

# Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi: Lokanta ve Oteller Üzerine Bir Uygulama

Hakan ALTIN<sup>1</sup> - Cemil SÜSLÜ<sup>2</sup>

**Makale Gönderim Tarihi:** 05.10.2017

**Makale Kabul Tarihi:** 11.12.2017

## ÖZ

Turizm sektörü hızlı büyüyen ve önemi artan sektörlerden biridir. Turizm sektörü çok sayıda alt sektörden oluşmuştur. Turizm sektörünün ekonomik kalkınmaya, gelir adaletsizliğinin giderilmesinde ve istihdam üzerinde katkıları bulunmaktadır. Bu çerçevede Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarının araştırılması hem yatırımcılar hem de yöneticiler için önem arz etmektedir. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık turizm şirketlerinin performanslarının değerlendirilmesidir. Çalışmada yapılmış olan analizlerden elde edilen bulgulara modelin çözümü bölümünde yer verilmiştir. Sonuç bölümünde, elde edilen bulgular Finans teorisi ile ilişkilendirilmiştir. Ayrıca, bu bölümde turizm sektörüne ilişkin genel değerlendirilmelerde bulunularak sektörde faaliyet gösteren işletmeler için çözüm önerileri sunulmaya çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Borsa İstanbul, Turizm Şirketleri, Finansal Performans, FMOLS.

<sup>1</sup> Doç. Dr., Aksaray Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, hakanaltinasu@hotmail.com, orcid: 0000-0002-0012-0016

<sup>2</sup> Dr. Öğretim Üyesi, İskenderun Teknik Üniversitesi Turizm İşletmeciliği Ve Otelcilik Yüksekokulu Seyahat İşletmeciliği Bölümü, cemil.suslu@iste.edu.tr, Orcid: 0000-0003-4164-1552

Not: Bu çalışmada kullanılan veriler başkaları tarafından kullanılabilir.

## **Evaluation Of The Performance Of The Tourism Companies Trade On Borsa Istanbul: An Application On Restaurants And Hotels**

### **ABSTRACT**

The tourism sector is one of the fastest growing sectors. The tourism sector is composed of many sub-sectors. The tourism sector has positive contributions to economic development, elimination of income injustice and employment. In this frame, investigating the financial performance of tourism companies traded on the Borsa Istanbul is important for both investors and managers. The purpose of this study is to evaluate the performances of publicly traded tourism companies traded in Istanbul Stock Exchange. The findings obtained from the analyzes were included in the analysis of the model section. Findings obtained in the conclusion section are related to finance theory. In addition, in this section general evaluations were made about tourism sector and some solutions were proposed for businesses operating in the sector.

**Keywords:** Borsa Istanbul, Tourism Companies Traded on Borsa Istanbul, Financial Performance, FMOLS

**Jel Codes:** G10 G11 G14

### **I. GİRİŞ**

Turizm, insanların boş zamanlarını ve birikimlerini nasıl yönlendirecekleri ile ilgili kararlar başlayan ve ardından yatırım, tüketim, istihdam, ihracat ve gelir gibi ekonomik yönleri olan bir sosyo-ekonomik eylemdir (Kozak ve diğerleri, 2013). Turizmin insanların evlerinin ve işyerlerinin dışındaki yerlere seyahat etmesi, seyahat ederken gerçekleşen faaliyetler ve insanların bu konuyla ilgili ihtiyaçlarının karşılanabilmesi için gerekli tesislerin oluşturulmasını kapsayan eylemlerin bütünü olarak da tanımlanabilir (Ça-kıcı ve Güler, 2016).

Dolayısıyla turizm sektörü yukarıda belirtilmiş olan eylemleri yerine getirebilmek için diğer sektörlerden de yararlanmaktadır. Turizm sektörü, birçok aktiviteyi ve alt sektörü bünyesinde barındıran sektörler kesitidir. Diğer sektörlerden almış olduğu girdiyi çıktı

olarak ortaya koymaktadır (Ünlüöner ve diğeri, 2011). Turizm sektörünün işbirliği içinde olduğu sektörler konaklama, seyahat, yiyecek-içecek ve destek sektörleridir.

Turizm sektörünün bir ekonomi içindeki farklı sektörler ile olan bu işbirliği, sektörün ülke ekonomileri ve uluslararası ekonomiler için ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Turizm sektörü emek yoğun bir sektördür. Dünya Turizm Örgütüne (DTÖ) göre, turizm sektöründeki her bir yatırım o yatırımın 10 misli kadar istihdam sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ve gelişmiş ülkelerin başlıca makroekonomik sorunlarından biri olan işsizliğe katkı sağlamaktadır.

Turizm sektörü ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır. Bu durum sektörün ülke ekonomilerinin bir diğeri makroekonomik sorunu olan cari işlemler açığının kapanmasına katkı yapmaktadır.

Turizm sektörünün girdileri, serbest mallar olan deniz, kum, güneş, tarihi ören yerleri ve kültürel güzelliklerdir. Turizm bu doğal güzellikleri ve tarihi eserleri girdi olarak kullanmak suretiyle bunları ekonomiye kazandırmakta ve bölgesel gelir adaletsizliğinin giderilmesine katkı sağlamakta ve ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır (Ünlüöner ve diğeri, 2011). Ayrıca, turizm sektörü girdilerinin ülke güzellikleri olması dolayısıyla da ithalata bağımlılığı diğeri sektörler göre daha azdır. Turizm sektörünün bu özellikleri sayesinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından, yeniden keşfedilen bir sektör gibi önem verilmektedir.

Son on yıllık zaman dilimine bakıldığında, turizm sektörü dünyanın en hızlı büyüyen ve gelişen sektörlerinden biri olduğu görülmüştür. Özellikle de modern turizm yeni destinasyon sayısındaki gelişmeye bağılı olarak büyümektedir. DTÖ'e göre, küresel turizm sektörünün dünya gayrisafi milli hasılası (GSMH) içindeki payı %10'nu bulmuştur. Bu durum hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin dikkatini turizm sektörünün üzerine çekmiştir. Turizm sektörünün dünya GSMH'i içindeki payının giderek büyüme göstermesi gelişmiş ülkelerdeki ekonomik yönden az gelişmiş bölgelerinin gelişmesine ve kalkınmasına destek olabileceği düşüncesi gelişmiş ülkelerin turizm konusunda daha fazla yatırım yapmaya neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin ise büyüebilmek için

ihtiyaç duydukları döviz elde edebilmek, kırsal kalkınmayı sağlamak ve işsizlik sorununu aşabilmek amacıyla turizme önem vermeye başlamışlardır. Örneğin, Türkiye’de 1980 yılında yatak sayısı 82.332 iken 2015 yılında bu rakam 1.164.283 adet olmuştur. Bununla birlikte, Türkiye’de turizm gelirlerinin GSMH içindeki payı 1980 yılında % 0,6 iken bu rakam 2015 yılında % 6,2’e ulaşmıştır. Turizm gelirlerinin ihracata oranına bakıldığında 1980 yılında bu rakam %11,2 iken 2015 yılında bu rakam %21,9’a ulaşmıştır<sup>3</sup>. Turizm sektörü önemi gittikçe artan ve teknoloji üretmeyen ülkelerin makroekonomik sorunlarının giderilmesi noktasında çözüm kaynağıdır.

Bu çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarının incelenmesi amaçlanmıştır. Elde edilen sonuçlar finans teorisi ile ilişkilendirilmiştir. Böylece de çalışmanın hem turizm literatürüne hem de finansal yönetim literatürüne katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmada ilk olarak konuyla ilgili yapılmış çalışmaların yer aldığı literatür taramasına yer verilmiştir. İkinci olarak çalışmanın amacı ve kapsamına, üçüncü olarak, çalışmada kullanılan modele ve dördüncü olarak modelin çözümüne yer verilmiştir. Son olarak da sonuç ve değerlendirme bölümüne çalışmada yer verilmiştir.

## II. Literatür

Literatür incelendiğinde sadece turizm sektörünün performansını inceleyen çalışmaların son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Bu kısıttan dolayı diğer sektör performansını inceleyen çalışmalara da atıfta bulunulmuştur. Konuyla ilgili literatürdeki çalışmalar kronolojik sıra ile verilmiştir.

Karkacier ve Yazgan (2017) yapmış oldukları çalışmada, BİST’e kote olmuş on adet turizm işletmesinin 2015 yılı finansal performanslarının Gri İlişkisel Analiz yöntemiyle incelenmesi amaçlanmıştır. Bu çalışma sonucunda, turizm firmalarının finansal performanslarını ölçmede kullanılan en önemli finansal oranın kaldıraç oranı olduğu tespit etmiştir.

<sup>3</sup> www.tursab.org.tr/ Erişim Tarihi: 18.08.2017

Karadeniz ve diğçerleri (2017) yapmış oldukları çalışmada, BİST'te işlem gören turizm şirketlerinin dikey analiz yöntemini kullanarak finansal performanslarını değerlendirmek ve sektör ile karşılaştırmak amaçlanmıştır. Bu amaçla, 2014 yılı finansal tabloları kullanılmıştır. Yapılmış olan dikey analizden elde edilen sonuçlara göre, BİST'e kote olan turizm işletmelerinin sektörün geneline göre daha yüksek oranda maddi duran varlığa sahip olduğu ve BİST'e kote olan turizm işletmelerinin maddi duran varlıklarını öz kaynaklarla finanse ettiği belirlenmiştir.

Çelik (2016) yapmış olduğu çalışmada, BİST turizm endeksinde yer alan konaklama işletmelerinin etkinlik seviyelerini Veri Zarflama Analizi yöntemiyle incelenmesi amaçlanmıştır. Veri zarflama analizine göre 4 işletmenin etkin olduğu görülmüştür.

Özçelik ve Kandemir (2015)'in yapmış oldukları çalışmada, BİST'de işlem gören yedi turizm işletmesinin 2010-2014 dönemine ilişkin finansal performansı TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda, iyi performans gösteren şirketler tespit edilmiştir.

Ecer ve Günay (2014)'de yapmış oldukları çalışmada, BİST'de işlem gören dokuz turizm işletmesinin 2008 ve 2012 dönemine ait finansal performansları, on yedi adet finansal orana göre değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, çalışma dönemi içinde turizm işletmelerinin performanslarının ölçülmesinde benzer şekilde kaldırıcın önemli göstergelerden biri olduğu görülmüştür.

Ünlü ve Saygın (2014)'de yapmış oldukları çalışmada, Türkiye için arındırılmış ekonomik katma değer yöntemini kullanmak suretiyle 2012 yılında BİST'te işlem gören turizm sektörü işletmelerinin finansal performansları değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, BİST'te işlem gören turizm işletmelerinin 2012 yılında hissedar değeri yaratamadıkları ve değer yaratmak yerine sermayeyi tükettikleri saptanmıştır.

Karadeniz ve Kahiloğulları (2013)'ün yapmış oldukları çalışmada, Akdeniz Bölgesi'nde faaliyet gösteren turizm belgeli beş yıldızlı otel işletmelerinde kullanılan finansal oranları ve önem se-

viyeleri anketle 191 adet otelden veri toplanması suretiyle araştırılmış ve sonuçlar ortaya konulmuştur.

Kim ve Ayoun (2005)'in yapmış oldukları çalışmada, 1997-2001 dönemi için taşıma, restoran, konaklama, havayolu ve eğlence sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin finansal trendleri finansal oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, eğlence sektöründeki işletmelerin cari ve asit test oranlarında başarısız oldukları, diğer sektörlerdeki işletmelerin ise başarılı oldukları görülmüştür.

Singh ve Schmidgall (2002)'nin yapmış olduğu çalışmada, konaklama endüstrisinde genel olarak en çok kullanılan finansal oranları tespit etmeyi ve bu oranların konaklama endüstrisinde çalışan üst düzey finansman yöneticileri için önem seviyelerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Çalışma sonucunda, faaliyet ve karlılıkla ilgili finansal oranlarının konaklama endüstrisi yöneticileri çok önemli oldukları tespit edilmiştir.

Diğer sektör ve performanslarına ilişkin yapılmış çalışmalardan elde edilen sonuçlar şunlardır:

Meydan ve diğerleri (2016)'nın, yapmış oldukları çalışmada, 2012 yılı için BİST'te işlem gören on gıda sektörü şirketinin finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, likidite oranları, faaliyet oranları, mali yapı oranları ve karlılık oranları kullanılmak suretiyle söz konusu işletmelerin finansal performanslarını incelemiştir.

Köse ve Çekici (2016)'nın yapmış oldukları çalışmada, Veri Zarflama Analizini kullanılarak işletmelerin finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, 2011-2015 dönemi için BİST 100 endeksinde bulunan otuz BİST SINAİ Endeksi şirketinin finansal performansları veri zarflama yöntemiyle değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, yıllar itibarıyla etkin ve etkin olmayan şirketler tespit edilmiştir.

Akgün ve Soytemür (2016)'nın yapmış oldukları çalışmada, BİST ulaştırma endeksine kayıtlı havayolu işletmelerinin 2010-2015 dönemi finansal performansları TOPSIS yöntemiyle değerlendirilmiştir. Yazarlar etkin şirketleri tespit etmeye çalışmışlardır.

Tayyar ve diğ erleri (2014)'ün yapmış oldukları çalışmada, BİST'e kote olmuş bilişim ve teknoloji sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, söz konusu işletmelerin 2005-2011 dönemine ait finansal tabloları kullanılarak oran analizi kullanılmıştır.

Bektaş ve Tuna (2013)'ün yapmış oldukları çalışmada, BİST Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören 11 işletmenin finansal performansları ölçülmüştür. Bu amaçla, işletmelerin 2011 yılı bilanço ve gelir tabloları kullanılarak altı adet oran tespit edilmiştir.

Altın (2010)'nun yapmış olduğu çalışmada, İMKB Sınai Endeksine kayıtlı 142 şirket için finansal performans veri zarflama analizi yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Bu amaçla 31 Aralık 2008 küresel kriz dönemi bilançoları araştırmanın dönemini oluşturmuştur. Sonuç olarak, veri zarflama yöntemine göre Sınai Endeks içinde yer alan şirketlerden hangisinin etkin olduğu tespit edilmiştir.

Kung ve Weng (2007) yapmış oldukları çalışmada, Tayvan'daki yirmi adet girişim sermayesi şirketinin finansal performansları 2001-2003 yılları arasında Gri İlişkisel Analiz yöntemini kullanarak saptanmaya çalışılmıştır. Analiz sonuçları; yirmi finansal orandan beş tanesinin (Faaliyet karı/Aktif toplamı, Vergi öncesi kar/Aktif toplamı, Faaliyet gelirleri/Aktif toplamı, Faaliyet gelirleri/Net defter değeri, Faaliyet gelirleri/Uzun vadeli yatırım oranı) ele alınan şirketlerin finansal performansları üzerinde etkili olduğunu göstermiştir.

Yapılmış olan literatür taramasında genel olarak finansal performansın gri ilişkisel analiz, veri zarflama yöntemi ve finansal oran analizi kullanıldığı görülmüştür. Bu çalışmada ise, finansal performansın ölçülmesinde finansal oran analizinin dışında, tanımlayıcı istatistiksel analizler ve ekonometrik yöntemler kullanılmıştır.

### **III. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı**

Çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık turizm şirketlerinin performanslarının değerlendirilmesidir. Günlük verilerin kullanıldığı çalışmada incelenmek üzere iki dönem belir-

lenmiştir. Birinci dönem 01.01.2014 – 31.12.2016 yılları arasıdır. Bu bölümde tanımlayıcı istatistiksel analizler ile Tam Düzeltilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (FMOLS) kullanılmıştır. İkinci dönem 01.01.2017 – 11.08.2017 arası olan yaklaşık 8 aylık dönemdir. Bu döneme ilişkin oran analizleri yapılarak turizm şirketlerinin şuan itibarıyla finansal durumları ortaya konulmuştur.

Uygulamadan elde edilen bulgulara modelin çözümü bölümünde yer verilmiştir. Sonuç bölümünde ise, elde edilen bulgular Finans Teorisiyle ilişkilendirilmiştir. Ayrıca, bu bölümde turizm sektörüne ilişkin genel değerlendirmelerde bulunularak sektörde faaliyet gösteren şirketlere gerçek hayatta uygulayabilecekleri bilimsel temelli çözüm önerileri sunulmuştur.

#### **IV. Modelin Uygulanması**

Uygulamanın ilk aşamasında piyasayı temsil eden BIST100 endeksi ile Borsa İstanbul'da işlem gören turizm sektöründe işlem gören şirketlerin hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra, her bir şirketin hisse senedi getirisinden piyasa getirisi (BIST100) çıkarılmıştır. Eğer hisse senedi getirisi BIST100 endeks getirisinin üzerinde ise normalüstü getiri vardır şeklinde yorumlanmıştır. Bir sonraki aşamada, normalüstü getiri sonuçlarının istatistiksel anlamlılık testleri yapılmıştır. Bunun için Kolmogorov-Smirnov (K-S) Testi ve Levene Testleri uygulanmıştır<sup>4</sup>. Daha sonraki aşamada, hisse senedi getirileri ile piyasa getirisi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bunun için getirileri hesaplanmış serilere Fully Modified Least Squares - FMOLS (Düzeltilmiş En Küçük Kareler) yöntemi uygulanarak modelin parametreleri tahmin edilmiştir<sup>5</sup>. Son aşamada ise turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlere ilişkin oran analizi yapılmıştır. Çalışmada oran analizine sistematik sıralamaya uygun olarak tanımlayıcı özet istatistiklerden hemen sonra yer verilmiştir.

<sup>4</sup> Test sonuçları ekler bölümünde verilmiştir.

<sup>5</sup> Okuyucular ihtiyaç duyabileceklerinde uygulama bölümüne konu olabilecek matematiksel, istatistiksel ve ekonometrik gösterimler için (Altın ve Yazan (2016); Altın ve Caba (2016); Altın (2016)) çalışmalarımıza bakabilirler.



## V. Modelin Çözümü

### A. Tanımlayıcı İstatistikler

Borsa İstanbul'da turizm sektörü bazında işlem gören şirket sayısı 9 olarak tespit edilirken Lokanta ve Oteller endeksinde işlem gören şirket sayısının 13 olduğu bulunmuştur. Çalışmada uygun veri setine ulaşılabilen 8 şirket incelemeye tabi tutulmuştur. Bunlara ilişkin şirket isim ve kodlarına Tablo 1'de yer verilmiştir. Tablonun en alt satırında her bir şirketin performansının karşılaştırıldığı ve piyasayı ifade eden Borsa İstanbul 100 Endeksine (XU100) yer verilmiştir.

**Tablo 1. Şirket İsim ve Kodları**

<b>Şirket İsim ve Kodları</b>	
Altın Yunus Çeşme	<b>AYCES</b>
Marmaris Altın Yunus	<b>MAALT</b>
Martı Otel	<b>MARTI</b>
Merit Turizm	<b>MERIT</b>
Metemtur Otelcilik	<b>METUR</b>
Net Turizm	<b>NTTUR</b>
Petrokent Turizm	<b>PKENT</b>
Tek-Art Turizm	<b>TEKTU</b>
<b>Piyasa İsmi ve Kodu</b>	
Borsa İstanbul 100 Endeksi	<b>XU100</b>

Tablo 2, özet istatistikleri göstermektedir. Özet istatistikler tablosu 7 bileşenden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla ortalama, standart sapma, minimum, maksimum, normalüstü getiri, istatistiksel anlamlılık ve gözlem sayısı bileşenleridir. Tablodaki sonuçlar her bir hisse senedinin incelenen dönem itibarıyla hesaplanmış olan getiri değerlerinden elde edilmiş sonuçlardır.

Tablo 2'e göre ortalama değere bakıldığında incelemeye konu olan 8 şirketten 6'sının ortalama getirisinin pozitif olduğu

görülmektedir. Bunun anlamı 6 şirketin yatırımcısına sağladığı getirisinin piyasa getirisinin üstünde olduğudur. Bu şirketlerin hisse senedi getirileri yatırımcısına normalüstü kazanç sağlamıştır. Başka bir ifadeyle piyasayı yenmişlerdir. Buna karşın 2 şirketin ortalama getirisinin negatif olduğu görülmektedir. Bunun anlamı 2 şirketin yatırımcısına sağladığı getirisinin piyasa getirisinin altında kazanç sağladığıdır. Başka bir ifadeyle 2 şirket normalüstü getiri sağlamamıştır. Tablo 2’de yer alan bir diğer önemli sonuç ise ister normalüstü getiri sonuçları isterse de piyasanın altında kalan getiri sonuçlarının istatistiksel anlamlılık sonuçlarıdır. Buna göre tüm normalüstü getiri sonuçları istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu istatistiksel anlamlılık Türkiye piyasalarında yaşanan bu fiyat anomalisinin bir durumdan öte bir olgu olabileceğinin bir göstergesidir.

**Tablo 2. Özet İstatistikler**

Özet İstatistikler	AYCES	MAALT	MARTI	MERIT	METUR	NTTUR	PKENT	TEKTU
Ortalama	-0,0001	0,0004	-0,0005	0,0003	0,0009	0,0006	0,0000	0,0003
Std. Sapma	0,0211	0,0233	0,0242	0,0490	0,0332	0,0250	0,0356	0,0286
Minimum	-0,1396	-0,0970	-0,1203	-0,2130	-0,1249	-0,1148	-0,1702	-0,1900
Maksimum	0,1223	0,2039	0,2030	0,2137	0,2250	0,2309	0,2263	0,2004
<b>Normalüstü Getiri</b>	<b>Yok</b>	<b>Var</b>	<b>Yok</b>	<b>Var</b>	<b>Var</b>	<b>Var</b>	<b>Var</b>	<b>Var</b>
<b>İstatistiksel Olarak</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>	<b>Anlamlı</b>
Gözlem Sayısı: 656								

Elde edilen normalüstü getiri bulguları finansal piyasalar için geçerli olduğu varsayılan etkin piyasa hipotezinin sorgulanmasına yol açmaktadır<sup>6</sup>.

Özet istatistiklerde kullanılan bir diğer önemli ölçütte standart sapmadır. Standart sapma her bir hisse senedinin getirisinin değişim yüzdesini göstermektedir. Tablo incelendiğinde hisse senetlerinde yaşanan fiyat hareketliğinin birbirine yakın olmasıyla

<sup>6</sup> Etkin Piyasa Hipotezine ilişkin elde ettiğimiz bulgular ve etkin piyasa hipotezinin karşısında olan diğer bulduklarımız için yukarıda atıfta bulunduğumuz çalışmalarımıza bakılabilir.

birlikte en fazla getiri oynaklığının hisse bazında %4,9 ile MERIT Turizmde yaşandığı görülmektedir.

Tabloda yer alan diğer ölçütlerse minimum ve maksimum değerleridir. Bu değerler her bir hisse senedinin yatırımcısına vaat ettiği kazancın günlük yüzdesel olarak en yüksek kazanç ve en yüksek kayıp tutarlarını ifade göstermektedir.

## B. Oran Analizi

Tablo 3, turizm şirketlerine ilişkin özet oran analiz sonuçlarını göstermektedir. Oran analizinde 7 performans ölçütü kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla Piyasa Değeri/Defter değeri (PD/DD), Defter Değeri (DD), Hisse Başına 12 Aylık Kazanç (HBK12 Aylık), En Son Dönem Net Kâr (En SD Net Kâr), Net Kâr Zarar (Net K/Z), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri<sup>7</sup>.

Muhasebe bilgi sisteminin ürettiği finansal tablolara bakarak şirketlerin yönetsel performansı değerlendirmek çok da geçerli bir metot değildir. Bu boşluğu doldurmak için finansal analistler farklı ölçütler geliştirmişlerdir. Çalışmada bu ölçütlerden ikisi olan Piyasa Katma Değeri (Market Value Added) ve Fiyat / Kazanç (Price/Earnings) oranları özellikle kullanılmıştır.

Piyasa Katma Değeri (MVA) özsermayenin piyasa değeri ile bilançoda gösterilen defter değeri arasındaki farktır. Eğer sonuç piyasa değerinin lehine pozitif ise şirketin finansal değer yarattığı ve yöneticilerin performanslarının iyi olduğu söylenir. Çalışmada Piyasa Katma Değeri ile ilgili PD/DD oranı kullanılmıştır.

Fiyat / Kazanç (F/K) oranı da şirketin piyasa değerini gösteren bir başka ölçüttür. Bir birim kâr payı (kazanç) için ödenmesi gereken hisse fiyatını (fiyat) göstermektedir. Aynı zamanda F/K oranı sektör ortalamasının çok üzerinde ise yatırımcıya yüksek fiyattan değerlendirilmiş bir hisse senedinin varlığını gösterir.

<sup>7</sup> Bu oranlara ve değerlere ilişkin hesaplamalar 10.08.2017 tarihinde ücretli olarak kullanıma sunulan Real Trade Net/Foreks FXPlus şirketinden sağlanarak yapılmıştır.

**Tablo 3. Finansal Oranların Özeti (2017)**

<b>Oran Analizi</b>	<b>AYCES</b>	<b>MAALT</b>	<b>MARTI</b>	<b>MERIT</b>
PD/DD	0,71	1,71	2,91	1,43
DD	8,11	10,14	0,20	5,20
HBK12 Aylık	-0,50	0,40	-1,13	1,10
En SD Net Kâr (TL)	-6.316.690	674.703	1.469.499	625.171
Net K/Z (TL)	-8.471.770	2.254.208	-98.723.642	2.804.435
F/K	0	42,25	0	6,78
Piyasa Değeri (TL)	97.021.293	95.694.550	52.272.000	19.023.000
<b>Oran Analizi</b>	<b>METUR</b>	<b>NTTUR</b>	<b>PKENT</b>	<b>TEKTU</b>
PD/DD	1,89	0,58	-	0,89
DD	0,83	3,80	7,17	1,15
HBK12 Aylık	0,36	-0,02	-4,954	-0,06
En SD Net Kâr (TL)	-327.642	-26.507.338	-2.806.302	1.387.783
Net K/Z (TL)	6.471.437	-9.593.020	-5.135.811	-9.874.087
F/K	4,42	0	0	0
Piyasa Değeri (TL)	28.620.000	770.000.000	-	150.191.633

Tablo 3'e göre çalışmaya konu olan 8 turizm şirketinin PD/DD oranlarının düşük olduğu görülmektedir. Bu durum turizm şirketlerinin finansal değer yaratmaları konusunda zayıf kaldıklarını göstermektedir. F/K oranları incelendiğinde 5 şirketin F/K oranının sıfır olduğu görülmektedir. Bunun temel nedeni turizm şirketlerinin maruz kaldıkları jeopolitik risklere bağlı olarak oluşan faaliyet zararlarıdır. Diğer yandan bir kıyaslama yapıldığında ise F/K açısından en başarılı şirketin MAALT turizm şirketi olduğu görülmektedir.

### C. Ekonometrik Uygulama

Çalışmanın bu bölümünde, turizm şirketleri ile piyasa arasındaki ilişki incelenmiştir<sup>8</sup>.

Tablo 4, çalışmaya konu olan şirketler ile piyasa arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu sonuçlara göre AYCES, MAALT, MARTI, METUR, NTTUR ve TEKTU turizm şirketleri ile XU100 piyasa

<sup>8</sup> Bu tür uygulamalı bir çalışmada ortaya çıkabilecek ekonometrik problemler ve çözümlerine ilişkin yaklaşımlar için yukarıda atıfta bulunduğumuz çalışmalara bakılabilir.

endeksi arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Tablodan prob. değerleri incelendiğinde bu ilişkinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak da anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer yandan, MERIT turizm ise piyasa endeksi ile negatif yönlü bir ayrışma göstermektedir. Daha açık bir ifadeyle piyasa kaybederken MERIT turizm yatırımcısı kazanmakta, MERIT turizm yatırımcısı kaybederken piyasa endeksine yatırım yapmış bir yatırımcı kazanmaktadır. Buna karşın PKENT turizm ile piyasa arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

**Tablo 4. Turizm Şirketleri ile Piyasa Arasındaki İlişki**

Bağımlı Değişken: XU100

Metot: Tam Düzeltilmiş En Küçük Kareler (FMOLS)

Örnekleme (düzeltilmiş): 2 657

Dâhil Edilen Gözlem Sayısı: 656 düzeltilmiş

Eş Bütünleşme Denklem Sabit Katsayısı: C

Uzun Dönem Kovaryans Tahmini (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 7.0000)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği	Olasılık
AYCES	0.118125	0.020782	5.683980	0.0000
MAALT	0.116816	0.021531	5.425556	0.0000
MARTI	0.123396	0.017389	7.096123	0.0000
MERIT	-0.017396	0.008813	-1.973855	0.0488
METUR	0.057145	0.012089	4.727012	0.0000
NTTUR	0.092225	0.016200	5.692873	0.0000
PKENT	0.005438	0.012183	0.446383	0.6555
TEKTU	0.085192	0.015196	5.606086	0.0000
C	0.000210	0.000403	0.519983	0.6033
R-kare	0.330520			
Düzeltilmiş R-kare	0.322242			
Durbin-Watson istat.	2.109023			

## VI. Sonuç ve Değerlendirmeler

Çalışmada elde edilen ilk sonuç, BİST turizm endeksinde işlem gören ve çalışmaya dahil edilmiş olan AYCES, MAALT, MARTI, MERIT, METUR, NTTUR, PKENT ve TEKUTU şirketlerinden AYCES ve MARTI şirketleri hariç diğerlerinin araştırma döneminde yatırımcılarına piyasa getirisinden daha fazla getiri sağladıkları görülmüştür. Bu durum hem turizm sektöründe yer alan şirketlere yatırım yapmayı düşünen hem de BİST'e yatırım yapmayı düşünen yatırımcılara yol göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Çünkü piyasadan daha fazla bir getirinin elde edilmesi etkin piyasalar hipotezine karşıt bir durumun varlığını ifade etmektedir.

İkinci olarak, çalışmada yapılan oran analizine göre, çalışmaya dahil edilen sekiz turizm şirketinin yatırımcılarına finansal katma değer yaratma noktasında zayıf oldukları görülmüştür. Konuyla ilgili literatür incelendiğinde bu durumun literatür ile uyumlu olduğu görülmüştür. Bunlara ek olarak, çalışmanın inceleme döneminde söz konusu şirketlerin F/K oranlarına bakıldığında, METUR ve MAALT hariç diğer şirketlerin F/K oranlarının sıfır olduğu görülmüştür. Bu durum, yatırımcıların söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaya istekli olmadıkları hakkında işaret vermektedir.

Son olarak da, çalışmaya dâhil edilmiş olan şirketlerin hisse senedi getirileri ile XU 100 endeksi getirileri arasındaki ilişki FMOLS yöntemiyle tahmin edilmiştir. MERIT hariç çalışmaya dâhil edilmiş olan diğer şirketlerin hisse senetleri ile XU 100 piyasa endeksi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu durum piyasanın kazandığı (kaybettiği) dönemde MERIT hariç diğer şirketlerinde kazandığını (kaybettiğini) göstermektedir. Çeşitlendirme yapmak isteyen yatırımcılar için MERIT iyi bir fırsat teşkil etmektedir. Çünkü piyasanın kaybettiği (kazandığı) dönemde MERIT kazanmaktadır (kaybetmektedir).

Diğer yandan, çalışmanın literatüre iki önemli katkısının olduğu düşünülmektedir. Birincisi, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık turizm şirketlerinin performanslarının incelenmiş olmasıdır. Çünkü piyasa performans sonuçları yatırımcılara bilgi vermektedir. İkincisi ise elde edilen bulguların Finans Teorisinin açıklamalarıyla

la ilişkilendirilmiş olmasıdır. Buna ilişkin yapılan değerlendirmeler ise şu şekildedir:

İlk değerlendirmemiz, halka açık şirketlerde yaşanan yöneticiler ve hissedarlar arasındaki anlaşmazlıklardır. Buna göre taraflar arasında temel amaç konusunda bir çatışma vardır. Şirket sahipleri yani hissedarlar yani ortaklar için temel amaç için şirketin piyasa değerini en çoklamak olurken yöneticiler daha çok kendilerine ödenen maaşlar, ikramiyeler, bonuslar ile kendileri için yaptıkları lüks harcamalarla ilgilenmektedirler. Dolayısıyla tarafların temel güdüleri farklıdır. Yöneticiler kendi paralarını değil şirket ortaklarının yani şirket sahiplerinin paralarını harcamaktadırlar. Kendilerine ödenen maaşlar da şirketin operasyonel faaliyetlerinden elde edilen kârdan ödenmektedir. Taraflar arasındaki bu çatışmanın azaltılması gereklidir. Bunun için şirketin esas sahipleri ile yöneticiler arasında yapılacak bir opsiyon sözleşmesi önerilmektedir. Bu kolaylıkla uygulanabileceği gibi tarafların temel amaçları da aynı yöne çevrilmiş olacaktır. Yapılan ikinci değerlendirme, kâr payları ile faiz giderleri arasındaki faiz lehine olan vergisel avantajdır. Dönem sonunda hisse senedi sahipleri yani ortaklar için ödenen kâr payları vergi matrahından indirilemez ancak borçlanma yoluyla edilen fon kaynağı (sermaye) için ödenen faiz giderleri vergi matrahından düşülebilmektedir. Her ne kadar yeni yapılan bir düzenlemeye göre öz sermaye ile sağlanan fon kaynağına (yani hisse senedi ihraç ederek) vergisel avantaj getirilse de hala borçlanma yoluyla sağlanan sermayenin maliyeti öz sermaye ile sağlanan fonun maliyetinden daha düşüktür. Ayrıca, borçlanma yoluyla sağlanan fon yöneticinin gereksiz lüks harcamalarını engelleyecektir. Diğer yandan kaldırıcın (borç/öz sermaye) kullanımının faydaları bu şekilde sıralanabilmesine rağmen ister uzun vadeli bir borçlanma ister orta vadeli bir borçlanma olsun günü geldiğinde tüm bu borçlar kısa vadeli bir borca dönüşmüş olacaktır. Dolayısıyla turizm şirketleri de hedef bir kaldırıcı (borç/özsermaye) oranı belirleyerek faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürmeye devam edebileceklerdir. Üçüncü değerlendirme, turizm şirketlerinin jeopolitik riskten en çok etkilenen sektör olmasıdır. Bunun içinde getirilen öneri turizm şirketlerinin sadece yabancı müşteri odaklı olmaktan ziyade yerli müşteri temelli de politikalar üretmeleridir.

Yapılan dördüncü değerlendirme ise, döviz kurlarında yaşanan oynaklığın turizm şirketlerin nakit akışını etkilemesidir. Bunun içinde döviz üzerine yazılmış futures kontrat veya opsiyon sözleşmesi satın alarak olası kayıplarını en aza indirmeleri önerilmektedir. Son değerlendirmemiz ise diğer tüm şirketler için geçerli olduğu gibi bir risk izleme birimi kurmaları eğer bunu yapabilecek yetenek yok ise bunun içinde olası risklere karşı danışmanlık hizmeti satın alabilecekleridir.



## KAYNAKÇA

### Doğrudan Yararlanılan Eserler

Çakıcı, C. ve O. Güler (2016). Dünyanın En Büyük Endüstrisi Olan Turizme Giriş. R. Cook, C. Hsu, J. Marqua, ve M. Tuna (Dü.) içinde, Turizm Konaklama ve Seyahat İşletmeciliği, 3-32. Nobel yayınevi.

Kozak, N., M. Kozak ve M. Kozak (2013). *Genel Turizm İlkeler- kavramlar*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Ünlüöner, K., A. Tayfun ve A. Kılıçlar (2011). *Turizm Ekonomisi*. Ankara: Nobel yayıncılık.

### Dolaylı Yararlanılan Eserler

Akgün, M. ve A. Soy Temür (2016). BIST Ulaştırma Endeksine Kayıtlı Şirketlerin Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi İle Değerlendirilmesi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi(ICAFR 16 Özel Sayısı), 173-187.

Altın, H. (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8(3), 67-73.

Altın, H., ve N. Caba (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Katılım Endekslerinin Performanslarının Değerlendirilmesi. Marmara Üniversitesi Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 8(15), 229-248.

Altın, H., ve Ö. Yazan (2016). The Effects of Trading at Sustainability Index on Stocks'Abnormal Returns: Evidence from BIST Sustainability Index in Turkey. Journal of Business ve Economic Policy, 3(4), 72-78.

Altın, H. (2010). Küresel Kriz Ortamında İMKB Sınai Şirketlerine Yönelik Finansal Etkinlik Sınaması : Veri Zarflama Analizi Uygulaması. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2), 15-30.

Bektaş, H. ve K. Tuna (2013). Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası'nda İşlem Gören Firmaların Gri İlişkisel Analiz ile Performans Ölçümü. Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3(2), 185-198.

Çelik, M. (2016). Turizm Sektöründeki İşletmelerinin Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Ölçülmesi. International Journal of Economic and Administrative Studies, 17, 65-88.

Ecer, F. ve F. Günay (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi. Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi, 25(1), 35-48.

Karadeniz, E. ve S. Kahiloğulları (2013). Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Oranların Kullanımı: Akdeniz Bölgesi'nde Bir Araştırma. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi, 10(3), 84-106.

- Karadeniz, E., M. Beyazgöl, S. Dalak ve F. Günay (2017). Türk Turizm Sektörünün Finansal Performansının Dikey Analiz Yöntemiyle İncelenmesi: BİST Turizm Şirketleri ve TCMB Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma. *Sosyoekonomi*, 25(32), 105-119.
- Karkacier, O. ve A. E. Yazgan (2017). Turizm Sektöründe Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Finansal Performans Değerlemesi. *Selçuk Ün. Sos. Bil. Ens. Der.*(37), 154-162.
- Kim, W. ve B. Ayoun (2005). Ratio Analysis For The Hospitality Industry: A Cross Sector Comparison of Financial Trends in The Lodging, Restaurant, Airline and Amusement Sectors. *Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1).
- Köse, A. ve D. Çekici (2016). BİST Sınai Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performans Analizi. *KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2), 146-181.
- Kung, C.-Y. ve K.-L., Wen (2007). Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance—A case study of venture capital enterpr. *Decision Support System*, 4, 842-852.
- Meydan, C., B. Yıldırım ve Ö. Senger (2016, Ocak). BİST'te İşlem Gören Gıda İşletmelerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemi Kullanılarak Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 147-167.
- Özçelik, H. ve B. Kandemir (2015, June). BİST'de İşlem Gören Turizm İşletmelerinin TOPSIS Yöntemi İle Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi. *Balıkesir University The Journal of Social Sciences Institute*, 18(33), 97-115.
- Singh, A. ve R. Schmidgall (2002). Analysis Of Financial Ratios Commonly Used By US Lodging Financial Executives. *Journal of Leisure Property*, 2(3), 201-2013.
- Tayyar, N., F. Akcanlı, E. Genç ve I. Erem (2014, Ocak). BİST'e Kayıtlı Bilişim ve Teknoloji Alanında Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının Analitik Hiyerarşi Prosesi (AHP) ve Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(61), 19-40.
- Ünlü, U. ve O. Saygın (2014, Temmuz). Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA) Yöntemiyle Performans Ölçümü: Turizm Sektörü Uygulaması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.

## Ek 1. Çift Örneklem Kolmogorov Smirnov Testi

Frekans		
	Grup	N
XU100AYCE	1	656
	2	656
	Toplam	1312

Test Statistics <sup>a</sup>		
		XU100AYCE
En Uç Farklılıklar	Mutlak	,122
	Positif	,061
	Negatif	-,122
Kolmogorov-Smirnov Z		2,369
<b>Anlamlılık Düzeyi (Çift Kuyruklu)</b>		<b>,000</b>
a. Gruplandırılmış Değişkenler: Grup		

## Ek 2. Levene Testi

Grup İstatistikleri					
	Grup	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
XU100AYCE	1	656	,000293	,0133302	,0004855
	2	656	,000195	,0204965	,0007464

		Varyansların Eşitliği için Levene Testi	
		F	P
XU100AYCE	Varyanslar Eşit Kabul Edildiğinde	21,732	,000
	Varyanslar Eşit Kabul Edilmediğinde		