi amacıyla Thomson Reuters (Thomson Reuters Business Classification) tarafından otel, motel ve kruz (cruise) sınıflandırması dikkate alınmış ayrıca iş tanımı içerisinde otel bulunan işletmeler analize dâhil edilmiştir. Bu çerçevede araştırmaya, Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün 2018 yılı sıralamasına göre en yüksek turizm gelirene sahip ilk yirmi ülkedeki borsalarda işlem gören konaklama işletmesi sayısının en yüksek olduğu 2011-2017 yılları arasında sermaye yapısını etkileyen makroekonomik değişkenler ülke bazında ortaya konmuştur. Bununla birlikte gerek analize dahil edilecek konaklama işletmesi sayısının en yüksek olduğu yıl olması gerekse 2018'de yaşanan finansal kriz ve hemen ardında yaşanan Covid-19 pandemisinin etkilerinin sonuçlarda sapmalara neden olabileceği nedeniyle çalışma 2011-2017 arasında sınırlandırılmıştır. Belirlenen amaçlar doğrultusunda Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün 2018 yılı verilerine göre dünyanın turizm geliri en yüksek ilk yirmi ülkesinde faaliyette bulunan konaklama işletmeleri araştırmanın evrenini oluşturmaktadır. Bu doğrultuda Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Fransa, İtalya, İspanya, Çin, İngiltere, Almanya, Yunanistan, Tayland, Avustralya, Hollanda, Japonya, Hong Kong, Hindistan, Meksika, Birleşik Arap Emirlikleri, Kanada, Singapur, Malezya ve Türkiye'deki menkul kıymetler borsalarında hisseleri işlem gören ve 2011-2017 yılları arasında borsada işlem gören 275 konaklama işletmesi bulunmaktadır. Borsada işlem gören işletme sayısı on ve üzeri olan 12 ülke bulunmaktadır. Yapılan analizlerde modelin test edilebilmesi aşamasında borsada işlem gören işletme sayısı onun altında kalan ülkeler analize dahil edilememiştir. Bu kapsamda söz konusu ülke borsalarında işlem gören toplam 254 konaklama işletmesi araştırmanın örneklemini oluşturmaktadır.

**Tablo 2.** Analiz Kapsamındaki Ülkeler ve Konaklama İşletmesi Sayıları

Sıra	Anakara	Turizm Gelirleri 2017 (Milyon ABD Doları)	Gelen Turist Sayısı 2017 (1000)	Konaklama İşletmesi Sayısı 2011-2017
1	ABD	210.747	76.941	25
2	İspanya	67.964	81.786	2
3	Fransa	60.681	86.918	13
4	Tayland	57.477	35.381	11
5	İngiltere	51.211	37.651	19
6	Avustralya	41.732	8.815	12
7	Almanya	39.823	37.452	2
8	Japonya	34.054	28.691	27
9	Hong Kong	33.304	27.885	47
10	Çin	32.617	60.740	22
11	Hindistan	27.365	15.543	37
12	Türkiye	22.478	37.601	12
13	Meksika	21.333	39.298	4
14	B.Arap Emirlikleri	21.048	15.790	3
15	Kanada	20.328	20.798	3
16	Singapur	19.707	13.906	12
17	Malezya	18.323	25.948	17
18	Portekiz	17.119	21.200	3
19	Yunanistan	16.528	27.194	2
20	Hollanda	15.867	17.924	2
	<b>Toplam</b>			<b>275</b>

**Kaynak:** Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü 2018 Raporu (UNWTO, 2018), Thomson Reuters Eikon Veri Tabanı

Finans literatürü incelendiğinde sermaye yapısını etkileyen değişkenleri konu alan çalışmaların ağırlıklı olarak mikro (işletmeye özgü) değişkenler üzerinde gerçekleştirdiği makroekonomik değişkenleri konu alan çalışmaların daha kısıtlı olduğu görülmüştür. Bu bağlamda yapılan literatür incelemesi sonucunda oluşturulan ekonometrik model ile modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 3. Modelde Yer Alan Değişkenler**

<b>Bağımlı değişkenler</b>
<b>TOKA:</b> Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı
<b>Bağımsız değişkenler</b>
<b>GSYHbuy:</b> Gayri Safi Yurtiçi Hâsıladaki Büyüme Oranı
<b>ENF:</b> Enflasyon Oranı
<b>DOVIZK:</b> Döviz Kuru (Ulusal Para Birimi/Sepet Kur)
<b>RFO:</b> Risksiz faizOranı
<b>EFVO:</b> Efektif Vergi Oranı (Ödenen Vergi/Vergi Öncesi Gelir)
<b>MDV:</b> Maddi Duran Varlık Oranı (Net Maddi Duran Varlıklar/ Toplam Varlıklar)
<b>AKAR:</b> Aktif Kârlılığı (Net Kâr/Toplam Varlıklar)
<b>SATISlog:</b> Satışların Logaritması

GMM Regresyon Modeli:

$$TOKA = \beta_1 TOKA_{t-1} + \beta_2 GSYH_{i,t} + \beta_3 EVO_{i,t} + \beta_4 ENF_{i,t} + \beta_5 RFO_{i,t} + \beta_6 Dovizk_{i,t} + \beta_7 MDV_{i,t} + \beta_8 AKAR_{i,t} + \beta_9 Satislog_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Makroekonomik değişkenler ile ekonomik kararlar ve politikalar arasında karşılıklı bir etkileşim bulunmaktadır. Makroekonomi; ekonomik politikaların faiz, döviz kuru, yatırım üzerindeki etkileri ve fiyatlar genel seviyesindeki değişim gibi faktörlerle ilgilenmektedir (Dornbusch, Fischer ve Startz, 2004:3). Makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşim değerlendirildiğinde, döviz kurundaki artış, enflasyonda yükselme eğilimine neden olabilmektedir. Bu açıdan, döviz kurlarında meydana gelen bir değişikliğin fiyatlara yansıtacağı söylenebilmektedir. Dolayısıyla döviz kurlarındaki yükseliş, özellikle hammadde ve enerji ithalatı yüksek olan ülkelerde nihai mala yansımakta ve fiyatlar genel düzeyinde bir artışa neden olmaktadır. Söz konusu durum kaynak tercihi de etkileyen bir faktör olmaktadır. Fiyatlarda meydana gelen artış enflasyona yol açmakta ve bu fiyat artışı faiz oranlarına da yansımaktadır. Bu nedenle piyasadaki faiz oranlarında meydana gelen değişim borçlanmanın maliyetini de değiştiren bir unsur olmaktadır. Borçlanma maliyetleri yatırım kararlarını etkilerken büyüme üzerinde de dolaylı etkiler yaratabilmektedir (Akgüç, 1998). Konjonktürel dalgalanmalardan etkilenme düzeyi yüksek olan sektörlerde öz kaynak kullanımının tercihi riskin azaltılmasında önemli bir faktör olabilmektedir. Faiz ödemelerinin vergiden düşürülecek bir gider olması, yükselen borçlanma maliyetleri açısından olumlu bir şekilde değerlendirilebilmektedir. Bu bağlamda dikkat edilmesi gereken husus, borç ile vergi arasında bir denge kurulamaması durumunda finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerinin ortaya çıkabileceğidir. Aynı durum vergi oranlarının yükselmesi beklentisinde de geçerli olabilmektedir. Makroekonomik değişkenler ve bu değişkenler arasındaki ilişki farklı açılardan da değerlendirilebilmektedir. Bu açıdan sözü geçen ilişkiler, sermaye yapısı kararlarında makroekonomik değişkenlerin ne yönde etkilerinin olabileceği hakkında fikir teşkil etmesi bağlamında verilmiştir.

Panel veri yöntemleri; hane halkının, işletmelerin ve ülkelerin farklı eğilim ve davranışlarını ve benzeri kesit birimlere özgü farklılıkları dikkate alarak, bu farklılıkların model içinde kontrolüne ve ölçülmesine izin vermeleri açısından finans literatüründe sıkça kullanılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte panel veri yöntemleri, analiz kapsamında yer alan ülke ve verileri kullanılan işletmelere ilişkin daha fazla bilgi elde edilmesine imkân tanımaktadır. Ayrıca yöntem olarak panel verilerin (yatay kesit

verileri ve zaman serisi verilerine göre daha fazla bilgi taşıdığı), değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı, daha fazla serbestlik derecesi ve daha fazla etkinlik sağladığı belirtilmektedir (Tatoğlu, 2013). Bu bağlamda, panel veriler yatay kesit verilerinde veya zaman serisi verilerinde kolayca gözlenemeyen etkileri daha iyi belirleyebilme, ölçebilme ve karmaşık davranış modelleri ile çalışabilme imkânı sunmaktadır (Kaplan, 2016; Karadeniz, Kaplan, & Günay, 2016).

Arellano ve Bond'un (1991) Genelleştirilmiş Momentler Metod'u (GMM) modelde yer alan değişkenlerin birinci fark modeli araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmesi ve daha sonra dönüştürülen modelin genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesine dayanan bir panel veri yöntemidir. Birinci fark alınarak tahmin edilen modellerde bazı birimlere ait verilerin kaybolmasına neden olduğu yapılmış araştırmalar sonucunda ortaya konmuştur. Bu bağlamda veri kaybının en düşük seviyede gerçekleşmesine imkân tanıyan Arellano ve Bover/ Blundell ve Bond Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi kullanılmaktadır. Arellano ve Bover/ Blundell ve Bond Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi'nde birinci farklar yönteminde olduğu gibi cari dönemden bir önceki dönemin farkını almak yerine bir değişkenin tüm gelecek verilerinin ortalamasının farkı alınarak analiz gerçekleştirilebileceği belirtilmektedir (Tatoğlu, 2013). Dinamik panel veri modellerinde elde edilen sonuçların geçerliliği Wald değeri, Sargan/Hansen testi ve Arellano-Bond otokorelasyon testi ile incelenmektedir. Wald değeri testi, modelde kullanılan değişkenlerin bütün olarak anlamlılığını ortaya koyarken, Sargan/Hansen testi ise modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerliliğini test etmede kullanılmaktadır (Roodman, 2009). Başka bir ifadeyle Sargan/Hansen testi, araç değişkenlerin panel tahminlerde aşırı belirleme kısıtlarının bulunup bulunmadığını test etmek amacıyla kullanılmaktadır. Arellano-Bond testi ise modelde otokorelasyonun varlığını gösteren değerdir (Dökmen, 2012; İskenderoğlu, Karadeniz, & Atioğlu, 2012). Genelleştirilmiş momentler tahmincisinin etkinliğinin ikinci derecede otokorelasyon olmamasına dayandığı belirtilmektedir (İskenderoğlu, 2008). Bu bağlamda Arellano-Bond testinde birinci dereceden otokorelasyonu gösteren AR(1) sürecinde otokorelasyonun bulunması önem ifade etmemektedir. Ancak analizin geçerliliği açısından AR(2) sürecinde otokorelasyon olmaması beklenmektedir (Tatoğlu, 2013). Verilerin zaman serisi özelliğini dikkate alması ve yanlış sonuçlara yer vermemesi sebebiyle bu araştırmada Arellano-Bond (1991) tarafından ortaya atılan daha sonra Arellano-Bover (1995) ve Blundell-Bond (1998) araştırmasında geliştirilen Arellano- Bover / Blundell-Bond Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu analizi gerçekleştirilmiştir.

#### 4. BULGULAR

Araştırmanın bu bölümünde turizm geliri bağlamında ilk yirmi içerisinde yer alan ve 2011-2017 yılları arasında halka açık işletme sayısı onun üzerinde olan ülkelere ait tanımlayıcı istatistikler ülke bazında ayrı ayrı verilmiştir. Bu bağlamda en yüksek turizm gelirine sahip yirmi ülkede 2011-2017 yılları arasında halka açık konaklama işletmesi sayısı onun üzerinde olan 12 ülke bulunmaktadır. Söz konusu ülkelere ait tanımlayıcı istatistik tabloları, tablo sayısının fazla olması ve sunum konusunda sıkıntılara neden olması sebebiyle, iki grup halinde incelenmiştir. İlk grupta halka açık konaklama işletmesi sayısı 10-15 arasında olan ülkelere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 4'de sunulmuştur. İkinci grupta halka açık konaklama işletmesi sayısı 16 ve üstü olan ülkelere yönelik tanımlayıcı istatistikler Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 4 incelendiğinde Tayland'da 11, Avustralya, Türkiye ve Singapur'da 12, Fransa'da ise 13 halka açık konaklama işletmesinin bulunduğu görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynak kullanımında en yüksek ortalamaların %26 ile Fransa'da olduğu, en düşük ortalama kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının ise %15 ile Singapur'da olduğu belirlenmiştir. Uzun vadeli yabancı kaynak kullanım ortalamasının en yüksek %21 ile Tayland'da olduğu, en düşük ortalama uzun vadeli yabancı kaynak kullanım oranının %11 ile Türkiye'de olduğu belirlenmiştir. Toplam kaldıraç oranı bağlamında en yüksek ortalamaların %42 ile Fransa'da olduğu, en düşük ortalamaların ise %31 ile Türkiye'de gerçekleştiği gözlenmektedir. Maddi duran varlık oranları incelendiğinde en yüksek ortalamaların %61

ile Tayland'da olduğu, en düşük ortalama maddi duran varlık oranının %40 ile Singapur'da olduğu belirlenmiştir. 2011-2017 yılları arasında halka açık konaklama işletmesi sayısının 10-15 arasında olduğu ülkelerde efektif vergi oranında en yüksek ortalamanın %31 ile Singapur'da gerçekleştiği, en düşük ortalamanın ise %-4 ile Türkiye'de gerçekleştiği gözlenmektedir. En yüksek aktif kârlılık ortalamasına sahip ülkenin %3 ile Tayland olduğu, en düşük ortalamanın %0,5 ile Avustralya'da olduğu belirlenmiştir. Büyüklük göstergesi olan satışların logaritmasında en yüksek ortalamanın 5.138 ile Fransa'da gerçekleştiği, en düşük ortalamanın ise 4,583 ile Avustralya'da gerçekleştiği görülmektedir.

**Tablo 4.** Borsada İşlem Gören Konaklama İşletmesi Sayısı 10-15 Arasında Olan Ükelere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

TAYLAND											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	77										
Ortalama	0.179	0.212	0.392	0.611	0.119	0.034	4.919	47.975	1.551	3.160	3.181
Standart Sapma	0.095	0.158	0.180	0.191	0.554	0.061	0.645	0.910	1.541	0.597	2.006
Minimum	0.020	0.000	0.020	0.181	-3.569	-0.156	2.904	46.693	-0.900	2.178	0.840
Maximum	0.534	0.547	0.687	0.945	0.840	0.297	6.210	49.948	3.809	3.780	7.243
AVUSTRALYA											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	84										
Ortalama	0.182	0.188	0.370	0.469	0.173	0.005	4.583	1.687	2.105	3.328	2.724
Standart Sapma	0.183	0.196	0.230	0.274	0.246	0.379	1.401	0.151	0.645	0.805	0.510
Minimum	0.001	0.000	0.001	0.000	-0.093	-2.178	0.000	1.479	1.276	2.336	2.336
Maximum	0.851	0.818	1.000	0.938	1.969	2.431	6.472	1.869	3.303	4.879	3.900
TÜRKİYE											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	84										
Ortalama	0.195	0.111	0.306	0.481	-0.040	0.011	4.805	3.525	8.328	9.290	6.610
Standart Sapma	0.156	0.137	0.223	0.316	0.614	0.204	1.670	0.824	1.392	1.006	2.462
Minimum	0.000	0.000	0.002	0.000	-4.756	-1.362	0.000	2.644	6.472	7.710	3.184
Maximum	0.741	0.549	0.801	0.976	1.150	0.468	7.325	5.058	11.144	11.170	11.114
SİNGAPUR											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	84										
Ortalama	0.148	0.171	0.320	0.396	0.314	0.017	4.752	1.926	1.818	5.353	4.140
Standart Sapma	0.126	0.130	0.170	0.248	1.218	0.146	0.855	0.025	2.179	0.033	1.092
Minimum	0.006	0.000	0.006	0.000	-0.596	-0.611	1.792	1.902	-0.532	5.280	2.892
Maximum	0.661	0.464	0.711	0.813	10.794	1.002	5.807	1.986	5.248	5.380	6.262
FRANSA											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	91										
Ortalama	0.258	0.161	0.419	0.464	0.258	0.027	5.138	142.617	0.956	1.693	1.215
Standart Sapma	0.158	0.114	0.179	0.237	0.791	0.048	0.795	6.089	0.759	0.978	0.697
Minimum	0.088	0.000	0.112	0.047	-3.945	-0.098	3.991	135.517	0.038	0.468	0.313
Maximum	0.661	0.474	0.745	0.940	4.545	0.018	6.889	150.539	2.112	3.321	2.260

KVK; kısa vadeli kaldıraç, UVK; uzun vadeli kaldıraç, TOKA; toplam kaldıraç, MDV; maddi duran varlık oranı, EFVO; efektif vergi oranı, AKAR; Aktifkârlılığı, SATISlog; satışların büyüklüğü, DOVIZK; sepet kur, ENF; enflasyon oranı, RFO; on yıllık devlet tahvili faiz oranı, GSYHBuy; gayri safi yurtiçi hasıladaki büyüme oranını ifade etmektedir.

Makroekonomik değişkenlere yönelik sonuçlar incelendiğinde döviz kuru sepetinde en yüksek ortalamanın 142,617 ile Fransa'da olduğu, en düşük ortalamanın ise 1,687 ile Avustralya'da geręekleştii belirlenmiştir. En yüksek enflasyon oranı ortalamasının %8,328 ile Türkiye'de geręekleştii, en düşük enflasyon oranı ortalamasının ise %0,956 ile Fransa'da geręekleştii belirlenmiştir. Risksiz faiz oranı göstergesi olarak alınan on yıllık devlet tahvili faiz oranında en yüksek ortalamanın %9,29 ile Türkiye'de olduğu, en düşük risksiz faiz oranının ise %1,693 ile Fransa'da olduğu belirlenmiştir. Gayri safi yurt içi hâsıla büyüme oranında en yüksek ortalamanın %6,61 ile Türkiye'de geręekleştii, en düşük ortalamanın ise %1,215 ile Fransa'da geręekleştii gözlenmektedir.

**Tablo 5.** Borsada İşlem Gören Konaklama İşletmesi Sayısı 16-50 Arası Olan Ülkelere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

İNGİLTERE											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	133										
Ortalama	0.189	0.264	0.453	0.675	0.149	0.037	5.462	0.982	2.015	2.065	2.007
Standart Sapma	0.148	0.169	0.192	0.265	0.225	0.062	1.233	0.053	1.080	0.637	0.469
Minimum	0.030	0.000	0.116	0.003	-1.052	-0.097	3.045	0.916	0.368	1.236	1.447
Maximum	0.812	0.652	0.936	0.966	1.039	0.371	7.243	1.077	3.856	3.136	2.948
ÇİN											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	154										
Ortalama	0.312	0.084	0.396	0.378	0.234	0.032	5.250	9.420	2.514	5.315	7.554
Standart Sapma	0.161	0.106	0.200	0.187	0.771	0.051	0.750	0.418	1.254	0.878	0.922
Minimum	0.070	0.000	0.070	0.007	-6.138	-0.244	3.060	8.713	1.400	4.350	6.737
Maximum	0.911	0.439	0.987	0.801	6.688	0.195	6.797	10.200	5.400	6.560	9.551
ABD											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	175										
Ortalama	0.151	0.404	0.557	0.61	0.208	0.032	5.948	1.474	1.689	2.255	2.108
Standart Sapma	0.102	0.224	0.225	0.226	0.525	0.065	0.951	0.075	0.864	0.332	0.452
Minimum	0.02	0	0.06	0.013	-3.54	-0.204	3.48	1.387	0.119	1.802	1.551
Maximum	0.546	0.875	0.981	0.964	3.605	0.492	7.359	1.579	3.156	2.786	2.881
MALEZYA											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	119										
Ortalama	0.184	0.117	0.301	0.485	0.285	0.002	4.991	5.217	2.593	4.663	5.240
Standart Sapma	0.160	0.113	0.179	0.240	2.066	0.063	0.855	0.472	0.746	0.126	0.592
Minimum	0.011	0.000	0.018	0.055	-7.972	-0.409	3.340	4.731	1.664	4.544	4.223
Maximum	0.768	0.465	0.781	0.951	19.417	0.141	6.804	5.963	3.871	4.915	6.007
JAPONYA											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	189										
Ortalama	0.269	0.222	0.491	0.554	0.338	0.017	5.527	147.653	0.561	0.497	1.074
Standart Sapma	0.163	0.17	0.208	0.231	0.791	0.068	0.663	16.254	0.964	0.389	0.749
Minimum	0.095	0	0.095	0.046	-0.892	-0.505	4.352	122.214	-0.268	-0.066	-0.115
Maximum	0.812	0.723	0.935	0.94	7.85	0.13	6.92	169.354	2.762	1.102	2
HİNDİSTAN											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	259										
Ortalama	0.201	0.208	0.408	0.642	0.207	0.020	4.002	87.249	6.962	10.072	6.832
Standart Sapma	0.140	0.202	0.232	0.241	0.747	0.060	1.140	6.558	2.686	0.350	1.085
Minimum	0.019	0.000	0.033	0.000	-5.372	-0.253	0.000	73.678	2.491	9.508	5.241
Maximum	0.767	0.858	0.974	0.983	3.965	0.177	5.857	93.399	10.907	10.604	8.170
HONG KONG											
Değişkenler	KVK	UVK	TOKA	MDV	EFVO	AKAR	SATISlog	DOVIZK	ENF	RFO	GSYHBuy
Gözlem Sayısı	287										
Ortalama	0.185	0.131	0.315	0.341	0.090	0.027	5.116	11.454	3.570	5.000	2.969
Standart Sapma	0.146	0.144	0.185	0.232	0.732	0.136	1.032	0.578	1.228	0.000	0.987
Minimum	0.009	0.000	0.008	0.000	-10.866	-1.210	2.585	10.789	1.481	5.000	1.700
Maximum	0.803	0.749	0.937	0.933	3.167	0.340	7.053	12.288	5.277	5.000	4.815
KVK; kısa vadeli kaldıraç, UVK; uzun vadeli kaldıraç, TOKA; toplam kaldıraç, MDV; maddi duran varlık oranı, EFVO; efektif vergi oranı, AKAR; Aktif kârlılığı, SATISlog; satışların büyüklüğü, DOVIZK; sepet kur, ENF; enflasyon oranı, RFO; on yıllık devlet tahvili faiz oranı, GSYHBuy; gayri safi yurtiçi hasıladaki büyüme oranını ifade etmektedir.											



Halka açık konaklama işletmesi sayısı 16 ve üstü olan ülkelere ait tanımlayıcı istatistiklerin yer aldığı Tablo 5. incelendiğinde; KVK kullanımında en yüksek ortalamanın 0,312 ile Çin'de, en düşük ortalamanın ise 0,151 ile ABD'de gerçekleştiği belirlenmiştir. UVK kullanımı açısından en yüksek ortalamanın 0,404 ile ABD'de, en düşük kullanımın 0,084 ile Çin'de gerçekleştiği belirlenmiştir. TOKA kullanımı açısından en yüksek ortalamanın 0,557 ile ABD'de, en düşük ortalamanın 0,315 ile Hong Kong'da gerçekleştiği belirlenmiştir. EFVO açısından en yüksek ortalamanın 0,338 Japonya'da, en düşük ortalamanın 0,002 ile Malezya'da gerçekleştiği saptanmıştır. AKAR açısından en düşük ortalamanın Malezya'da, en yüksek ortalamanın 0,037 ile İngiltere'de gerçekleştiği belirlenmiştir. SATISlog yani büyüklük açısından en yüksek ortalamanın 5,948 ile ABD'de en düşük ortalamanın 4,002 ile Hong Kong'da gerçekleştiği belirlenmiştir.

DOVIZK bağlamında en yüksek ortalamanın 147,653 ile Japonya'da, en düşük ortalamanın 0,982 ile İngiltere'de gerçekleştiği belirlenmiştir. ENF açısından en yüksek ortalamanın %6,962 ile Hindistan'da, en düşük ortalamanın %0,561 ile Japonya'da gerçekleştiği belirlenmiştir. RFO açısından en yüksek ortalamanın %10,062 ile Hindistan'da, en düşük ortalamanın %0,497 ile Japonya'da gerçekleştiği belirlenmiştir. GSYHBuy bağlamında en yüksek ortalamanın %7,554 ile Çin'de, en düşük ortalamanın %1,074 ile Japonya'da gerçekleştiği belirlenmiştir.

Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün 2018 yılı sıralamasında turizm gelirleri bağlamında ilk yirmi de yer alan ve 2011-2017 yılları arasında verisine ulaşılabilen halka açık konaklama işletmesi sayısı on ve üzeri olan ülkelerdeki işletmelerinin sermaye yapıları üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenlerin tespitine yönelik gerçekleştirilen GMM analizi tahmin sonuçları yer almaktadır. Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü 2018 sıralamasında yer alan ve halka açık konaklama işletmesi sayısı onun üzerinde bulunan on iki ülke yer almaktadır. Söz konusu ülkelerin analiz sonuçları boyutlarının büyük olması nedeniyle iki tablo halinde sunulmuştur.

Tablo 6 incelendiğinde Hindistan'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde maddi duran varlık, efektif vergi oranı, aktif kârlılığı ve büyüklüğün negatif yönde, enflasyonun ise pozitif yönde etkisinin olduğu belirlenmiştir. Fransa'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin sermaye yapıları üzerinde maddi duran varlık oranının pozitif, aktif kârlılığının negatif yönde bir etkisinin olduğu, Avustralya'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin sermaye yapıları üzerinde büyüklük, enflasyon ve GSYH büyüme oranının pozitif yönde etkisinin olduğu belirlenmiştir. Malezya'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde yalnızca büyüklüğün negatif yönde, Türkiye'de ise yalnızca döviz kurunun pozitif yönde bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Çin'de faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde efektif vergi oranı, aktif kârlılığı ve risksiz faiz oranlarının negatif yönde bir etkisinin olduğu saptanmıştır.

**Tablo 6: Ülke Bazında Model Tahmin Sonuçları (2011-2017)**

	Çin	Malezya	Türkiye	Fransa	Hindistan	Avustralya
Değişkenler/Ülke	Sys. GMM	Sys. GMM	Sys. GMM	Sys. GMM	Sys. GMM	Sys. GMM
	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>
TOKA <sub>i,t-1</sub>	0.372 (0.008)***	0.482 (0.000)***	-0.439 (0.420)	0.660 (0.009)***	0.954 (0.000)***	0.830 (0.000)
MDV	0.135 (0.397)	-0.063 (0.252)	0.241 (0.315)	0.392 (0.023)**	-0.076 (0.061)**	-1.958 (0.221)
EFVO	-0.010 (0.000)***	0.002 (0.323)	-0.014 (0.579)	-0.001 (0.949)	-0.010 (0.000)***	0.042 (0.536)
AKAR	-2.042 (0.000)***	-0.033 (0.688)	0.101 (0.494)	-1.384 (0.002)***	-0.428 (0.000)***	-0.063 (0.805)
SATIŞlog	0.088 (0.026)**	-0.103 (0.002)***	-0.026 (0.311)	-0.100 (0.437)	-0.060 (0.000)***	0.189 (0.056)**
DOVİZK	0.031 (0.110)	-0.012 (0.324)	0.247 (0.051)**	-0.001 (0.345)	0.000 (0.996)	1.108 (0.190)
ENF	0.040 (0.042)**	0.002 (0.726)	0.040 (0.420)	-0.003 (0.854)	0.004 (0.042)**	0.356 (0.012)**
RFO	-0.062 (0.001)***	-0.067 (0.176)	-0.160 (0.248)	0.001 (0.978)	-0.006 (0.701)	-0.312 (0.016)**
GSMHBUY	0.060 (0.102)	-0.005 (0.544)	-0.022 (0.249)	0.011 (0.667)	-0.001 (0.715)	-2.148 (0.044)**
Sabit	-0.693 (0.056)	1.064 (0.000)	0.778 (0.092)	0.674 (0.390)	0.385 (0.088)	-2.148 (0.234)
Sargan/Hansen	13.989 (0.784)	5.417 (0.999)	3.216 (0.999)	2.470 (0.997)	17.896 (0.529)	4.785 (0.999)
AR (2)	0.368 (0.713)	1.012 (0.311)	-2.023 (0.043)	1.315 (0.188)	0.594 (0.552)	1.311 (0.189)
Wald testi	21401.62 (0.000)	672.27 (0.000)	47.54 (0.000)	85.16 (0.000)	3619.53 (0.000)	1592.68 (0.000)
F testi	2113.92 (0.000)	64.04 (0.000)	4.23 (0.014)	7.71 (0.001)	375.36 (0.000)	141.65 (0.000)
p değerleri parantez içinde yer almaktadır. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir						
TOKA; toplam kaldıraç, MDV; maddi duran varlık oranı, EFVO; efektif vergi oranı, AKAR; Aktif kârlılığı, SATISlog; satışların büyüklüğü, DOVİZK; sepet kur, ENF; enflasyon oranı, RFO; on yıllık devlet tahvili faiz oranı, GSMHBuy; gayri safi milli hasıladaki büyüme oranını ifade etmektedir.						

Tablo 7 incelendiğinde; İngiltere’de faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde efektif vergi oranı ve aktif kârlılığının negatif, büyüklüğün pozitif yönde bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Japonya’da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde maddi duran varlık oranı, döviz kuru ve risksiz faiz oranlarının pozitif yönde diğer değişkenlerin negatif yönde etkisinin olduğu belirlenmiştir. ABD’de faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yıllarında

sermaye yapıları üzerinde efektif vergi oranı, büyüklük ve döviz kurunun pozitif yönde bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Hong Kong'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde maddi duran varlık oranı, aktif kârlılığı, enflasyon ve GSYH büyüme oranının negatif yönde etkisinin olduğu saptanmıştır. Singapur'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde yalnızca aktif kârlılığının negatif yönde bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Tayland'da faaliyette bulunan halka açık konaklama işletmelerinin 2011-2017 yılları arasında sermaye yapıları üzerinde hiçbir değişkenin istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı belirlenmiştir.

**Tablo 7: Ülke Bazında Model Tahmin Sonuçları (2011-2017)**

Değişkenler/Ülke	İngiltere	Japonya	Singapur	Tayland	ABD	Hong Kong
	Sys. GMM	Sys. GMM	Sys. GMM	Sys.GMM	Sys. GMM	Sys. GMM
	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>	TOKA <sub>i,t-1</sub>
	0.562 (0.000)***	0.635 (0.000)***	0.548 (0.000)***	0.545 (0.275)	0.621 (0.000)***	0.832 (0.000)***
<b>MDV</b>	0.060 (0.179)	0.353 (0.000)***	-0.016 (0.936)	0.018 (0.910)	0.004 (0.943)	-0.050 (0.043)**
<b>EFVO</b>	-0.027 (0.017)**	-0.006 (0.000)***	-0.002 (0.119)	0.006 (0.166)	0.012 (0.002)***	0.006 (0.101)
<b>AKAR</b>	-0.407 (0.000)***	-0.380 (0.000)***	-0.114 (0.068)*	-0.209 (0.369)	-0.182 (0.000)***	-0.105 (0.000)***
<b>SATIŞlog</b>	0.049 (0.075)**	-0.083 (0.000)***	0.044 (0.402)	-0.170 (0.364)	0.047 (0.001)***	0.047 (0.000)***
<b>DOVİZK</b>	0.014 (0.900)	0.000 (0.003)***	-0.058 (0.966)	0.001 (0.836)	0.223 (0.000)***	0.023 (0.001)***
<b>ENF</b>	-0.002 (0.690)	-0.010 (0.000)***	-0.001 (0.913)	-0.006 (0.154)	-0.015 (0.050)**	-0.021 (0.000)***
<b>RFO</b>	0.005 (0.742)	0.031 (0.000)***	0.096 (0.515)	0.013 (0.379)	-0.029 (0.001)***	-----
<b>GSMHBUY</b>	-0.015 (0.296)	-0.011 (0.000)***	-0.009 (0.725)	-0.001 (0.913)	-0.006 (0.432)	-0.007 (0.020)**
<b>Sabit</b>	-0.112 (0.582)	0.419 (0.000)	-0.437 (0.891)	0.914 (0.348)	-0.299 (0.009)	-0.352 (0.000)
<b>Sargan/Hansen</b>	8.260 (0.983)	16.788 (0.604)	2.450 (0.999)	1.160 (1.000)	17.578 (0.551)	24.220 (0.188)
<b>AR (2)</b>	0.079 (0.937)	-0.222 (0.824)	1.084 (0.278)	-1.020 (0.307)	0.374 (0.7099)	0.631 (0.528)
<b>Wald testi</b>	1246.76 (0.000)	21805.08 (0.000)	118.27 (0.000)	56.76 (0.000)	111168.76 (0.000)	1806.72 (0.000)
<b>F testi</b>	120.60 (0.000)	2202.63 (0.000)	10.52 (0.000)	4.94 (0.010)	1119.37 (0.000)	323.45 (0.000)
p değerleri parantez içinde yer almaktadır. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir						
TOKA; toplam kaldıraç, MDV; maddi duran varlık oranı, EFVO; efektif vergi oranı, AKAR; Aktif kârlılığı, SATISlog; satışların büyüklüğü, DOVİZK; sepet kur, ENF; enflasyon oranı, RFO; on yıllık devlet tahvili faiz oranı, GSMHBuy; gayri safi milli hasıladaki büyüme oranını ifade etmektedir.						

## 5. SONUÇ ve ÖNERİLER

Günümüzde yaşanan siyasal, sosyal ve teknolojik gelişmelerle birlikte sermaye piyasalarının küreselleşmesi yatırımcıların kaynak aktarabileceği alanı genişletmiştir. Söz konusu genişlemeler işletmelerin finansmanda kullanabilecekleri kaynak çeşitliliğinde de bir artış meydana getirmiştir. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin yoğunluk kazanması yapılacak yatırımların içerdiği sistematik risklerin çeşitliliğini de artırmaktadır. Bu bağlamda finans yöneticilerinin alacakları sermaye yapısı kararlarında daha fazla unsura dikkat etmeleri ve söz konusu unsurların etkileri konusunda bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. 2008 finansal krizinin etkileri henüz atlatılmamışken 2019 yılı sonunda ortaya çıkan ve 2020 yılında tüm dünyayı etkileyen Covid-19 salgınının, finansal krizin etkilerinin katlanarak artmasına ve yeni siyasal, sosyal ve finansal krizlerin oluşmasına da temel olacağı düşünülmektedir. Küresel salgın kapsamında alınan önlemler dünyada üretimin durma noktasına gelmesine neden olmuştur. Yaşanan belirsizlikle birlikte riskler artmış ve yatırımcılar güvende hissettikleri zararın en alt düzeyde olacağını düşündükleri yatırım araçlarını tercih etmeye başlamıştır. Söz konusu durum sermaye hareketlerini artırmış, döviz ve emtia fiyatlarında öngörülemeyen dalgalanmalara neden olmuştur. Yaşanan gelişmelerle birlikte ülkelerin, ekonomilerini ayakta tutabilmek adına olağanüstü önlemler almaları gerekmiştir. Bununla birlikte işletmelerin ayakta kalabilmeleri alınacak finansal kararların etkinliğine bağlı olmaktadır. Bu kapsamda finans yöneticilerinin yaşanan gelişmeler ışığında işletmeyi etkileyecek mikro ve makroekonomik faktörler hakkında bilgi sahibi olmaları işletmenin geleceği için önemli bir konu haline gelmiştir. İşletmenin sermaye yapısını etkileyen makroekonomik faktörlerin neler olduğu ve söz konusu değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerinin ne yönde olacağı hakkında fikir sahibi olmaları önem kazanan konular arasındadır.

Araştırma sonucunda efektif vergi oranının ABD’de faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerinde pozitif yönlü; Çin, Hindistan, İngiltere ve Japonya’da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerinde negatif yönlü bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda ABD’de konaklama işletmelerinin ödediği vergi oranı artıkça sermaye yapılarında borca yer verme oranlarının arttığı ve borcun sağladığı vergi avantajından faydalandıkları söylenebilir. Diğer taraftan Çin, Hindistan, İngiltere ve Japonya’da konaklama işletmelerinin ödeyecekleri vergi miktarı artıkça borç kullanımlarının azaldığı ve dolayısıyla vergi avantajından faydalanamadıkları söylenebilir. Söz konusu durumun Çin, Hindistan, İngiltere ve Japonya’da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin finansal esneklik sağlamak ve gelecekte oluşabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek, beklenmeyen nakit akımı şokları karşısında daha hızlı hareket edebilmek ve fon kaynaklarına daha az maliyetli ve daha çabuk ulaşabilmek için borçlanma oranlarını düşürmelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Bununla birlikte artan vergi miktarının kârlılık üzerinde negatif bir etki yaratması sonucunda borcun geri ödenmesi aşamasında sıkıntılar yaşanmasına dolayısıyla konaklama işletmelerinin gelecekte yabancı kaynak bulmada sorunlarla karşılaşmalarına neden olduğu ifade edilebilir.

Ülke bazında yapılan analizler sonucunda döviz kurunun Türkiye, ABD, Hong Kong ve Japonya’da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin borçlanma düzeyi üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda Türkiye, ABD, Hong Kong ve Japonya’da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin faaliyet gösterdikleri sektörün niteliğine bağlı olarak elde edilen gelirin döviz ağırlıklı gerçekleşmesinden kaynaklı döviz kurlarında meydana gelen bir artışın gelir üzerinde pozitif etkisi olabilmektedir. Dolayısıyla gelirlerde meydana gelen artış konaklama işletmelerinin borç ödeme kapasitelerini artırarak daha fazla yabancı kaynak kullanmalarına imkân sağlamaktadır. Söz konusu durumda konaklama işletmelerinin sermaye yapılarında kaldıraçtan faydalanma oranlarını artırdıkları ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini düşürdükleri söylenebilir. Burada konaklama işletmelerinin gelir ve giderlerinin farklı para birimi olması durumunda yukarıda tartışma bölümünde ve önceki paragraflarda yer verilen açıklamaların dikkate alınması gerektiği ifade edilebilir. Bu bağlamda Türkiye, ABD, Hong Kong ve Japonya’da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin döviz kuru

kapsamında sermaye yapısı kararlarında dengeleme teorisinin varsayımlarına uygun hareket ettikleri söylenebilir.

Sermaye yapısı üzerinde etkisi incelenen bir diğer değişken olan enflasyon oranının Avustralya, Çin ve Hindistan'da faaliyette bulunun konaklama işletmelerinde pozitif yönlü; Hong Kong, Japonya ve ABD'de ise negatif yönlü bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda Avustralya, Çin ve Hindistan'da enflasyon oranında meydana gelen bir artışın gelecekte faiz oranlarını artıracığı beklentisiyle konaklama işletmelerinin mevcut durumda daha düşük maliyetle borçlanma yoluna gittikleri söylenebilir. Diğer taraftan Hong Kong, Japonya ve ABD'de faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin; enflasyon oranının yükselmesiyle kredi kurumlarının kredi kanallarını kapatmaları ve borçlanma maliyetlerinin artması sonucunda sermaye yapılarında borç kullanım oranlarını düşürdükleri söylenebilir. Bu bağlamda enflasyon oranı kapsamında Avustralya, Çin ve Hindistan'da faaliyette bulunun konaklama işletmelerinin dengeleme teorisiyle, Hong Kong, Japonya ve ABD'de faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin ise finansal hiyerarşi teorisiyle uyumlu yönde hareket ettikleri söylenebilir.

Ülke bazında yapılan analizler sonucunda GSYH büyüme oranının Avustralya'da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerinde pozitif yönlü, Hong Kong ve Japonya'da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinde ise negatif yönlü bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda Avustralya'da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin GSYH büyüme oranının artmasıyla ekonominin genişleyeceği, refah düzeyinin artmasıyla harcamaların artacağı dolayısıyla gelecekte yatırımların artacağı ve işletmelerin gelirlerinin artacağı beklentisiyle yöneticilerin risk iştahlarının arttığı ve yabancı kaynak kullanımına yöneldikleri söylenebilir. Diğer açıdan Hong Kong ve Japonya'da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin GSYH büyüme oranında meydana gelen artışla ekonominin büyüyeceği ve işletme gelirlerinin artacağı beklentisiyle yabancı kaynak kullanımını azaltarak oluşacak içsel fonların kullanımına yöneldikleri düşünülmektedir. Bu bağlamda GSYH büyüme oranı kapsamında Avustralya, Hong Kong ve Japonya'da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin sermaye yapılarında dengeleme ve finansal hiyerarşi teorileriyle uyumlu yönde hareket ettikleri söylenebilir. Bununla birlikte analiz edilen dönem kapsamında Malezya, Fransa, Singapur ve Tayland'da faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerinde analize dâhil edilen değişkenlerin hiç birinin anlamlı bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir.

Turizm sektörü içerisinde önemli bir paya sahip olan konaklama işletmelerinin son yıllarda meydana gelen olumsuz ekonomik koşullar ışığında ayakta kalabilmeleri etkin bir finansal yönetim anlayışını gerektirmektedir. Finansal yönetim alanında alınacak kararlar sermaye yapısı ve maliyetini etkilemesi bağlamında firma değerinin korunması ve artırılması yönünde önem arz etmektedir. Bu kapsamda finans yöneticilerinin sermaye yapısını etkileyen değişkenler ve söz konusu değişkenleri etkileyen unsurlar konusunda bilgi sahibi olmaları gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada turizm sektörü ve ülke ekonomisine katkıları bağlamında önemli bir yere sahip olan konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerinde etkili olan değişkenler incelenmiştir. Çalışma kapsamında gerçekleştirilen analizler sonucunda sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin konaklama işletmelerinin faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyi, analizin yapıldığı dönem ve dikkate alınan değişkenler bazında farklılaştığı görülmektedir. Bu bağlamda çalışmada elde edilen sonuçlar sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin; ülke, sektör ve ekonomik durum açısından farklılaştığını ve sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri tamamen açıklayan, kesin çizgilerle ayıran bir teorisinin olmadığını desteklemektedir. Bununla birlikte çalışma sonucunda analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında genel olarak dengeleme ve finansal hiyerarşi teorisiyle uyumlu yönde hareket ettikleri söylenebilir.

Finans literatüründe sermaye yapısı teorisi yıllardır işlenen bir konu olsa da turizm sektörüne yönelik makroekonomik faktörlerin incelendiği uluslararası karşılaştırma içeren çok az sayıda çalışmaya rastlanmıştır. Bu bağlamda çalışmada elde edilen bilgilerin konuyla ilgili olarak literatüre katkı

sağlamasının yanı sıra sektör yöneticilerine alacakları kararların etkinliği bağlamında katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Çalışmada elde edilen sonuçlar ve yukarıda yer verilen yorumlar ışığında konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında içinde buldukları ekonomik koşullar, faaliyette buldukları dönem ve dikkate alınan değişkenler yönünde hareket etmeleri tavsiye edilmektedir. Bu bağlamda çalışmanın analize dahil edilen ülke, işletme ve yıllar ile kısıtlı olduğu ve sonuçların söz konusu kısıtlar çerçevesinde yorumlandığı unutulmamalıdır. Gelecekte turizm sektörünün diğer aktörlerini kapsayan (seyahat, ulaştırma, yiyecek-içecek) daha fazla veriyi ve farklı analiz tekniklerini içeren çalışmaların turizm sektöründe sermaye yapısı kararlarının alınmasına daha fazla katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte borsada işlem görmeyen konaklama işletmesi ve turizm sektöründeki diğer işletmelerin finansal verilerine ulaşmak kolay olmasa da bu tarz çalışmaların gerçekleştirilmesinin sektörün sermaye yapısının ortaya konmasında faydalı olacağı düşünülmektedir.

#### KAYNAKÇA

Akgüç, Ö. (1998).(7.Bs.)*Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

Akhtar, S., & Oliver, B. (2009). Determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations. *International review of finance*, 9(1-2), 1-26.

Akkaya, G. C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği Ve Karlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*,30 (1), 30.

Akman, E. (2012). Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi,Zonguldak.

Alipour, M., Mohammadi, M. S.& Derakhshan, H. (2015). Determinants Of Capital Structure: An Empirical Study Of Firms In Iran. *International Journal Of Law And Management*,57(1), 53-83.

Baltacı, N. & Ayaydın, H. (2014). Firm, Country And Macroeconomic Determinants Of Capital Structure: Evidence From Turkish Banking Sector. *Emerging Market Journals*, 10 (3), 46-60.

*The World Bank (No Date)*. Retrieved10 April 2018,Fromthe World Bank: <https://Data.Worldbank.Org/Indicator>.

Bayrakdaroğlu, A., Ege, I., & Yazici, N. (2013). A Panel Data Analysis Of Capital Structure Determinants: Empirical Results From Turkish Capital Market. *International Journal Of Economics And Finance*, 5(4), 131-140.

Berger, A. N.& Di Patti, E. B. (2006). Capital Structure And Firm Performance: A New Approach To Testing Agency Theory And An Application To The Banking Industry.*Journal Of Banking & Finance*,30(4),1065-1102.

Bernardo, C. J., Albanez, T.& Securato, J. R. (2018). Macroeconomic And Institutional Factors, Debt Composition And Capital Structure Of Latin American Companies. *Brazilian Business Review*,15 (2),153-174.

Bhamra, H. S., Kuehn, L.-A.& Strebulaev, I. A. (2010). The Aggregate Dynamics Of Capital Structure And Macroeconomic Risk. *The Review Of Financial Studies*, 23 (12),4187-4241.

*Bloomberg Business (No Date)*. Retrieved15 November 2014 From <http://investing.businessweek.com/research/common/symbollookup/symbollookup.asp?letterin=A>.

Bokpin, G. A. (2009). Macroeconomic Development And Capital Structure Decisions Of Firms: Evidence From Emerging Market Economies. *Studies In Economics And Finance*, 25 (2), 129-142.

- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Bortolotti, B., Cambini, C., Rondi, L. & Spiegel, Y. (2007). *Capital Structure And Regulation: Does Ownership Matter?* Retrieved 23 April 2015 Fromsocial Science Research Network : [Http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract\\_Id=1022342](http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_Id=1022342).
- Botta, M. & Colombo, L. (2016). *Macroeconomic and institutional determinants of capital structure decisions*. Working paper(38). Università Cattolica del Sacro Cuore, (DISCE), Milano
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals Of Corporate Finance*. The Mcgraw-Hill Companies, Inc., Boston.
- Brigham, E. F. & Gapenski, L. C. (1991). *Financial Management Theory And Practice*. Orlando: The Dryden Press.
- Camara, O. (2012). Capital structure adjustment speed and macroeconomic conditions: US MNCs and DCs. *International research journal of finance and economics*, 84(1), 106-120.
- Ceylan, A. & Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Ceylan, A. & Korkmaz, T. (2018). *Finansal Yönetim Temel Konular*. Bursa : Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chen, J. J. (2004). Determinants Of Capital Structure Of Chinese-Listed Companies. *Journal Of Business Research*, 57 (12), 1341-1351.
- Chipeta, C. & Mbululu, D. (2013). Firm heterogeneity, macroeconomic conditions and capital structure adjustment speeds: Evidence from the JSE. *Investment Analysts Journal*, 42 (77), 69-80.
- Dalbor, M. C. & 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.
- Dalbor, M. C. & Upneja, A. (2002). Factors Affecting The Long-Term Debt Decision Of Restaurant Firms. *Journal Of Hospitality & Tourism Research*, 26 (4), 422-432.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants Of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region. *Journal Of Multinational Financial Management*, 387-405.
- Delcours, N. (2007). The Determinants Of Capital Structure İn Transitional Economies. *International Review Of Economics And Finance*, 16 (3), 400-415.
- Demirhan, D. (2009, 2 9). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: IMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ege Academic Review*, 9 (2), 677-697.
- Desai, M. A., Foley, C. F. & Hines, J. R. (2003). A Multinational Perspective On Capital Structure Choice And İnternal Capital Markets. *The Journal Of Finance*, 59 (6), 2451-2487.
- Diñçergök, B. (2010). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelemesi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Doğukanlı, H., & Acaravci, S. (2004). Türkiye'de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması. *Iktisat İsletme ve Finans*, 19(225), 43-57.
- Dornbusch, R., Fischer, S. & Startz, R. (2004). *Makroekonomics*. Singapore: Mcgraw-Hill.
- Dökmen, G. (2012). Yolsuzlukların Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 13 (1), 41-51.
- Drobtetz, W. & Wanzenried, G. (2006). What Determines The Speed Of Adjustment To The Target Capital Structure? *Applied Financial Economics*, 16 (13), 941-958.

- Ekström, S. C.& Kanaporyte, I. (2015). *The Determinants Of Capital Structure: A Comparison Of Listed Large Capitalization Non-Financial Companies In The U.S.A. And Sweden*. Unpublished Master's Thesis. Lund University, Sweden.
- Engin, S. N., Erbaş, C. Ü.& Sokmen, A. G. (2019). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi: Türkiye'deki İşletmeler Üzerine Panel Veri Analizi. *Business And Economics Research Journal*, 10, 687-698.
- Erel, I., Julio, B., Kim, W., & Weisbach, M. S. (2011). Macroeconomic Conditions And Capital Raising. *Review Of Financial Studies*, 25 (2), 1-36.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off And Pecking Order Predictions About Dividends And Debt. *The Review Of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Fan, J. P., Titman, S.& Twite, G. (2012). An International Comparison Of Capital Structure And Debt Maturity Choices. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 47 (1), 23-56.
- Frank, M. Z.& Goyal, V. K. (2003). Testing The Pecking Order Theory Of Capital Structure. *Journal Of Financial Economics*, 67 (2), 217-248.
- Frank, M. Z.& Goyal, V. K. (2008). Trade-Off And Pecking Order Theories Of Debt. B. E. ECKBO İçinde, *Handbook Of Corporate Finance*(Ss. 136-171). Holland: Elsevier.
- Frank, M. Z.& Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (1), 1-37.
- Gajurel, D. (2006). Macroeconomic influences on corporate capital structure. *Available at SSRN 899049*.
- Gülşen, A. Z.& Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi Ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi*, 8 (15), 49-59.
- Gungoraydinoglu, A., & Öztekin, Ö. (2011). Firm-and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17 (5), 1457-1474.
- Hackbarth, D., Miao, J.& Morellec, E. (2006). Capital Structure, Credit Risk, And Macroeconomic Conditions. *Journal Of Financial Economics*, 82 (3), 519-550.
- Hanousek, J., & Shamshur, A. (2011). A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?. *Journal of corporate finance*, 17(5), 1360-1376.
- Hol, S.& Van Der Wijst, N. (2006). *The Financing Structure Of Non-Listed Firms*. Retrieved 8 September 2006 From statistics Norway, Research Department Discussion Papers : <https://Ssb.Brage.Unit.No/Ssb-Xmlui/Bitstream/Handle/11250/180661/Dp468.Pdf?Sequence=1>
- Horne, J. C.& Wachowicz, J. C. (2008). *Fundamentals Of Financial Management*. Edinburg Gate: Pearson Education Limited.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G.& Tehranian, H. (2004). Determinants Of Target Capital Structure: The Case Of Dual Debt And Equity Issues. *Journal Of Financial Economics*, 71 (3), 517-540.
- Huong, P. T. Q. (2018). Macroeconomic factors and corporate capital structure: Evidence from listed joint stock companies in Vietnam. *International Journal of Financial Research*, 9(1), 31-40.
- IMF. (2020). *Macroeconomicdata*. Retrieved 25 February 2020 From International Monetary Fund: <https://www.imf.org/External/Index.html>.
- Jang, S., Tang, C.-H. & Chen, M.-H. (2008). Financing Behaviors Of Hotel Companies. *International Journal Of Hospitality Management*, 27 (3), 478-487.



- Jang, S. & Tang, C. H. (2009). Simultaneous Impacts Of International Diversification And Financial Leverage On Profitability. *Journal Of Hospitality & Tourism Research*, 33 (3), 347-368.
- Javadov, J. (2009). *The effects of macro-economic factors on the capital structure of Turkish firms*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Jong, A. D., Kabir, R. & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), 1954-1969.
- Jöeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41 (1), 294-308
- Kamuyu Aydınlatma Platformu*. 12.11.2014 Tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu: [Http://Www.Kap.Gov.Tr/Sirketler/Islem-Goren-Sirketler/Sektorler.aspx#Otel, Motel, Pansiyon, Kamp Ve Diğ er Konaklama](http://www.kap.gov.tr/Sirketler/Islem-Goren-Sirketler/Sektorler.aspx#Otel, Motel, Pansiyon, Kamp Ve Diğ er Konaklama)|63 Adresinden Alınmıştır.
- Kaplan, F. (2016). *Ekonomi Büyüme Ve Dolaylı Belirleyicileri Ve Bir Uygulama*. Ankara: Savaş Yayınevi.
- Karadeniz, E. (2008). *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*.Yayımlanmış Doktora Tezi.Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Balcılar, M. & Önal, Y. B. (2009). Determinants Of Capital Structure: Evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, 21 (5), 594-609.
- Karadeniz, E., Kaplan, F. & Günay, F. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma.*Seyahat Ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13 (3), 38-55.
- Kıracı, K.& Aydın, N. (2018). Determinants Of Capital Structure: Empirical Evidence From Traditional Airlines.*Journal Of Economic & Administrative Studies*, 21, 173-186.
- Kök,Çsal, B. & Orman, C. (2015). Determinants Of Capital Structure: Evidence From A Major Developing Economy. *Small Business Economics*, 44 (2), 255-282.
- Köksal, B., Orman, C. & Oduncu, A. (2013). Determinants Of Capital Structure: Evidence From A Major Emerging Market Economy. Almanya: University Library Of Munich, MPRA Paper.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: The African evidence. *Management Research Review*, 36 (11), 1081-1122.
- Leary, M. T. (2009). Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 64 (3), 1143-1185.
- Lee, S. (2007). An examination of financial leverage trends in the lodging industry. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 15 (1), 35-45.
- Lemmon, M. L. & Zender., J. F. (2010). Debt Capacity And Tests Of Capital Structure Theories. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 45 (5), 1161-1187.
- Magwai, M. K. (2014). *Effect of macroeconomic conditions on capital structure choice for listed South African firms*.Unpublished doctoral dissertatiton. University of Pretoria.South Africa
- Memon, P. A., Rus, R. B.& Ghazali, Z. B. (2015). Firm And Macroeconomic Determinants Of Debt: Pakistan Evidence. *Procedia-Social And Behavioral Sciences*, 172, 200-207.
- Miguel, A. D., & Pindado, J. (2001). Determinants Of Capital Structure: New Evidence From Spanish Panel Data. *Journal Of Corporate Finance* , 7 (1), 77-99.
- Miller, M. (1977). Debt And Taxes. *The Journal Of Finance*, 32(2), 61-275.

- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Mokhova, N. & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors And Corporate Capital Structure. *Procedia-Social And Behavioral Sciences*, 110, 530-540.
- Muthama, C., Mbaluka, P. & Kalunda, E. (2013). An empirical analysis of macro-economic influences on corporate capital structure of listed companies in Kenya. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2 (2), 41-62.
- OECD (2018). Macroeconomic Data. Retrieved 11 Jun 2018 From the Organisation For Economic Co-Operation And Development (OECD): <https://stats.oecd.org/>.
- Pindadoa, J., Requejoa, I. & Riveraa, J. C. (2012, 5 4). Which Macroeconomic Factors Facilitate Corporate Financing? In *EFMA Annual Meetings, Rome*.
- Rehman, Z. U. (2016). Impact of macroeconomic variables on capital structure choice: a case of textile industry of Pakistan. *Pakistan Development Review*, 55 (3), 227-239.
- Roodman, D. (2009). How To Do Xtabond2: An Introduction To Difference And System GMM In Stata. *The Stata Journal*, 9 (1), 86-136.
- Ross, S. A. (1977). The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal Of Economics*, 8 (1), 23-40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (2008). *Corporate finance*. New York: Mcgraw-Hill Irwin.
- Sinha, P. C. & Ghosh, S. K., S. K. (2010). Macroeconomic Variables and Firms' Adjustment-Speed in Capital Structure Choice: Indian Evidence. *IUP Journal of Applied Finance*, 16 (4), 29-50.
- Söylemez, Y. (2019). Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Demir Çelik Metal Ana Sanayi Uygulaması. *Sosyoekonomi Dergisi*, 27 (40), 91-104.
- Şahin, O. (2018). Firm Specific And Macroeconomic Determinants Of Capital Structure: Evidence From Fragile Five Countries. *Eurasian Journal Of Business And Economics*, 11 (22), 59-81.
- Tang, C. H. & Jang, S. S. (2007). Revisit To The Determinants Of Capital Structure: A Comparison Between Lodging Firms And Software Firms. *International Journal Of Hospitality Management*, 26 (1), 175-187.
- Taoulaou, A. & Burchuladze, G. (2014). *How Do Macroeconomic Factors Affect Capital Structure? The Case Of Swedish Firms*. Unpublished Master's Thesis. Lund University, Sweden.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *İleri panel veri analizi stata uygulamalı*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Thippayana, P. (2014). Determinants Of Capital Structure İn Thailand. *Procedia - Social And Behavioral Sciences*, 143, 1074-1077.
- TTK. (2011, 1 13). 6102 Türk Ticaret Kanunu. Mevzuat: <https://www.mevzuat.gov.tr/Mevzuatmetin/1.5.6102.pdf> Adresinden Alınmıştır.
- Twite, G. (2001). Capital Structure Choices And Taxes: Evidence From The Australian Dividend Imputation Tax System. *International Review Of Finance*, 2 (4), 217-234.
- UNWTO. (2018). UNWTO Tourism Highlights: 2018 Edition. Retrieved 23 Jun 2018 From world Tourism Organization (UNWTO) A United Nations Specialized Agency: <https://www.e-unwto.org/doi/book/10.18111/9789284419807>.
- Upneja, A. & Dalbor, M. C. (2001). The Choice Of Long-Term Debt İn The US Lodging İndustry. *UNWL Journal Of Hospitality, Tourism And Leisure Science*, 1-19.

Van Horne, J. C. (2002). *Financial management and policy*. New Jersey: Prentice Hall.

Van Horne, J. C. & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals Of Financial Management*. Prentice Hall: Financial Times.

Vatavu, S. (2013). Current challenges in capital structure decisions: Evidence from Romanian companies operating in different sectors. *Managerial Challenges of the Contemporary Society. Proceedings*, 5, 181.

Wu, L. & Yue, H. (2009). Corporate Tax, Capital Structure, And The Accessibility Of Bank Loans: Evidence From China. *Journal Of Banking & Finance*, 33 (1), 30-38.

Yeh, H. H. & Roca, E. (2010). *Macroeconomic Conditions And Capital Structure: Evidence From Taiwan*. Retrieved 15 April 2015 From Researchgate: [Http://Www.Researchgate.Net/Profile/Eduardo\\_Roca/Publication/265118735\\_The\\_Impact\\_Of\\_Financial\\_Flexibility\\_And\\_Macroeconomic\\_Conditions\\_On\\_Capital\\_Structure\\_Before\\_And\\_After\\_Tax\\_Integration\\_Evidence\\_From\\_The\\_Electronic\\_Industries\\_Of\\_Taiwan/Links/0912f5112](http://www.researchgate.net/profile/Eduardo_Roca/publication/265118735_The_Impact_Of_Financial_Flexibility_And_Macroeconomic_Conditions_On_Capital_Structure_Before_And_After_Tax_Integration_Evidence_From_The_Electronic_Industries_Of_Taiwan/links/0912f5112).

Yıldırım, A. G. (2012). Sermaye yapısı ve finansman seçenekleri. F. Şamiloğlu, & A. İ. Akgün, *Finansal Yönetim* içinde (Ss. 321-340). İstanbul: Lisans Yayıncılık.

Yılmaz, E. & Aslan, T. (2020, Ocak 10). Makroekonomik göstergelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi: imalat dışı sektörler üzerinde bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85, 187-208.

Yinusa, O. G., Alimi, O. Y. & Ilo, B. M. (2016). Macroeconomic Determinants Of Capital Structure Of Firms: Evidence From Nigeria. *Journal Of Knowledge Globalization*, 9 (2), 1-23

Yücel, E. (2006). Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İşletme Ana Bilim Dalı. Mersin.

Trading Economics Macroeconomic Data. Retrieved 10 April 2018 From <https://tradingeconomics.com/countries>.