

Covid-19'un Finansal Sıkıntı Üzerine Etkisi: Bist Turizm Endeksi Uygulaması (The Effect of Covid-19 On Financial Distress: Evidence from Bist Tourism Index)

Aslı GEZEN ^a Sedef ÖZCAN ^b

^a Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Gelibolu Piri Reis Meslek Yüksekokulu, Çanakkale, Türkiye. asligezen@comu.edu.tr

^b Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Gelibolu Piri Reis Meslek Yüksekokulu, Çanakkale, Türkiye. sedef.ozcan@comu.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

ÖZET

Anahtar Kelimeler:

Covid-19
Finansal Sıkıntı
BİST Turizm Endeksi
Altman Z Skoru

Amaç - 2019 yılının son çeyreğinde Çin'in Wuhan kentinde ortaya çıkıp kısa sürede tüm dünyaya yayılan Covid-19, ülkelerarası seyahat kısıtlamalarına ve yasakların uygulanmasına sebep olmuştur. Bu uygulamalar ile ülkelerin finansal piyasaları olumsuz etkilemiş ve başta turizm işletmeleri olmak üzere birçok işletme ciddi sorunlar yaşamaya başlamıştır. Covid-19'un Borsa İstanbul (BİST) Turizm Endeksi'nde işlem gören turizm işletmelerinin finansal durumlarına etkisini belirlemeyi amaçlayan bu çalışma ile söz konusu işletmelerin finansal sıkıntı durumları ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Yöntem - BİST Turizm Endeksi'nde işlem gören turizm işletmelerinin 2011-2020 yılları arasında kamuya sunmuş oldukları finansal verilere Finnet aracılığıyla ulaşılmıştır. İşletmelerin finansal sıkıntı derecelerini analiz etmek için Edward Altman'ın 2000 yılında hizmet işletmeleri için geliştirdiği 4 değişkenli ve çoklu diskriminant modeli olma özelliğine sahip Z skoru modeli kullanılmıştır.

Bulgular - Analizler sonucunda Covid-19'un başlayıp devam ettiği 2019 yılında 2 ve 2020 yılında 1 işletmenin finansal sıkıntı açısından riskli aralıkta, diğer işletmelerin ise güvenli aralıkta yer aldığı tespit edilmiştir.

Tartışma - 2020 yılında BİST Turizm Endeksi'nde yer alan işletmelerin piyasa değerlerinin artış eğiliminde olduğu gözlemlenmiştir. Genel olarak Covid-19'un yarattığı kriz sebebiyle işletmelerin piyasa değerlerinde düşüş yaşanacağı düşüncesi hakimken bunun tam tersi bir durum gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Gönderilme Tarihi 9 Ekim 2021
Revizyon Tarihi 23 Ocak 2022
Kabul Tarihi 30 Ocak 2022

Makale Kategorisi:
Araştırma Makalesi

ARTICLE INFO

ABSTRACT

Keywords:

Covid-19
Financial Distress
Bist Tourism Index
Altman Z Score

Purpose - Covid-19 which emerged in the last quarter of 2019 in Wuhan of China and spread all over the world in a short time, caused to be implemented international travel restrictions and bans. These practices have negatively affected the financial markets of the countries and many businesses, especially tourism businesses, have started to experience serious problems. With this study, it is aimed to determine the effect of Covid-19 on the financial status of businesses in the Borsa İstanbul (BIST) Tourism Index, the financial distress situations of these businesses have been tried to find out.

Design/Methodology/Approach - The financial data presented to the public by tourism enterprises traded in the BIST Tourism Index between 2011 and 2020 were accessed through Finnet. In order to analyze the degree of financial distress of the enterprises, the Z score model, which has the feature of being a 4-variable and multiple discriminant model, developed by Edward Altman for service businesses in 2000 was used.

Findings - As a result of the analyzes, in when started and continued of Covid-19 it was concluded that in 2019, 2 business and in 2020, 1 businesses were in the risky range in terms of financial distress the others were in the safe range.

Discussion - It has been observed that the market values of the businesses in the BIST Tourism Index have increased considerably in 2020. While it was generally thought that there would be a decrease in the market values of businesses due to the crisis created by Covid-19, it was seen that the opposite situation occurred.

Received 9 October 2021
Revised 23 January 2022
Accepted 30 January 2022

Article Classification:
Research Article

Önerilen Atıf/ Suggested Citation

Gezen, A., Özcan, S. (2022). Covid-19'un Finansal Sıkıntı Üzerine Etkisi: Bist Turizm Endeksi Uygulaması, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14 (1), 483-496.

1. GİRİŞ

2019 yılının Kasım ayında Çin'in Hubei eyaletine bağlı Vuhan kentinde ortaya çıkan Covid-19, 5 ay gibi kısa bir sürede tüm dünyayı etkisi altına alarak küresel bir salgına dönüşmüştür. Dünya çapında 210 ülkeye yayılan salgın nedeniyle Dünya Sağlık Örgütü, 11 Mart 2020'de hastalığı "Pandemi" olarak ifade etmiştir (TÜRSAB, 2020: 3). Covid-19'un Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi olarak nitelendirilmesinden sonra bu hastalık sadece bir sağlık sorunu olmanın ötesinde birçok sosyal ve ekonomik etkiye sebep olmuştur. Özellikle karantina uygulamaları kapsamında uygulanan sosyal izolasyon ve uluslararası sınırlandırmalar ile ülkeler Covid-19'dan etkilenmeye başlamıştır (Bayraktar, 2020: 3417). Bugüne kadar yaklaşık olarak 192 milyon vaka sayısı ve 4 milyon ölü sayısına ulaşan salgının yayılımını önlemek için birçok önlem alınmıştır (WHO, 2021). Bu önlemler içerisinde bireylerin hareketlerinin sınırlandırılması, ülkelerarası uçuşların iptal edilmesi, işletmelerin ve okulların geçici olarak kapatılması ve etkinliklerin iptal edilmesi gibi sınırlandırmalar yer almaktadır. Bu durum turizm başta olmak üzere inşaat, ulaşım, perakende ve eğlence sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin faaliyetlerinin durdurulmasına kadar varan ciddi aksamalara sebep olmuştur. Ayrıca bu salgın dünya ülkelerinin büyüme hızında önemli düşümlere ve ekonomik krizlerin yaşanmasına da sebep olmuştur (Bayraktar, 2020: 3417).

Salgın ortaya çıkmadan önce dünya ekonomisinde 2020 yılında ortalama %3 düzeyinde büyüme beklentisi bulunurken; Covid-19 salgınının küresel ölçekte yayılarak pandemiye dönüşmesi ile 2020 yılında dünya ekonomisinin %3,5 düzeyinde resesyona uğradığı belirtilmiştir (IMF, 2021: 1). Uzmanlar, pandemi sebebiyle yaşanan resesyonu tarihin en ciddi daralma dönemlerinden biri olarak değerlendirmekte ve bu daralmanın 1930'larda yaşanan "Büyük Buhran"dan sonra görülen ilk büyük kriz olduğunu ifade etmektedir (TÜRSAB, 2020: 4).

Covid-19 salgını nedeniyle ortaya çıkan ekonomik kriz daha önceki krizlerden farklı özelliklere sahip olup bu süreçte hem arz hem de talep tarafının durmasına sebep olmuştur. Salgının etkisinin azaltılması için insanların evde beklemelerinin istenmesi talebi azaltırken azalan talep ile birlikte çalışanların izne ayrılması ve evde kalma zorunluluğu üretimin durmasına neden olmuştur. Arz ve talebin durması ile ortaya çıkan gelir kayıpları ise ülke ekonomilerinin daralmasına sebep olmuştur. Bu döngü içerisinde ilk etkilenen sektör hizmet sektörü olmuş ve dünya genelinde başta restoranlar olmak üzere oteller ve yerel hizmet veren işletmeler geçici olarak faaliyetlerine son vermiştir (TÜRMOB, 2020: 64). Salgından en fazla etkilenen hizmet sektörü kapsamında ulaştırma, turizm, otelcilik, lokantacılık ve etkinlikler (kongre, konferans, sinema, tiyatro, konser, düğün, nişan vb.) sektörleri yer almaktadır ve bu sektörler aylarca faaliyet gerçekleştirememiştir (TÜRMOB, 2021: 2).

Ülke ekonomilerinde Covid-19 nedeniyle yaşanan durgunluk, ekonomik piyasaları da olumsuz etkilemiştir. İşletmelerin faaliyetlerini durdurmasına, işsizlik oranlarının artmasına ve buna bağlı olarak gelirlerin azalmasına neden olan salgın nedeniyle bu dönemde insanların tüketim alışkanlıkları da değişmiştir. Bireyler zorunlu ihtiyaçları dışındaki tüketim ile ilgili harcamalarını kısarak yaşamlarını sürdürmeye devam etmişlerdir (Torun Kayabaşı, 2020: 17). Bu durum, lüks tüketim olarak bilinen turizm sektöründeki hizmet üretimine olan talebi de azaltmıştır. Kısıtlamalar ve bireylerin ekonomik sınırlılıkları, turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin düşük kâr marjı elde etmeleri, düzensiz nakit akışlarının oluşması, borç oranlarının artması gibi birçok probleme sebep olmuştur. İşletmelerin yaşamış oldukları bu problemler ise işletmeleri, gelecekte finansal açıdan zor duruma düşürerek sıkıntı yaşamalarına hatta iflas etmelerine sebep olabilecektir.

Finansal sıkıntı, bir işletmenin nakit akışlarının ticari borçlar veya faiz maliyetleri gibi mevcut yükümlülüklerini karşılayamadığı, finansal zorluklarla karşı karşıya kalması durumudur. Finansal sıkıntı, iflas veya tasfiye meydana gelmeden önce bir işletmenin finansal durumunda yaşadığı bozulma aşamaları olarak tanımlanabilir. Bu durumda yönetim şirketin mali durumunu izleyemez ve bu da artan iş riskine neden olur. Finansal sıkıntı genellikle giderek ağırlaşan likidite baskılarıyla ortaya çıkmakta ve daha sonra azalan varlıkların şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi ve şirketin iflasa sürüklenmesi şeklinde devam etmektedir. Finansal sıkıntı yaşayan bir işletmede dağıtılan temettü sayısında azalma, kârda sürekli azalma, bir veya daha fazla bağlı ortaklığı kapatma/satma, işten ayrılma ve pazardaki fiyatların sürekli düşmesi gibi belirli işaretler söz konusudur (Liahmad vd., 2021: 1305).

Genel olarak, finansal sıkıntı iç ve/veya dış faktörlerden kaynaklanmaktadır. İflas neden olabilecek içsel faktörler yönetimin varlık ve yükümlülükleri etkin bir şekilde yönetememesi ve bu varlık veya yükümlülükleri yönetme konusundaki bilgi ve deneyim eksikliği ile ortaya çıkmaktadır. Dış faktörler ise enflasyon, vergi sistemleri, hukuk ve yabancı para birimlerindeki sorunlar ile oluşmaktadır (Kisman ve Krisandi, 2019: 570). Finansal sıkıntı; yatırımcıların işletmeyi yetersiz bir işletme olarak görmesine, işletmenin kötü bir itibar bırakmasına, yatırımcılarının hisseleri satın almaktan kaçınmasına ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinde ciddi bir düşüşe yol açmaktadır. Ayrıca işletmelerin finansal sıkıntı içinde olduğu ve performansının iyileştirilmesi ile ilgili gerekli önlemleri alınmadığı durumlarda işletmeler en kötü senaryoda iflas etmekte veya tasfiye edilmek zorunda kalmaktadır. Tüm bu ciddi durumlar karşısında hem işletmeler hem de finans alanındaki uzmanlar işletmelerin finansal sıkıntı tahmini üzerinde durmuşlar ve 1960'ların sonlarından itibaren finansal sıkıntı tahminlemesi ile ilgili birçok model geliştirmişlerdir (Khaliq vd., 2014: 142).

Geliştirilen modeller, işletmelerin finansal açıdan sorunları olup olmadığı veya gelecekte iflas durumunun söz konusu olup olmadığını tahmin etmeyi amaçlamaktadır. Finansal sıkıntı tahminlemesinde başlangıçta finansal analiz teknikleri kullanılmıştır. Daha sonra karmaşık hale gelen süreçler ve koşullar sebebiyle matematiksel ve istatistikî teknikleri kullanılmaya başlanmıştır. Günümüzde genel olarak finansal sıkıntı tahminlemesinde muhasebe temelli daha yüksek öngörüye sahip çok boyutlu modeller kullanılmaktadır.

Alanyazında daha önceden gerçekleştirilen çalışmalar göz önünde bulundurulduğunda; finansal sıkıntı tahminlemesinde kullanılan verilerin büyüklüğü, elde edildiği sektör türü, ülkenin ekonomik yapısı gibi birçok faktör modellerin başarılı olma derecelerini etkilemektedir. Buradan hareketle çalışmada BİST Turizm endeksindeki işletmelerin finansal sıkıntı dereceleri belirlenmeye çalışılmıştır. Bu işletmeler hizmet sektöründe faaliyet gösterdikleri için çalışmada Altman'nın hizmet işletmelerinin finansal sıkıntı derecelerini belirlemek amacıyla geliştirdiği Z skoru modeli kullanılmıştır. Altman Z skoru aracılığıyla Covid-19'un finansal sıkıntı üzerine etkisini belirlemeyi amaçlayan bu çalışma; alanyazında Covid-19'un finansal sıkıntı üzerine etkisini ölçen bir çalışma olmaması sebebiyle önem arz etmektedir. Ayrıca finansal sıkıntı ile ilgili alanyazın incelendiğinde; genel olarak modellerin, geçmiş dönemli işletme verilerinden hareketle finansal sıkıntı tahminlemesinde başarılı olup olmadıklarını belirlenmeye yönelik çalışmalardan oluştuğu göze çarpmaktadır. Bu çalışmada ise Altman Z skoru modeli kullanılarak turizm işletmelerinin kriz dönemindeki mevcut finansal durumları tespit edilmiştir. Çalışma, bu açıdan alanyazındaki diğer çalışmalara göre farklılık göstermektedir.

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Her işletme; kar elde etme, satışları artırma, hisse değerini maksimize etme ve hissedar refahını iyileştirme gibi hedeflere ulaşabilmek amacıyla kurulur. Bir işletme, uzun dönemde büyüyerek ve faaliyetlerini devam ettirerek ortaklara sürdürülebilir ekonomik değer sağlayabilir ve pazarda rakipleri ile rekabet edebilir. İşletmelerin rekabet etmeye devam edebilme yeteneği, büyük ölçüde işletme performansı ile belirlenir ve performans açısından sorunlara sahip işletmeler finansal sıkıntı yaşamaktadır. Finansal sıkıntı, işletmelerin nakit akışlarının ticari borçlar veya faiz maliyetleri gibi mevcut yükümlülüklerini karşılayamadığı durumlarda söz konusu olmaktadır ve finansal sıkıntı sürecinde işletmeler iflas veya tasfiye kararı almaktadır. Bu açıdan teori ve uygulamada birçok kişi veya kuruluş işletmelerin mevcut durumlarından hareketle gelecekte finansal sıkıntı yaşayıp yaşamayacaklarını tahminlemektedir. Bu tahminlemeler, genellikle matematiksel ve istatistikî yöntemler aracılığıyla gerçekleştirilmekte ve yöntemlerde daha çok finansal oranlar kullanılmaktadır.

Finansal oranlar aracılığıyla finansal sıkıntı tahmini ile ilgili alanda ilk çalışma Beaver (1966) tarafından yapılmıştır. Beaver (1966)'in finansal sıkıntıyı tahmin etmede kullandığı tek değişkenli analiz modeli, sonraki çok değişkenli analiz çalışmaları için öncü olmuştur. Beaver (1966)'in modelinden hareketle sonraki dönemlerde Altman (1968), Ohlson (1980) ve Zmijewski (1984) finansal sıkıntı tahmini üzerine çalışmalar gerçekleştirmişlerdir. Bahsi geçen bu modeller alanyazında finansal sıkıntı tahminleme çalışmalarında en çok kullanılan ve tahminleme başarıları yüksek modellerdir. Ayrıca günümüzde bu modeller dışında karar ağacı tekniği, sinir ağı tekniği, doğrusal olasılık modeli ve yapay zeka sistemleri ile de analizler gerçekleştirilmektedir.

Alanyazın incelendiğinde Altman'ın 1968 yılında geliştirdiği çoklu diskriminant modelini kullanarak işletmelerin finansal sıkıntı yaşayıp yaşamadıklarını tahmin etmek amacıyla Thai vd. (2014), Mostafa vd. (2016), Sajjan (2016), Akpınar ve Akpınar (2017), Elitaş vd. (2017), Al Manaseer (2018) ve Kamaluddi vd. (2019) tarafından çalışmalar gerçekleştirilmiştir. Thai vd. (2014), Malezya'daki 30 sağlık işletmesini finansal verilerini kullanarak gerçekleştirdiği analizleri sonucunda Altman Z skoru'nun işletmelerin finansal sıkıntı derecelerini belirlemede %76,7 oranında başarılı olduğunu belirtmiştir. Mostafa vd. (2016); Bangladeş'teki 25 bankadan %24'ünün güvenli, %56'sının gri ve %20'sinin ise sıkıntılı bölgede yer aldığını ifade etmiştir. Sajjan (2016), Hindistan'daki 6 imalat işletmesinin hiçbirinin güvenli aralıkta yer almadığı bunun aksine birçoğunun sıkıntılı aralıkta yer aldığı sonucuna ulaşmıştır. Akpınar ve Akpınar (2017), Türkiye'deki 82 imalat işletmesinin finansal verileri aracılığıyla kaldıraç, büyüklük ve kâr payı ödemesi ile ilgili oranların finansal başarısızlık riskini arttırdığı; kârlılık, yaş, işletme değeri ve entelektüel sermaye değişkenlerinin finansal başarısızlık riskini azalttığı sonucuna ulaşmıştır. Elitaş vd. (2017), Türkiye'de Sınai endeksindeki 112 işletmenin finansal verilerini analiz ederek sermaye yoğunlaşması, kurumsal yatırımcı sahipliği ve halka açıklık oranının işletmelerin finansal sıkıntı riski üzerinde etkili olduğu belirtilmiştir. Al Manaseer (2018), 21 sigorta işletmenin finansal verilerinden hareketle %57,13'ünün güvenli, %38,09'unun ise gri ve riskli bölgede yer aldığı sonucuna ulaşmıştır. Kamaluddi vd. (2019) çalışmasında, 80 imalat işletmesinin finansal verilerini kullanarak nakit akışı göstergelerinden ödeme gücü oranı ve kârlılık oranı ile finansal sıkıntı arasında önemli ilişki olduğunu ifade etmiştir.

Altman (1968)'in Z skoru modeli ile ilgili eleştirileri dikkate alarak Ohlson, 1980 yılında ikili sonuçları olan logit regresyona dayalı O skoru modelini geliştirmiştir (Kulalı, 2014: 162). Bu model Altman'ın Z skoru modeli gibi pek çok çalışmaya konu olmuştur (Lai vd., 2009; Wang ve Campbell, 2010; Lee vd., 2014; Lawrence, 2015; Wagas ve Rus, 2018; Kakınuma, 2020). Lai vd. (2009), ABD ve Japon işletmelerin finansal sıkıntı ve hisse senetleri getirileri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla gerçekleştirdikleri çalışmada; finansal sıkıntı riski olan ABD'li işletmelerin daha yüksek getiriye sahip oldukları, Japon işletmelerde ise finansal sıkıntı riski en yüksek olanların negatif getiriye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Wang ve Campbell (2010), çalışmada Çin'deki işletmelerin finansal sıkıntı tahminlemede; toplam yükümlülüklerin toplam varlıkları aşmasının son iki yıl için net gelirin negatif olması ile ilgili değişkenlerin başarısızlık tahmininde en etkili iki değişken olduğunu belirtmişlerdir. Lee vd., 2014; ABD borsasında işlem gören işletmelerin Ohlson modeli ile hisse senedi fiyat hareketlerini çok daha doğru bir şekilde tahmin edilebileceğini ifade etmişlerdir. Lawrence (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmada Tayland'da iflas etmiş ve iflas etmemiş işletmeler arasında O skorunda iflastan 1-3 yıl öncesinde önemli bir farklılık olduğunu tespit etmiştir. Wagas ve Rus (2018), Pakistan Menkul Kıymetler borsasında işlem gören 290 işletmenin finansal açıdan sıkıntılı olup olmadığını tahmin etmeyi amaçlamış ve kârlılık oranları, likidite oranları, kaldıraç oranı ve nakit akış oranlarını temsil eden tüm değişkenlerin Pakistan'daki finansal sıkıntının önemli belirleyicileri olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kakınuma (2020) tarafından gerçekleştirilen çalışmada Tayland Menkul Kıymetler Borsası'ndaki finansal açıdan sıkıntılı işletmelerin kimya işletmelerine göre daha iyi performansa sahip olduğu ifade edilmiştir.

Altman (1968) ve Ohlson (1980)'ün modellerinden sonra Merton (1974), Zmijewski (1984), Zavgren (1985), Berger vd. (1994), KMV (1995), Shumway (2001) Platt ve Platt (2002), Almeida ve Campello (2006), Apergis vd. (2019), Charalambakis ve Garrett (2019) ve Kisman ve Krisandi (2019) vb. pek çok muhasebe temelli ve piyasa temelli olmak üzere modeller geliştirilmiştir (Outecheva, 2007: 88-94; Chen vd., 2020: 1239). Bu modeller arasında Zmijewski (1984) tarafından geliştirilen X skoru modeli daha çok kullanılmaktadır. X skoru modelini kullanarak Husni (2017), AlAli vd. (2018), Ningsih ve Permatasari (2019), Permatasari vd. (2019), Putri (2021) çalışmalar gerçekleştirmiştir. Husni (2017), çalışmasında Endonezya'daki 17 imalat işletmesinin finansal sıkıntı derecesi ile ilgili tahminleme gerçekleştirmiş ve X modelinin imalat sektöründe tahminlemede başarılı olmadığını bu model yerine farklı modellerin kullanılmasını gerektiğini ifade etmişlerdir. AlAli vd. (2018), Kuveyt Borsası'nda işlem gören telekomünikasyon işletmelerin finansal verilerinden hareketle Viva işletmesinin belirtilen dönemde en iyi performans gösterdiği ve finansal sıkıntı ile karşılaşma olasılığının en düşük işletme olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ningsih ve Permatasari (2019), Endonezya'da otomotiv sektöründeki işletmelerin X skoru modelini esas alarak finansal sıkıntı yaşayacağı tahmin edilen işletmelerin finansal sıkıntı yaşamadığı belirtilmiştir. Permatasari vd. (2019), Endonezyo'da 3 işletmenin finansal sıkıntı tahminlemede başarılı oldukları ve işletmelerin finansal açıdan herhangi bir sıkıntı yaşamadığı sonucuna ulaşmışlardır. Putri (2021), çalışmasında Endonezyo'da perakende işletmelerinin finansal verilerini

kullanarak sıkıntı yaşayıp yaşamadıklarını belirlemeyi amaçlamışlardır ve 4 işletmenin finansal sıkıntı riski bulunduğu ifade edilmiştir.

Z skoru, O skoru ve X skoru modelleri esas alınarak karşılaştırmalı birçok çalışma da alanyazında yer almaktadır (Grice ve Dugan, 2003; Muzır ve Çağlar, 2009; Karamzadeh, 2012; Imelda ve Aloida, 2020; Tanjung, 2020). Grice ve Dugan'ın 2003 yılında gerçekleştirdikleri çalışmada Ohlson'ın ve Zmijewski'nin modellerinin 280 işletmenin finansal verileri aracılığıyla yeniden geçerliliklerini belirlemeyi amaçlamışlar ve tahminlemede katsayıların yeniden tahmin edilmesi ile modellerin endüstri sınıflandırmalarını dikkate almadığını vurgulamışlardır. Muzır ve Çağlar (2009), 55 Türk işletme örneğinden yararlanılarak sekiz (Altman, Zmijewski, Ohlson ve Beaver – Deakin, Zavgren ve alternatif modelleri) adet finansal başarısızlık modeli içerisinde en yüksek tahmin performansına sahip modelin Ohlson'ın O skoru modeli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Karamzadeh (2012), Altman ve Ohlson modellerini Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin finansal verilerini kullanarak Altman'ın modelinin Ohlson'ın modeline göre tahminlemede daha başarılı olduğunu ifade etmiştir. Imelda ve Aloida (2020) çalışmalarında; Endonezya'daki 40 imalat işletmesi verilerinden hareketle Ohlson'ın modelinin Altman'ın modeline göre finansal sıkıntıyı tahminlemede daha başarılı olduğunu belirtmişlerdir. Tanjung (2020), Altman, Springate, Zmijewski ve Ohlson modelleri ile 9 ilaç işletmesinin finansal sıkıntı tahminlemesini yapmışlar ve tahminlemede en başarılı modelin Altman'ın Z skoru modeli olduğu sonucuna ulaşmıştır.

3. YÖNTEM

3.1. Araştırmanın Modeli

Çalışma, Covid-19 ile birlikte getirilen kısıtlamaların ve yasakların, işletmelerin finansal sıkıntı derecelerine etkisini tespit etmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda BİST Turizm Endeksi'nde işlem gören, 2011-2020 yılları arasında verilerini sürekli olarak halka arz eden 7 turizm işletmesi çalışmanın kapsamını dahil edilmiştir. Çalışmada analiz için kullanılacak finansal veriler, Finnet mali analiz programından elde edilmiş ve bu veriler aracılığıyla her bir işletme için ilgili dönemlerde Altman Z skoru oranları hesaplanmıştır (Finnet, 2021).

1968 yılında Edward Altman, finansal analizlerde oranların yetersiz kalması eleştirilerine karşılık olarak bu oranların birbirleri ile bağlantılı olarak değerlendirilmesi gerektiğini belirtmiş ve 22 finansal oranı bir araya getirerek Altman Z skoru modelini oluşturmuştur. Altman Z skoru modeli, işletmelerin mevcut verilerden hareketle gelecekteki finansal sıkıntı riskini tahmin etmek için kullanılmaktadır. Bu model işletmelerin finansal sıkıntı yaşama olasılıklarını tahmin etmek amacıyla geliştirilmesine rağmen işletmelerin finansal güçlerini değerlendirmek ve kredi sağlayıcılarının yatırım kararı almalarında yardımcı olmak amacıyla da kullanılmaktadır. Bu açıdan model kredi analizlerinde işletmelerin borçlarını ödeme ile ilgili sorun yaşayıp yaşamayacaklarının tespitinde kullanılmaktadır (Elmas, 2019: 300).

Altman, Z Skoru modelinde finansal oranları likidite, karlılık, kaldıraç, ödeme gücü ve faaliyet oranları olarak 5 gruba ayırarak çoklu diskriminant modelini geliştirmiştir. 2000 yılında ise Altman bu modeli hem özel sektör imalat işletmeleri hem de hizmet işletmeleri için düzenleyerek iki ayrı model daha geliştirmiştir ve hizmet işletmeleri için geliştirdiği modelde X_5 (Net Satışlar / Toplam Varlıklar) değişkeni modelden çıkarılmıştır. Bu çalışmada Z skorları hesaplanırken Altman'ın 2000 yılında özel sektör hizmet işletmeleri için geliştirilen model kullanılacaktır. Bu modelde Z skoru hesaplaması aşağıdaki gibidir (Altman, 2000: 8):

$$Z \text{ Skoru} = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

X_1 : Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar

X_2 : Dağıtılmayan Karlar / Toplam Varlıklar

X_3 : Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar

X_4 : Özkaynak Piyasa Değeri / Toplam Borcun Defter Değeri

Geliştirilen modelde X_1 oranı, işletmenin net likit varlıklarının toplam varlıklara göre bir ölçüsünü ifade etmektedir. X_2 oranında dağıtılmayan karlar olarak işletmelerin geçmiş yıl karları veya geçmiş yıl zararları esas alınarak hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Bu oran işletmelerin yıllar içerisinde elde ettiği karlardan dağıtacağı temettü değerlerini ve finansal kaldıraç derecelerini ölçmektedir. X_3 oranı, işletmelerin varlıklarının etkinlik ve verimliliğini ölçmektedir. X_4 oranında ise özkaynakların piyasa değeri, imtiyazlı ve adi tüm hisse senetlerinin birleşik piyasa değerini ifade etmektedir. Bu oran ise işletme varlıklarının, borçlar varlıkları aşmadan ve işletme iflas etmeden önce yabancı kaynaklarının kaç katı değere sahip olduğunu göstermektedir (Altman, 2000: 10). Bu 4 oran esas alınarak özel sektör hizmet işletmeleri için hesaplanan Z skorları, işletmeleri finansal başarısızlıkla karşılaşma potansiyelini göstermektedir. Hesaplamalar sonrasında özel sektör hizmet işletmeleri için Z skor modeli aralıkları ise aşağıdaki gibidir (Çelik, 2018: 7):

Z Skor < 1,10 = İflas Riski Yüksek (Kırmızı Bölge)

1,10 < **Z Skor** < 2,60 = İflas Riski Belirsiz (Gri Bölge)

2,60 < **Z Skor** = İflas Riski Düşük (Yeşil Bölge)

3.2. Evren ve Örneklem

Altman'ın 2000 yılında hizmet işletmeleri için geliştirdiği Z skoru modelini kullanarak Covid-19'un başlayıp halen devam ettiği dönemde turizm işletmelerinin finansal sıkıntı yaşayıp yaşamadıklarının tespiti çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Bu amaç çerçevesinde Türkiye'de Borsa İstanbul'da yer alan endekslerden BİST Turizm Endeksi çalışmanın evreni olarak belirlenmiştir. 2011-2020 yılları arasında verilerini sürekli olarak halka arz eden 7 turizm işletmesi ise çalışmanın örneklemi oluşturmaktadır.

3.3. Veri Toplama Aracı

Çalışmada veri toplama aracı olarak şirket kayıtlarının incelenmesi tekniği kullanılmıştır. BİST Turizm endeksinde hisse senetleri işlem gören turizm işletmelerinin finansal sıkıntı durumlarını tahmin etmek amacıyla gerçekleştirilen analizlerde kullanılan finansal veriler Finnet mali analiz programından elde edilmiştir. Ayrıca gerek duyulması halinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'unda işletmelere ait finansal veriler ve genel bilgiler de incelenmiştir (KAP, 2021).

Gerçekleştirilen çalışmada 2011-2020 aralığı esas alınarak BİST Turizm Endeksi'ndeki işletmelerin gelecekte finansal sıkıntı yaşayıp yaşamayacakları tahmin edilmiştir. Bununla ilgili veriler ise bir sonraki bölüm olan verilerin analizi kısmında yer almaktadır.

3.4. Verilerin Analizi

Altman'ın 2000 yılında hizmet işletmeleri için geliştirdiği Z skoru modelini kullanarak Covid-19 döneminde BİST Turizm Endeksi'ndeki işletmelerin finansal sıkıntı derecelerine etkisini tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma kapsamına dahil edilen BİST Turizm Endeksi'ndeki işletmelerin hisse kodları ve adları ile ilgili bilgiler Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1. BİST Turizm (XTRZM) Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Hisse Kodu ve Adları

| Hisse Kodu | Şirket Adı |
|------------|--|
| AYCES | ALTIN YUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLER A.Ş. |
| AVTUR | AVRASYA PETROL VE TURİSTİK TESİSLER YATIRIMLAR A.Ş. |
| MAALT | MARMARİS ALTINYUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş. |
| MARTI | MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş. |
| PKENT | PETROKENT TURİZM A.Ş. |
| TEKTU | TEK-ART İNŞAAT TİCARET TURİZM SANAYİ VE YATIRIMLAR A.Ş. |
| ULAS | ULAŞLAR TURİZM YATIRIMLARI VE DAYANIKLI TÜKETİM MALLARI TİCARET PAZARLAMA A.Ş. |

Tablo 1 incelendiğinde çalışma kapsamına dahil edilen 7 işletme olduğu görülmektedir. Bu işletmeler ile ilgili 2011-2020 yıllarına ait finansal tablo verilerinden hareketle finansal sıkıntı derecelerini belirlemeye yönelik

analizler gerçekleştirilmiştir. Altman Z skoru modeli aracılığıyla gerçekleştirilen analizler sonucunda Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES) ile ilgili 2011-2020 yıllarına ait Z Skoru oranları Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2. Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES) Z Skoru Oranları | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | -0,0336 | -0,0383 | 0,0039 | 20,9950 | 21,7256 | Yeşil bölge |
| 2019 | -0,0149 | -0,0618 | 0,4550 | 4,3468 | 7,3227 | Yeşil bölge |
| 2018 | -0,0828 | -0,1041 | 0,0459 | 1,5271 | 1,0296 | Kırmızı Bölge |
| 2017 | -0,0562 | -0,0894 | 0,0134 | 1,8279 | 1,3493 | Gri Bölge |
| 2016 | -0,0300 | -0,0606 | -0,0123 | 1,8292 | 1,4436 | Gri Bölge |
| 2015 | -0,0093 | -0,0622 | 0,0236 | 2,2493 | 2,2564 | Gri Bölge |
| 2014 | -0,0690 | -0,0990 | 0,0322 | 4,8269 | 4,5092 | Yeşil bölge |
| 2013 | -0,0481 | -0,1006 | 0,0385 | 2,9960 | 2,7607 | Yeşil bölge |
| 2012 | -0,0243 | -0,1340 | 0,0280 | 6,2726 | 6,1784 | Yeşil bölge |
| 2011 | -0,0055 | -0,1302 | 0,0369 | 6,3185 | 6,4219 | Yeşil bölge |

Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 2 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 6,4219; 6,1784; 2,7607; 4,5092; 2,2564; 1,4436; 1,3493; 1,0296; 7,3227; 21,7256 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES) şirketinin belirlenen dönemlerde sadece 2018 yılında finansal sıkıntı açısından yüksek riskli aralıkta, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında belirsiz aralıkta olduğu görülmektedir. Ayrıca diğer yıllarda finansal açıdan herhangi bir riskin söz konusu olmadığı da söylenebilir.

Tablo 3. Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR) Z Skoru Oranları | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | 0,0956 | 0,2476 | 0,0118 | 12,8043 | 14,9584 | Yeşil Bölge |
| 2019 | 0,0660 | 0,1807 | 0,0065 | 6,9281 | 8,3398 | Yeşil Bölge |
| 2018 | 0,1187 | 0,1659 | 0,0109 | 3,0164 | 4,5601 | Yeşil Bölge |
| 2017 | -0,0100 | 0,1417 | 0,0264 | 4,0640 | 4,8413 | Yeşil Bölge |
| 2016 | -0,0857 | 0,0409 | 0,0295 | 6,8850 | 6,9986 | Yeşil Bölge |
| 2015 | -0,0185 | 0,0233 | 0,0329 | 6,1346 | 6,6168 | Yeşil Bölge |
| 2014 | 0,3308 | -0,0588 | 0,0033 | 12,2467 | 14,8594 | Yeşil Bölge |
| 2013 | -0,0343 | -0,0604 | 0,0005 | 11,0792 | 11,2146 | Yeşil Bölge |
| 2012 | -0,0206 | -0,0329 | -0,0002 | 12,4460 | 12,8247 | Yeşil Bölge |
| 2011 | -0,0099 | -0,0021 | 0,0043 | 23,0419 | 24,1509 | Yeşil Bölge |

Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 3 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 24,1509; 12,8247; 11,2146; 14,8594; 6,6168; 6,9986; 4,8413; 4,5601; 8,3398; 14,9584 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR) şirketinin belirlenen dönemlerde finansal sıkıntı açısından riskli aralıkta yer almadığı ifade edilebilir.

Tablo 4. Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT) Z Skoru Oranları | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | 0,6319 | 0,1503 | 0,0064 | 8,6516 | 13,7624 | Yeşil Bölge |
| 2019 | 0,7366 | 0,0572 | 0,0066 | 5,0999 | 10,4178 | Yeşil Bölge |
| 2018 | -0,0621 | -0,0582 | 0,0106 | 1,2043 | 0,7387 | Kırmızı Bölge |
| 2017 | 0,3211 | -0,0832 | -0,0832 | 10,4273 | 12,2250 | Yeşil Bölge |
| 2016 | 0,2850 | -0,1048 | -0,0117 | 14,0383 | 16,1899 | Yeşil Bölge |
| 2015 | 0,3364 | -0,1189 | 0,0636 | 24,5371 | 28,0102 | Yeşil Bölge |
| 2014 | 0,2711 | -0,1818 | 0,0519 | 62,6134 | 67,2782 | Yeşil Bölge |
| 2013 | 0,2005 | -0,2112 | 0,0341 | 50,8118 | 54,2085 | Yeşil Bölge |
| 2012 | 0,2297 | -0,2560 | 0,0775 | 16,1171 | 18,1158 | Yeşil Bölge |
| 2011 | 0,1570 | -0,3511 | 0,0847 | 13,3067 | 14,4268 | Yeşil Bölge |

Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 4 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 14,4268; 18,1158; 54,2085; 67,2782; 28,0102; 16,1899; 12,2250; 0,7387; 10,4178; 13,7624 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT) şirketinin belirlenen dönemlerde sadece 2018 yılında finansal sıkıntı açısından riskli aralıkta yer aldığı; diğer yıllarda ise böyle bir durumun söz konusu olmadığı söylenebilir.

Tablo 5. Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI) Z Skoru Oranları | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|--------|---------|---------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | -0,6183 | -0,3487 | 0,0102 | 0,1686 | -4,9473 | Kırmızı Bölge |
| 2019 | -0,8269 | -0,3538 | 0,0314 | 0,0599 | -6,3042 | Kırmızı Bölge |
| 2018 | -0,2181 | -0,3142 | 0,0376 | 0,0711 | -2,1271 | Kırmızı Bölge |
| 2017 | -0,1884 | -0,3868 | 0,0150 | 0,1775 | -2,2098 | Kırmızı Bölge |
| 2016 | -0,1919 | -0,2809 | 0,0019 | 0,0917 | -2,0660 | Kırmızı Bölge |
| 2015 | -0,1935 | -0,1538 | 0,0124 | 0,0777 | -1,6063 | Kırmızı Bölge |
| 2014 | -0,0809 | -0,0363 | 0,0172 | 0,1076 | -0,4203 | Kırmızı Bölge |
| 2013 | -0,1164 | -0,0345 | 0,0250 | 0,1150 | -0,5874 | Kırmızı Bölge |
| 2012 | -0,0249 | -0,0164 | -0,0002 | 0,2114 | 0,0036 | Kırmızı Bölge |
| 2011 | 0,0388 | -0,0043 | 0,0320 | 0,3803 | 0,8545 | Kırmızı Bölge |

Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 5 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 0,8545; 0,0036; -0,5874; -0,4203; -1,6063; -2,0660; -2,2098; -2,2098; -2,1271; -6,3042; -4,9473 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI) şirketinin belirlenen dönemlerde finansal sıkıntı açısından riskli aralıkta yer aldığı söylenebilir.

Tablo 6. Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT) Z Skoru Oranları | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | 0,0691 | 0,3267 | -0,0224 | 38,0568 | 41,3277 | Yeşil Bölge |
| 2019 | 0,1028 | 0,1215 | 0,4558 | 5,6709 | 10,0877 | Yeşil Bölge |
| 2018 | -0,0186 | -0,0712 | 0,3242 | 1,5656 | 3,4686 | Yeşil Bölge |
| 2017 | -0,4042 | -0,1775 | 0,0884 | 1,5526 | -1,0058 | Kırmızı Bölge |
| 2016 | -0,5034 | 0,0461 | -0,1226 | 1,4146 | -2,4902 | Kırmızı Bölge |
| 2015 | -0,2311 | 0,0269 | 0,0716 | 2,4475 | 1,6224 | Gri Bölge |
| 2014 | -0,2644 | 0,0742 | 0,0039 | 4,0830 | 2,8212 | Yeşil Bölge |
| 2013 | -0,1203 | -0,0047 | 0,1506 | 3,2045 | 3,5726 | Yeşil Bölge |
| 2012 | -0,2346 | 0,1150 | -0,0343 | 3,6038 | 2,3898 | Gri Bölge |
| 2011 | -0,0326 | -0,0524 | 0,1714 | 3,9461 | 4,9102 | Yeşil Bölge |

Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 6 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 4,9102; 2,3898; 3,5726; 2,8212; 1,6224; -2,4902; -1,0058; 3,4686; 10,0877; 41,3277 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT) şirketinin belirlenen dönemler arasında 2016 ve 2017 yıllarında finansal sıkıntı açısından yüksek riskli aralıkta, 2015 yılında belirsiz aralıkta olduğu görülmektedir. Ayrıca diğer yıllarda finansal açıdan herhangi bir riskin söz konusu olmadığı da söylenebilir.

Tablo 7. Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU) Z Skoru Oranları | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | -0,0029 | -0,0507 | 0,0044 | 1,2960 | 1,2065 | Gri Bölge |
| 2019 | -0,0307 | -0,0173 | 0,0132 | 1,0087 | 0,8902 | Kırmızı Bölge |
| 2018 | 0,0087 | 0,0266 | 0,0053 | 0,7621 | 0,9796 | Kırmızı Bölge |
| 2017 | 0,0352 | 0,0424 | 0,0056 | 0,5161 | 0,9490 | Kırmızı Bölge |
| 2016 | 0,1110 | -0,1880 | -0,0045 | 0,6192 | 0,7358 | Kırmızı Bölge |
| 2015 | 0,3055 | -0,2945 | 0,0293 | 0,7517 | 2,0300 | Gri Bölge |
| 2014 | 0,0736 | -0,3784 | 0,0244 | 1,9950 | 1,5080 | Gri Bölge |
| 2013 | 0,0896 | -0,4394 | 0,0305 | 3,7586 | 3,3068 | Yeşil Bölge |
| 2012 | 0,0989 | -0,4677 | 0,0245 | 7,1221 | 6,7667 | Yeşil Bölge |
| 2011 | 0,1990 | -0,5073 | 0,0327 | 12,2896 | 12,7759 | Yeşil Bölge |

Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 7 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 12,7759; 6,7667; 3,3068; 1,5080; 2,0300; 0,7358; 0,9490; 0,9796; 0,8902; 1,2065 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU) şirketinin belirlenen dönemler arasında 2016, 2017, 2018 ve 2019 yıllarında finansal sıkıntı açısından yüksek riskli aralıkta, 2014 ve 2020 yıllarında belirsiz aralıkta olduğu söylenebilir. Ayrıca diğer yıllarda finansal açıdan herhangi bir riskin söz konusu olmadığı da görülmektedir.

Tablo 8. Ulaşlar Turizm Yatırımlar ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULAS) Yıllara Göre Z Skoru Oranları

| Ulaşlar Turizm Yatırımlar ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULAS) Oranları | | | | | | Z Skoru |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| Yıllar | X1 | X2 | X3 | X4 | Z Skoru | Alan |
| 2020 | 0,2606 | -0,1933 | -0,0573 | 24,4210 | 26,3363 | Yeşil Bölge |
| 2019 | 0,3732 | -0,1903 | -0,0614 | 4,2892 | 5,9186 | Yeşil Bölge |
| 2018 | 0,3896 | -0,2035 | -0,0440 | 1,5482 | 3,2217 | Yeşil Bölge |
| 2017 | 0,2063 | -0,1918 | -0,0394 | 1,7515 | 2,3023 | Gri Bölge |
| 2016 | -0,2836 | -0,2455 | -0,0342 | 0,4368 | -2,4317 | Kırmızı Bölge |
| 2015 | 0,2092 | -0,1125 | -0,0273 | 1,2502 | 2,1345 | Gri Bölge |
| 2014 | 0,0035 | -0,0969 | 0,0330 | 0,4104 | 0,3595 | Kırmızı Bölge |
| 2013 | -0,0323 | -0,0623 | 0,0127 | 0,7277 | 0,4349 | Kırmızı Bölge |
| 2012 | 0,2026 | -0,0560 | -0,0077 | 5,1760 | 6,5300 | Yeşil Bölge |
| 2011 | 0,0608 | -0,0600 | 0,0300 | 0,0000 | 0,4045 | Kırmızı Bölge |

Ulaşlar Turizm Yatırımlar ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULAS) şirketi ile ilgili Z Skoru oranlarını gösteren Tablo 8 incelendiğinde işletmenin 2011-2020 yılları arasında sırasıyla Z skorlarının 0,4045; 6,5300; 0,4349; 0,3595; 2,1345; -2,4317; 2,3023; 3,2217; 5,9186; 26,3363 olduğu görülmektedir. Bu oranlar göz önünde bulundurulduğunda Ulaşlar Turizm Yatırımlar ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULAS) şirketinin belirlenen dönemler arasında 2011, 2013, 2014 ve 2016 yıllarında finansal sıkıntı açısından yüksek riskli aralıkta, 2015 ve 2017 yıllarında belirsiz aralıkta olduğu söylenebilir. Ayrıca diğer yıllarda finansal açıdan herhangi bir riskin söz konusu olmadığı da söylenebilir.

4. SONUÇ VE TARTIŞMA

2019 yılının Kasım ayında ortaya çıkan ve dünya geneline yayılan Covid-19; ülkelerin aldığı tedbirler ile turizm hareketlerini kısıtlamıştır. Bu sebeple turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmeler birçok faaliyetini süreli olarak durdurmuştur. Her ülkede olduğu gibi Türkiye’de turizm sektöründe faaliyet gösteren turizm işletmelerinin finansal durum açısından Covid-19’dan olumsuz etkilendiği düşüncesi ile çalışmada BİST Turizm Endeksi’ndeki turizm işletmelerinin finansal sıkıntı yaşayıp yaşamadıkları tespit edilmek istenmiştir. İşletmelerin finansal sıkıntı yaşayıp yaşamadıkları ile ilgili tespit için endeksteki işletmelerin 2011-2020 yıllarına ait finansal verileri üzerinde Altman’ın 2000 yılında hizmet işletmeleri için geliştirdiği Z Skoru modeli kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen analizler sonucunda elde edilen bulgular ile ilgili genel bir değerlendirme Tablo 9’da yer almaktadır.

Tablo 9. Yıllara Göre İşletmelerin Finansal Sıkıntı Dereceleri

| | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| AYCES | Yeşil | Yeşil | Kırmızı | Gri | Gri | Gri | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil |
| AVTUR | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil |
| MAALT | Yeşil | Yeşil | Kırmızı | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Yeşil |
| MARTI | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı |
| PKENT | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Kırmızı | Kırmızı | Gri | Yeşil | Yeşil | Gri | Yeşil |
| TEKTU | Gri | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Kırmızı | Gri | Gri | Yeşil | Yeşil | Yeşil |
| ULAS | Yeşil | Yeşil | Yeşil | Gri | Kırmızı | Gri | Kırmızı | Kırmızı | Yeşil | Kırmızı |

BİST Turizm Endeksi'nde işlem gören, 2011-2020 yılları arasında verilerini sürekli olarak halka arz eden 7 turizm işletmesinin finansal sıkıntı dereceleri incelendiğinde;

- 2011 yılında 2 işletmenin yüksek riskli 5 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2012 yılında 1 işletmenin yüksek riskli, 1 işletmenin belirsiz diğer 5 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2014 yılında 2 işletmenin yüksek riskli, 1 işletmenin belirsiz diğer 4 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2013 yılında 2 işletmenin yüksek riskli 5 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2015 yılında 1 işletmenin yüksek riskli, 4 işletmenin belirsiz diğer 2 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2016 yılında 4 işletmenin yüksek riskli, 1 işletmenin belirsiz diğer 2 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2017 yılında 3 işletmenin yüksek riskli, 2 işletmenin belirsiz diğer 2 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2018 yılında 4 işletmenin yüksek riskli diğer 3 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2019 yılında 2 işletmenin yüksek riskli diğer 5 işletmenin ise risksiz aralıkta,
- 2020 yılında 1 işletmenin yüksek riskli, 1 işletmenin belirsiz diğer 5 işletmenin ise risksiz aralıkta yer aldığı görülmektedir.

Covid-19'un başlayıp devam ettiği 2019 yılında 2 ve 2020 yılında 1 işletmenin finansal sıkıntı açısından riskli aralıkta, diğer işletmelerin ise güvenli aralıkta yer aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Buradan hareketle Covid-19 krizinin yaşandığı dönemlerde önceki yıllara göre finansal sıkıntı açısından riskli aralıkta yer alan işletme sayısında bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Bu durumun sebebinin ise 2019 ve 2020 yıllarında BİST Turizm Endeksi'nde yer alan işletmelerin piyasa değerlerindeki artıştan kaynaklandığı tespit edilmiştir. Genel olarak Covid-19'un yarattığı kriz sebebiyle işletmelerin piyasa değerlerinde düşüş yaşanacağı düşüncesi hakimken bunun tam tersi bir durum gerçekleştiği görülmüştür. Böyle bir durumun, bireylerin son yıllarda finansal piyasalara olan meraklarının artması ile hisse senetleri üzerinde daha fazla işlem gerçekleştirmelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Türkiye'ye gelen turist sayıları ve turizm gelirleri ile çalışma kapsamına dahil edilen işletmelerin finansal sıkıntı analizleri sonuçları arasında bağlantı olduğu tespit edilmiştir. Özellikle 2015 ve 2016 yıllarında yaşanan krizle birlikte turist sayıları ve turizm gelirlerinde ciddi düşüşler söz konusu iken aynı dönemlerde analize dahil edilen işletmelerin de finansal açıdan sıkıntı riskinin arttığı göze çarpmaktadır. Ancak 2017 ve 2018 yıllarında turist sayısı ve turizm gelirlerinde artış yaşanmasına rağmen finansal sıkıntı riski yaşayan işletme sayısı yüksektir. Bunun sebebinin ise önceki dönemlerde yaşanan krizler olduğu düşünülmektedir. Covid-19 devam ettiği dönemde ise turist sayıları ve turizm gelirleri ile finansal sıkıntı arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. 2020 yılında turist sayısı ve turizm gelirlerinde ciddi bir düşüş olmasına rağmen finansal açıdan riskli olan işletme sayısında düşüş tespit edilmiştir. Bu durumun sebebinin işletmelerin piyasa değerlerinin artması ile birlikte hükümet tarafından sağlanan teşvikler olduğu düşünülmektedir. Çünkü Covid-19'un olumsuz etkilerini azaltabilmek amacıyla hükümet; vergi indirimleri, SGK ödemelerinde indirimler ve kredi olanakları gibi teşvik paketleri oluşturmuştur.

Belirlenen dönem aralığında Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI)'nin finansal açıdan sıkıntı içerisinde olduğu ve borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirememesi sebebiyle 2021 Mart ayında Denizbank A.Ş. ve Deniz Faktoring A.Ş. ile borç yapılandırması ile ilgili sözleşme imzaladığı finansal raporlarındaki dipnotlar aracılığıyla tespit edilmiştir. Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI) ile benzer olarak Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU)'nin de yıllara göre finansal açıdan sıkıntı yaşadığı görülmektedir. Belirlenen dönem aralığında Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT)'nin ise finansal açıdan herhangi bir riskli duruma düşmediği belirlenmiştir. Ayrıca incelenen dönem arasında bu işletmenin pozitif çalışma sermayesine sahip olduğu görülmüştür.

Covid-19 döneminde getirilen kısıtlamaların Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemesine karşın turizm işletmelerinin piyasa değerlerinde artış yaşanmasının alanyazındaki çalışma sonuçlarının aksine bir durum olduğu görülmektedir. Bu sonuç doğrultusunda çalışmanın alanyazında gerçekleştirilen diğer çalışmalara göre farklılık arz ettiği düşünülmektedir. Ayrıca alanyazında kriz döneminde turizm işletmelerinin finansal sıkıntı derecelerini Altman Z Skoru modelini kullanarak ölçen güncel bir çalışmanın olmaması sebebiyle de çalışma diğer çalışmalara göre farklılık göstermektedir. Çalışmanın bu yönüyle hem turizm hem de finans alanına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmada Türkiye’de BİST Turizm Endeksi’ndeki turizm işletmelerinin finansal sıkıntı derecelerinin belirlenmesi amaçlanmış ve bu doğrultuda Altman Z Skoru Modeli ile analiz gerçekleştirilmiştir. Gelecekte Altman Z Skoru modeli kullanılarak farklı ülkelerde verilerini sürekli olarak halka arz eden turizm işletmelerinin finansal sıkıntı durumlarının karşılaştırılması üzerine çalışmalar gerçekleştirilebilir. Ayrıca model kullanılarak diğer endeks ve sektörlerde de karşılaştırmalı çalışmalar yapılabilir. Son olarak finansal sıkıntı tahminlemesinde alanyazında da görüldüğü üzere birçok model söz konusudur ve bu modeller bir arada kullanılarak karşılaştırmalı analizlere dayalı çalışmaların gerçekleştirilmesinin alanyazına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akpınar, O. ve Akpınar, G. (2017). Finansal Başarısızlık Riskinin Belirleyicileri: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9 (4), 932-951.
- Al Manaseer, S. R. and Al Oshaibat, S. D. (2018). Validity of Altman Z Score Model to Predict Financial Failure: Evidence From Jordan, *International Journal of Economics and Finance*, 10 (8), 181-89.
- AlAli, M. S., Bash, A. Y., AlForaih, E. O., AlSabah, A. M. and AlSalem, A. S. (2018). The Adaptation of Zmijewski Model in Appraising the Financial Distress of Mobile Telecommunications Companies Listed at Bursa Kuwait, *International Academic Institute for Science and Technology*, 5 (4), 129-136.
- Altman, E. I. (2020). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-Score and Zeta Models. New York University Working Paper, <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf> (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2021).
- Bayraktar, A. (2020). COVID 19 Pandemisinin Finansal Etkileri: BİST İmalat Sektörü Uygulaması, *Turkish Studies*, 15 (8), 3415-3427.
- Chen, C. C., Chen, C. and Lien, D. (2020). Financial Distress Prediction Model: The Effects of Corporate Governance Indicators, *Journal of Forecasting*, 39, 1238-1252.
- Çelik, M. S. (2018). Altman Z-Skor Modeli Kullanılarak Bist-30 Endeksinde Yer Alan İmalat Şirketlerinin Finansal Başarısızlık Riskinin Tahmin Edilmesi, 5. Uluslararası Siyasi, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Kongresi (ICPESS), Niğde, 26-29 Ekim 2018, 1-12 .
- Elitaş, B. L., Doğan, M. ve Kevser, M. (2017). Finansal Sıkıntı ve Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9 (4), 787-804.
- Elmas, B. (2019). Finansal Tablolar Analizi: TMS/TFRS’ye Göre Kaleme Alınmış Piyasadan Gerçek Örnekler Üzerinden Analizler, (4. Baskı), Nobel Yayıncılık, Ankara.
- Finnet. (2021). <https://www.finnet.com.tr/FinnetStore/tr/> (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2021).
- Grice, J. S. and Dugan, M. T. (2003). Re-Estimations of The Zmijewski and Ohlson Bankruptcy Prediction Models, *Advances in Accounting*, 20, 77-93.
- Husni, E. (2017). Analisis Model X-Score Zmijewski dalam Memprediksi Financial Distress pada Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Sosial dan Ilmu Ekonomi*, 2 (1), 18-25.
- Imelda, E. and Alodia, C. I. (2020). The Analysis of Altman Model and Ohlson Model in Predicting Financial Distress of Manufacturing Companies in the Indonesia Stock Exchange, *Indian-Pacific Journal of Accounting and Finance*, 1 (1), 51-63.
- IMF. (2021). <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update> (Erişim Tarihi: 01 Mayıs 2021).
- Kakinuma, Y. (2020). Return Premium of Financial Distress and Negative Book Value: Emerging Market Case, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7 (8), 25-31.
- Kamaluddin, A., Ishak, N. and Mohammed, N. F. (2019). Financial Distress Prediction Through Cash Flow Ratios Analysis, *International Journal of Financial Research*, 10 (3), 63-76.
- KAP. (2021). <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler> (Erişim Tarihi: 05 Mayıs 2021).

- Karamzadeh, M. S. (2013). Application and Comparison of Altman and Ohlson Models to Predict Bankruptcy of Companies, *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, 5 (6), 2007-2011.
- Khaliq, A., Altarturi, B. H. M., Thaker, H. M. T., Harun, M. Y. and Nahar, N. (2014). Identifying Financial Distress Firms: A Case Study of Malaysia's Government Linked Companies (GLC), *International Journal of Economics, Finance and Management*, 3 (3), 141-150.
- Kisman, Z. and Krisandi, D. (2019). How to Predict Financial Distress in the Wholesale Sector: Lesson from Indonesian Stock Exchange, *Journal of Economics and Business*, 2 (3), 569-585.
- Kulalı, İ. (2014). Muhasebe Temelli Tahmin Modelleri Işığında, Finansal Sıkıntı ve İflasın Karşılaştırılması, *Sosyo Ekonomi*, 2, 153-170.
- Lai, S.C., Li, H. C., Conover, C. A. And Wu, F. (2009). O-Score Financial Distress Risk Asset Pricing, *Research in Finance*, 26, 51-94.
- Lawrence, J. R., Pongsatit, S. and Lawrence, H. (2015). The Use Of Ohlson's O-Score for Bankruptcy Prediction In Thailand, *The Journal of Applied Business Research*, 31 (6), 2069-2078.
- Lee, S. C., Chen, J. L. and Tsai, M. S. (2014). An Empirical Investigation of the Ohlson Model—A Panel Cointegration Approach, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8 (2), 35-51.
- Liahmad, Rusnindita, K., Utami, Y. P. and Sitompul, S. (2021). Financial Factors and Non-Financial to Financial Distress Insurance Companies That Listed in Indonesia Stock Exchange, *Budapest International Research and Critics Institute-Journal*, 4 (1), 1305-1312.
- Mostafa, S., Rezina, S. and Hasan, S. (2016). Predicting the Financial Distress in the Banking Industry of Bangladesh: A Case Study on Private Commercial Banks, *Australian Academy of Accounting and Finance Review*, 2 (1), 45-58.
- Muzır, E. ve Çağlar, N. (2009). The Accuracy Of Financial Distress Prediction Models In Turkey: A Comparative Investigation With Simple Model Proposals, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (2), 15-48.
- Ningsih, S. and Permatasari, F. F. (2019). Model Zmijewski X-Score Untuk Memprediksi Finansal Sıkıntı Pada Perusahaan Go Publik Alt Sektor Otomotif Dan Komponen, *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 19 (2), 134-140.
- Outecheva, N. (2007). Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Distress Risk. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). University of St.Gallen/Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG): Rusya.
- Permatasari, D., Samsudin, A. and Komariah, K. (2019). Analisis Financial Distress Dengan Metode Zmijewski, *Journal of Management and Bussines*, 1 (1), 74-87.
- Putri, D. E. (2021). Analisis Prediksi Financial Distress Dengan Metode Zmijewski Pada Perusahaan Ritel Yang Terdaftar Di Bej Periode 2015-2019, *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 1 (2), 123-132.
- Sajjan, R. (2016). Predicting Bankruptcy of Selected Firms By Applying Altman's Z-Score Model, *International Journal of Research – GRANTHAALAYAH*, 4 (4), 152-158.
- Tanjung, P. R. S. (2020). Comparative Analysis Of Altman Z-Score, Springate, Zmijewski And Ohlson Models In Predicting Financial Distress, *International Journal of Multidisciplinary Research*, 6 (3), 126-137.
- Thai, S. B., Goh, H. H., HengTeh, B., Wong, J. and Ong, T. S. (2014). A Revisited of Altman Z- Score Model for Companies Listed in Bursa Malaysia, *International Journal of Business and Social Science*, 5 (12), 197-207.
- Torun Kayabaşı, E. (2020). Covid-19'un Piyasalara ve Tüketici Davranışlarına Etkisi, *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 7 (5), 15-25.
- TÜRMOB. (2020). Korona Salgınının Türkiye Ekonomisine Etkisi Değerlendirmeler ve Öneriler Raporu. <http://www.esmmmo.org/storage/file/d8668441dd3740838413616a7a2431-32.pdf> (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2021).
- TÜRMOB. (2021). Türkiye'de Korona Salgını Sonrası Sektörlerdeki Gelişmeler Raporu (2020-2021). <https://www.turmob.org.tr/BasinOdasi/BasinBulteni/eff1aa0d-5c06-4a6f-a20f->

a4c20a8d5375/turmob--korona-salgininin-turkiye-ekonomisine-etkisi--degerlendirmeler-ve-
oneriler-raporu-basin-ozet (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2021).

- TÜRSAB. (2020). Korona Virüsü (Covid-19) Sonrası Nasıl Bir Dünya Bizi Bekliyor?.
<https://tursab.org.tr/apps//Files/Content/8b368379-712e-4ca3-8425-69ae28b9f113.pdf> (Erişim Tarihi:
05 Nisan 2021).
- Wagas, H. and Rus, R. (2018). Predicting Financial Distress: Applicability of O-Score and Logit Model for
Pakistani Firms, *Business and Economic Horizons*, 14 (2), 389-401.
- Wang, Y. and Campbell, M. (2010). *Financial Ratios And The Prediction of Bankruptcy: The Ohlson Model Applied
To Chinese Publicly Traded Companies*, ASBBS Annual Conference, Las Vegas, February 18-21, 2010.
- WHO. (2021). WHO Coronavirus (Covid-19) Dashboard, <https://covid19.who.int/table> (Erişim Tarihi: 25
Temmuz 2021).