


Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi/
Journal of Travel and Hospitality Management
18(3), 2021, 580-600.
Gönderim Tarihi: 26.04.2021
Kabul Tarihi: 27.08.2021
DOI: 10.24010/soid.928452

Finansal Başarısızlık Riskinin Belirleyicileri: Avrupa'daki Menkul Kıymet Borsalarında İşlem Gören Konaklama İşletmelerinde Bir Araştırma

The Determinants of the Financial Failure Risk: A Research in Lodging Companies Trading on the European Stock Exchanges

Prof. Dr. Erdinç KARADENİZ. 
Mersin Üniversitesi
Turizm Fakültesi, Mersin, Türkiye
E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

Prof. Dr. Ömer İSKENDERÖĞLU 
Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Niğde, Türkiye
E-posta: oiskenderoglu@ohu.edu.tr

Cemile ÖCEK 
Mersin Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin, Türkiye
E-posta: cemile_okek@hotmail.com

Öz

Bu araştırmanın amacı; Avrupa ülkelerindeki konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenlerin analiz edilmesidir. Bu amaçla Avrupa kıtasında yer alan 19 ülke menkul kıymet borsasında 2012-2019 yılları arasında pay senetleri işlem gören toplam 63 konaklama işletmesinin finansal verileri üzerinde genelleştirilmiş momentler yöntemi ile analiz gerçekleştirilmiştir. Analizde bağımlı değişken olarak finansal başarısızlık ölçütü olan Fulmer H Skor değeri kullanılırken, bağımsız değişkenler olarak aktif karlılığı, piyasa değeri / defter değeri oranı ve işletme büyüklüğü modele dahil edilmiştir. Analiz sonucunda konaklama işletmelerinde aktif karlılığı ve işletme büyüklüğü arttıkça finansal başarısızlık riskinin azaldığı saptanmıştır. Piyasa değeri / defter değeri oranının ise finansal başarısızlık riski üzerinde bir etkisi olmadığı belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal başarısızlık riski, Finansal performans, Fulmer H skoru, Konaklama işletmeleri, Avrupa.

Abstract

The aim of this research is to analyze the variables that affect the financial failure risk of lodging companies in European countries. For this purpose, the generalized method of moments analysis was performed on the financial data of 63 lodging companies whose stocks were traded between the years 2012-2019 in the stock exchanges of 19 countries in the European continent. While the Fulmer H Score value, which is the financial failure criterion, is used as the dependent variable in the analysis, return on assets, market to book value ratio and firm size are included in the model as independent variables. As a result of the analysis, it has been determined that as the return on assets and firm size increase in lodging companies, the risk of financial failure decreases. It has been determined that the market to book value ratio does not have an effect on the financial failure risk.

Key Words: Financial failure risk, Financial performance, Fulmer H score, Lodging companies, Europe.

Extended Summary

Purpose

In this study, it was tried to determine the variables that affect the risk of financial failure in lodging companies operating in European countries. In this context, the analysis of the financial data of a total of 63 lodging companies, whose stocks were traded between 2012-2019 in the stock exchanges of 19 countries in the European continent, with the method of generalized moments has been carried out. Fulmer H, which is a measure of financial failure as a dependent variable in the analysis. When using score value, return on assets, market to book value as independent variables rate and business size are included in the model.

Background

Especially in the last twenty years, the financial, political and commercial crises experienced at the global level and the Covid-19 pandemic, which emerged at the end of 2019, are considered a worldwide problem and deeply affect the economies of the countries. As a result of these global and local problems, it is seen that companies in developed and developing countries have failed financially, and global commercial bankruptcies have increased for four consecutive years, especially between the years 2016 and 2020 (Euler Hermes, 2020). Financial failure is defined as the inability of businesses to fulfill their financial obligations or having difficulties in fulfilling their financial obligations, stopping their activities, being in the bankruptcy process, experiencing situations such as foreclosure and foreclosure, or in the process of concordat due to the realization of the value of cash flows realized in the finance theory below the expected value (Altman, 1968; Altman and Hotchkiss, 2006; Brigham and Ehrhardt, 2010; Casey and Bartczak, 1985).

The tourism industry is one of the industries most affected by the global crisis. One of the basic elements of the service chain offered in the tourism industry is the accommodation service. Lodging companies are companies that involve heavy fixed capital investments, are extremely flexible in demand, and have high economic, financial and political risks (Karadeniz et al., 2009; Karadeniz, 2017; Karadeniz and İskenderoğlu, 2008; Song and Kang, 2019). Lodging companies are adversely affected by developments in different parts of the world (natural disasters, internal conflicts, epidemics, terrorist attacks, economic and political instability, national and international economic and financial crises) and may face financial failure as a result (Köşker, 2017; Tse, 2006). In this context, it is of great importance for lodging companies to constantly monitor their current financial status, to measure the risks of financial failure and to compare them with historical data and other competitors in the sector, and to determine the internal and external factors that cause financial failure risk.

Method

The main purpose of this research is; It is the analysis of the variables that affect the financial failure risk of lodging companies in European countries. In this context, the sample of the research consists of 63 lodging companies that were traded in the stock exchanges of 19 countries in the European continent between 2012-2019 and whose financial data can be accessed in full. Financial data of lodging companies used in the analysis were obtained from Thomson Reuters Eikon database and Investing.com website.

The financial failure risk of the lodging companies included in the analysis between 2012 and 2019 was calculated with the Fulmer H score model as the dependent variable. Return on assets, business size and market performance (market value / book value ratio), which are thought to affect the risk of financial failure in the analysis, are included in the model developed as independent variables to be tested. In the context of the purpose of the research, the following econometric model was developed by using the Generalized Moments Method (GMM) in order to determine the variables that affect the financial failure risk in lodging companies.

$$FULH_{it} = \alpha_i + \beta_1 FULH_{t-1} + \beta_2 AK_{it} + \beta_3 \ln B_{it} + \beta_4 PP_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

In the model;

$FULH_{it}$ = Fulmer H score of enterprise i in year t,

$FULH_{(t-1)}$ = one period delayed value of Fulmer H score,

AK_{it} = return on assets of enterprise i in year t,

$\ln B_{it}$ = natural logarithm of total net sales of enterprise i in year t,

PP_{it} = market performance of entity i in year t,

β_1 = prediction coefficients,

$\varepsilon_{i,t}$ = represents the error term.

Findings

The average Fulmer H score of the lodging companies included in the analysis between 2012 and 2019 is 0.148. In this context, it is observed that the lodging companies within the scope of the analysis do not carry the risk of financial failure, albeit slightly above the limit, on average, according to the Fulmer H model.

The average value of the return on assets from the independent variables is 0.013. In this context, it can be said that the lodging companies within the scope of the analysis have a very low profitability on average over their active investments. The average value of the natural logarithm of sales, which was calculated as a measure of business size, was determined as 3,507. The market value / book value ratio (PD/DD) ratio, which is calculated as a market performance indicator, was found to be 5,764 on average. In this context, it is possible to say that the stocks of the lodging companies within the scope of the analysis are valued 5.76 times higher on average than their book value in the stock market.

According to the GMM analysis regression estimation results, it can be said that the return on assets and the size of the business affect the financial failure risk measured by using the Fulmer H score model in the lodging companies in European countries. It was determined that there is a statistically significant positive relationship between the return on assets ratio and the firm size measured as the natural logarithm of sales and the Fulmer H score. On the other hand, there was no statistically significant relationship between the market value / book value (PD/DD) ratio included in the model as a measure of the market performance of the lodging companies and the Fulmer H score.

Results

According to the results of the analysis, a positive relationship was found between the Fulmer H score and the return on assets and sales size in the lodging companies traded in the stock exchanges in European countries. According to these results, a one-unit increase in the return on assets causes an increase of 13.94 units in the Fulmer H score. Again, a one-unit increase in the sales size increases the Fulmer H score by 0.15 units. In this context, it can be said that as asset profitability and sales size increase in lodging companies, the risk of financial failure decreases (Fulmer H score increases), and in the opposite case, financial failure risk increases (Fulmer H score decreases). No statistically significant relationship was found between the market value / book value ratio, which is the market performance indicator included in the model, and the Fulmer H score. In this context, it can be said that the market value / book value ratio does not affect the risk of financial failure in lodging companies.

When the results of the research are evaluated in general, it has been determined that the Fulmer H score, which is calculated as a measure of financial failure risk in accommodation businesses, is 0.148 on average, and in this context, they are slightly above zero, which is the limit value in terms of financial failure risk. In this context, the managers of the lodging companies in Europe, which are included in the analysis, should pay attention to the financial ratios in the Fulmer H score model and constantly check it. It is thought that keeping financial data such as asset turnover rate, financial leverage, working capital, short-term borrowing, operating profit, represented by the financial ratios used in the calculation of the Fulmer H score, under constant control, will be important in reducing the risk of financial failure.

It has been determined that the return on assets, which is taken as an independent variable in the model, is very low on average in the accommodation businesses within the scope of the analysis, but it is an extremely important variable in terms of reducing the risk of financial failure. In lodging companies where fixed capital investments are high, it is necessary to determine the amount and distribution of assets in the most appropriate way and to decide on the combination of assets to be invested in accordance with the targeted market segment and with effective demand forecasts at the investment stage. However, it is extremely important to ensure the size of the sales in accordance with the size of the active investments, to increase the sales revenues and to reduce the costs and expenses in return. Therefore, it is of great importance for lodging companies to carefully monitor raw materials, labor, energy, activity and financing expenses, and to apply the right pricing and sales strategies at the right time to the target market structure in the context of appropriate pricing strategies and revenue management principles.

1. Giriş

1980'li yıllardan itibaren küreselleşmeyle beraber ekonomik ve siyasi sınırların kalkması, uluslararası anlamda teknoloji ve ticarete yaşanan hızlı değişim ve ekonomik ilişkilerin yoğunlaşması tüm şirketleri etkilemektedir. Rekabetin uluslararası boyuta taşınması, karmaşık piyasa şartları, dünya pazarının küçülerek tek bir pazar haline gelmesi, zaman ve uzaklık kavramlarının sorun olmaktan çıkması, işletmelerin yeni şartlara uyum sağlayabilme amacıyla verdikleri kararların ne kadar hayati olduğunu ortaya koymaktadır (Aksu, 2000). Özellikle son yirmi yıllık süreçte küresel düzeyde yaşanan finansal, siyasal ve ticari krizler ile 2019 yılının sonunda ortaya çıkan Covid-19 pandemisi, dünya çapında bir sorun olarak kabul edilmekte ve ülke ekonomilerini derinden etkilemektedir. Küresel ve yerel düzeyde yaşanan bu sıkıntılar

sonucunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin finansal başarısızlığa uğradığı ve özellikle 2016-2020 yılları arasında küresel ticari iflasların üst üste dört yıl boyunca arttığı görülmektedir (Euler Hermes, 2020).

Finansal başarısızlık, finans teorisinde gerçekleşen nakit akışları değerinin beklenen değerden düşük gerçekleşmesi nedeniyle işletmelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi veya finansal yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntılar yaşaması, faaliyetlerini durdurması, iflas sürecinde olması, icra ve haciz gibi durumların yaşanması veya konkordato sürecinde olması olarak tanımlanmaktadır (Altman, 1968; Altman ve Hotchkiss, 2006; Brigham ve Ehrhardt, 2010; Casey ve Bartczak, 1985). İşletmelerde finansal başarısızlığa neden olan birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörler genel ekonomik şartlar (ekonomilerde yaşanan durgunluk, döviz kurlarındaki dalgalanmalar, faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar gibi), sektörel dalgalanmalar ve işletmelerin yanlış aldıkları yatırım ve finansman kararları ile yönetim değişikliği ya da teknolojinin hızlı değişimine ayak uyduramama olarak öne çıkmaktadır (Özçalık ve AYTEKİN, 2018; ÖZDEMİR, 2011).

Dünya ekonomisinde yaşanan sorunlar, küresel ölçekte en fazla üretim, turizm, ticaret, havayolları gibi endüstrileri olumsuz açıdan etkilemektedir (Global Times, 2020). Turizm endüstrisi, küresel ölçekte yaşanan krizlerden en fazla etkilenen sektörlerin başında gelmektedir. Turizm endüstrisinde sunulan hizmet zincirinin temel unsurlarından birisi konaklama hizmetidir. Konaklama işletmeleri, yoğun sabit sermaye yatırımları içeren, talebin son derece esnek olduğu, ekonomik, finansal ve siyasi olarak riskin yüksek olduğu işletmelerdir (Karadeniz ve diğ., 2009; Karadeniz, 2017; Karadeniz ve İskenderoğlu, 2008; Song ve Kang, 2019). Konaklama işletmeleri dünyanın farklı yerlerinde gerçekleşen gelişmelerden (doğal afetler, iç çatışmalar, salgın hastalıklar, terör saldırıları, ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, ulusal ve uluslararası boyuttaki ekonomik ve finansal krizler) olumsuz şekilde etkilenmekte ve sonuçta finansal başarısızlık ile karşılaşabilmektedirler (Köşker, 2017; Tse, 2006). Bu bağlamda konaklama işletmelerinin mevcut finansal durumlarını sürekli izlemeleri, finansal başarısızlık risklerini ölçerek geçmiş veriler ve sektördeki diğer rakipleriyle karşılaştırabilmeleri ve finansal başarısızlık riskine neden olan işletme içi ve işletme dışı faktörleri belirlemeleri büyük önem arz etmektedir (Ömürbek ve diğ., 2016; Gemar ve diğ., 2019).

Bu araştırmanın temel amacı, Avrupa ülkelerinde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenlerin saptanmasıdır. Bu bağlamda Avrupa kıtasında yer alan 19 ülke menkul kıymet borsasında 2012-2019 yılları arasında pay senetleri işlem gören toplam 63 konaklama işletmesinin finansal verileri üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir. Araştırma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünden sonra ikinci bölümde konuyla ilgili daha önce gerçekleştirilen araştırmaların genel sonuçları paylaşılmıştır. Üçüncü bölümde analizde kullanılan veriler, veri kaynakları ve analiz yöntemi açıklanmıştır. Dördüncü bölümde araştırma sonucunda elde edilen bulgular sunulmuştur. Son bölümde ise genel bir değerlendirme yapılmış ve öneriler sunulmuştur.

2. Literatür

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde ağırlıklı olarak finansal oranlar yardımıyla modeller geliştirilerek işletmelerde finansal başarısızlık riskini önceden tahmin etmeye veya ölçmeye yönelik araştırmaların olduğu görülmektedir. Bu araştırmaların öncülerini incelendiğinde; Beaver (1966), işletmelerin finansal başarısızlık riskini tahmin etmek amacıyla belirlediği finansal oranlar yardımıyla geliştirdiği Beaver modeli ile finansal

başarısızlığı beş yıl öncesinden tahmin etmenin mümkün olduğunu saptamıştır. Altman (1968), geliştirdiği Altman Z skor modeli ile işletmelerde finansal başarısızlığın iki yıl öncesinden tahmin edilebildiğini belirlemiştir. Weibel (1973), geliştirdiği Weibel modelinde küçük ölçekli işletmelerde başarılı olanların başarısız olanlara göre nakit akış oranlarının yüksek olduğunu gözlemlemiştir. Springate (1978), işletmelerin finansal başarısızlık risklerini tahmin etmek amacıyla oluşturduğu Springate modelinin tahmin gücünü %88 olarak saptamıştır. Ohlson (1980), geliştirdiği Ohlson O skor modelinin finansal başarısızlığı beş yıl öncesinden tahmin edebildiğini belirlemiştir. Bu çalışmada konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riskinin ölçülmesinde kullanılan Fulmer H skor modeli ise Fulmer (1984) çalışmasında geliştirilmiştir. Fulmer (1984), geliştirdiği modelin finansal başarısızlık riskini önceden tahmin etmede son derece başarılı olduğunu belirlemiştir. Legault (1987), geliştirdikleri Kanada skoru modelinin işletmelerin finansal başarısızlıklarını tahmin etmede %83 başarılı olduğunu tespit etmişlerdir.

Turizm endüstrisinde finansal başarısızlıkları tahmin edebilmek için gerçekleştirilen araştırmaların kısıtlı olduğu ancak son yıllarda artış gösterdiği belirlenmiştir. Gu ve Gao (2000), geliştirdikleri çok değişkenli diskriminant analiziyle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) turizm endüstrisinde yer alan 28 işletmenin finansal başarısızlık risklerini bir yıl öncesinde %93 başarılı olarak tahmin etmişlerdir. Gu (2002), ABD'de 36 restoran işletmesinin finansal başarısızlığını bir yıl öncesinde tahmin etmiştir. Kim ve Gu (2006), ABD'de 32 konaklama işletmesinin finansal başarısızlık riskini tahmin etmek için geliştirdikleri logit modelin finansal başarısızlığı %84-%91 arasında doğru tahmin ettiğini saptamışlardır. Diakomihalis (2012), Yunanistan'daki otel işletmelerinin, Jawabreh ve diğ., (2017) ise Ürdün'deki otel işletmelerinin finansal başarısızlık risklerini Altman Z skor modelini kullanarak bir yıl öncesinden tahmin edebildiklerini belirlemiştir. Karaca ve Özen (2017), Altman Z Skoru modelini kullanarak Türkiye ile Rusya arasında gerçekleşen uçak krizinin Borsa İstanbul'da işlem gören turizm işletmelerinin finansal başarısızlık riskini arttırdığını belirlemiştir. Karadeniz ve Öcek (2018), Avrupa'daki 75 adet konaklama işletmesi içinde Altman Z Skor, Springate, Ohlson Skor ve Fulmer modellerine göre finansal başarısızlık riski gösteren işletme sayısının birbirine yakın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Karadeniz ve Öcek (2019), Beaver modelini kullanarak Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama işletmelerinin net çalışma sermayeleri ile karlılıklarının düşük olduğunu ve yeterli nakit akışı elde edemediklerini saptamışlardır. Karadeniz ve Öcek (2020), finans teorisinde en fazla kabul gören Altman Z Skor, Springate, Fulmer H skor, Kanada Skor ve Ohlson O-Skor modellerinin 2019 yılında iflas ettiğini açıklayan Thomas Cook şirketinin iflasını 2019 yılından önceki yıllarda yüzde yüz olarak doğru tahmin ettiğini saptamışlardır.

Yukarıda ifade edilen araştırmalar dışında uluslararası literatürde finansal başarısızlık riski taşıyan işletmelerin finansal oranlarının ne olduğunu ve finansal başarısızlık riski ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaların gerçekleştirildiği gözlemlenmektedir. Gerçekleştirilen araştırmalarda finansal açıdan başarısız olarak tanımlanan işletmelerin genel olarak yüksek kaldıraç oranına sahip, nakit akış sorunu yaşayan, aktif karlılıkları, likidite düzeyleri, firma değerleri ve pay senedi getirileri düşük olan işletmeler oldukları saptanmıştır (Chan ve Chen, 1991; Campbell ve diğ., 2010; Hill ve diğ., 1996; Tan, 2012; Opler ve Titman, 1994). Jaafar ve diğ. (2018), finansal başarısızlık ölçütü olarak Altman Z skor değerini aldıkları çalışmada Malezya Borsası'nda işlem gören işletmelerde aktif karlılığı arttıkça finansal başarısızlık riskinin düştüğü buna karşın kaldıraç oranı yükseldikçe arttığını saptamışlardır. Ikpesu (2019), Nijerya Borsası'nda işlem gören 18 işletmede finansal başarısızlık riskini likidite, karlılık, kaldıraç, büyüklük, satış büyümesi ve pay senedi fiyatlarının etkilediğini saptamıştır. Ulusal literatürde ise Akpınar ve Akpınar (2017),

finansal başarısızlık ölçütü olarak Altman Z skor değerini aldıkları çalışmada Borsa İstanbul imalat sektöründeki işletmelerin finansal başarısızlık riskinin karlılık, yaş, firma değeri ve entelektüel sermaye yükseldikçe azaldığı buna karşın kaldıraç kullanımı, büyüklük ve kar payı dağıtım oranı yükseldikçe ise arttığı saptanmıştır. Özçalık ve Aytakin (2018), finansal başarısızlık ölçütü olarak Fulmer H skor modelini aldıkları çalışmalarında Borsa İstanbul Taş ve Toprağa Sanayi Endeksinde faaliyet gösteren işletmelerin finansal başarısızlık riskinin aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve işletme büyüklüğü arttıkça düştüğü buna karşın, piyasa değeri / defter değeri oranı arttıkça ise finansal başarısızlık riskinin de yükseldiğini belirlemişlerdir. Van ve diğ. (2021), finansal başarısızlık ölçütü olarak Altman Z skor değerini aldıkları çalışmada Borsa İstanbul imalat sektöründe pay senetleri işlem gören işletmelerde finansal başarısızlık riskinin faaliyet kâr marjı, aktif devir hızı, net kâr marjı ve asit-test oranları yükseldikçe azaldığı buna karşın, kaldıraç oranı yükseldikçe ise arttığı saptanmıştır.

Literatürde konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riski ve finansal performans veya finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenleri araştıran çalışmaların ise kısıtlı olduğu gözlemlenmiştir. Aggarwal ve Padhan (2017), Hindistan'daki konaklama işletmelerinde kaldıraç oranı, likidite oranı, firma büyüklüğü, ekonomik büyüme ve Altman Z skoru ile firma değeri arasında önemli bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Karaca ve Özen (2017), Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riskinin pay senedi fiyatını etkilemediğini tespit etmişlerdir. Kim (2018), ABD'deki konaklama işletmelerinde pay senedi fiyatlarının, borç/öz kaynak oranının ve alacak devir hızının finansal başarısızlığı etkilediğini tespit etmiştir. Karadeniz ve Öcek (2019), finansal başarısızlık riski ölçütü olarak Altman Z skor değerini dikkate aldıkları çalışmalarında finansal başarısızlık riski taşıyan/taşımayan konaklama işletmeleri arasında likidite oranları, kaldıraç oranı, karlılık oranları ve fiyat/kazanç oranı bağlamında istatistiksel olarak anlamlı farklılık olduğunu saptamışlardır.

Yukarıda özetlenmeye çalışılan literatür bağlamında konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenleri belirlemeye yönelik çok kısıtlı çalışmaya ulaşılmıştır. Ağırlıklı olarak araştırmaların işletmelerin finansal başarısızlığını tahmin etmeye yönelik gerçekleştirildiği, ayrıca finansal başarısızlığın finansal performans üzerindeki etkilerinin ya da Altman Z skor kullanılarak ölçülen finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenlerin incelendiği ve finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmelerin finansal oranlarındaki farklılaşmaların araştırıldığı saptanmıştır. Dolayısıyla Avrupa'daki konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenlerin incelendiği bu araştırmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3. Yöntem

3.1. Veri Seti

Bu araştırmanın temel amacı; Avrupa ülkelerindeki konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenlerin analiz edilmesidir. Dolayısıyla araştırmanın evrenini Avrupa kıtasında yer alan ülkelerin menkul kıymet borsalarında işlem gören konaklama işletmeleri oluşturmaktadır. Avrupa kıtasında yer alan 30 ülkenin menkul kıymet borsasında "Turizm ve Eğlence (Tourism and Leisure)" sınıflamasında 269 turizm işletmesi işlem görmektedir. Söz konusu işletmeler ile analize dâhil edilen işletmeler araştırmanın sonunda Ek 1'de sunulmaktadır.

Örneklemin belirlenmesi sürecinde Avrupa ülkelerindeki menkul kıymet borsalarında hizmet sektörü sınıflandırılmasında farklılıklar olduğu ve havayolu, kumarhane, medya, spor, restoran, eğlence ve benzer hizmet sunan işletmelerin turizm ve eğlence alt endüstrisi içerisinde sınıflandırıldığı gözlemlenmiştir. Gerçekleştirilen analizde sağlıklı sonuçlar elde edilebilmesi için konaklama işletmelerinin finansal verilerinin elde edildiği Thomson Reuters ve Investing.com tarafından otel, motel ve kruza sınıflandırılmasına dâhil ve esas faaliyet alanı konaklama olan işletmeler analize dâhil edilmiştir. Buna karşın Avrupa ülke borsalarında turizm ve eğlence alt endüstrisi sınıflandırılması altında yer alan ancak esas faaliyet alanı konaklama olmayan işletmeler ile analizi gerçekleştirmek için gerekli olan finansal verileri analiz dönemi kapsamında bulunmayan işletmeler analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

Bu bağlamda araştırmanın örneklemini Avrupa kıtasında yer alan 19 ülkenin menkul kıymet borsasında 2012-2019 yılları arasında işlem gören ve finansal verilerine eksiksiz bir şekilde ulaşılabilen 63 adet konaklama işletmesi oluşturmaktadır. Analizde kullanılan konaklama işletmelerinin finansal verileri Thomson Reuters Eikon veri tabanı ve Investing.com sitesinden elde edilmiştir. Analiz kapsamındaki konaklama işletmeleri ve yer aldığı borsalar aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

Tablo 1: Analiz Kapsamındaki Konaklama İşletmeleri

Borsa (Ülke)	Konaklama İşletmeleri
Borsa İstanbul (Türkiye)	Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş., Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş., Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş., Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş., Martı Otel İşletmeleri A.Ş., Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş., Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş., Petrokent Turizm A.Ş., Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş., Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.
Saraybosna (Bosna Hersek)	ZTC Banja Vrucica ad Teslic.
Sofya (Bulgaristan)	Albena AD, Slanchev Bryag AD, Zlatni Pyasatsi AD, Sofia Hotel Balkan AD, Sunny Day AD, Velina AD, Orpheus Club Wellness AD
Zagreb (Hırvatistan)	Arena Hospitality Group dd, Plava Laguna dd, Valamar Riviera dd, Liburnia Riviera Hoteli dd, Hoteli Makarska dd, Hoteli Maestral dd, Ilirija dd, Solaris dd, Olympia Vodice dd, Turisthotel dd.
Güney Kıbrıs (Güney Kıbrıs Rum Yönetimi)	Constantinou Bros Hotels PCL, Stademios Hotels PLC, Amathus Public Ltd, Claridge Public Ltd, Lordos Hotels Holdings Public Ltd.
Paris (Fransa)	Accor SA, Les Hotels Baverez SA, Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA, Hotelim SA, Les Hotels de Paris SA, Pierre et Vacances SA.
Frankfurt (Almanya)	IFA Hotel & Touristik AG, Regenbogen AG
Atina (Yunanistan)	Lampsa Hellenic Hotels SA, Geke SA
Makedonya (Makedonya)	Internesnel Hotels AD Skopje, Makedonijaturist AD Skopje
Malta (Malta)	International Hotel Investments PLC
Amsterdam (Hollanda)	PPHE Hotel Group Ltd
Varşova (Polonya)	Orbis SA

Tablo 1'in devamı

Lizbon (Portekiz)	Imobiliaria Construtora Grao Para SA, Sonae Capital SGPS SA
Montenegro (Karadağ Cumhuriyeti)	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat, Vektra Boka ad Herceg Novi, HTP Albatros ad Ulcinj
Bükreş (Romanya)	Athenee Palace SA, Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA, Compania Hoteliera InterContinental Romania SA, Turism Felix SA,
Bratislava (Slovak Cumhuriyeti)	Best Hotel Properties as
Ljubljana (Slovenya)	Union Hoteli dd
Madrid (İspanya)	NH Hotel Group SA, Melia Hotels International SA
Londra (Birleşik Krallık)	CH Bailey PLC, Hydro Hotel Eastbourne PLC

Analize dahil edilen konaklama işletmelerinin 2012-2019 yılları arasındaki finansal başarısızlık riski bağımlı değişken olarak Fulmer H skor modeli ile hesaplanmıştır. Analizde finansal başarısızlık riskini etkilediği düşünülen aktif karlılığı, işletme büyüklüğü ve piyasa performansı (piyasa değeri / defter değeri oranı), bağımsız değişkenler olarak geliştirilen modele test edilmek üzere dahil edilmiştir. Analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin hesaplanma şekilleri Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 2: Analizde Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişken	Hesaplama Yöntemi
Fulmer H Skor	V1 = Dağıtılmamış Karlar/Toplam Varlıklar V2 = Satışlar/Toplam Varlıklar V3 = Vergi Öncesi Kar/Öz Sermaye V4 = Nakit/Toplam Borçlar V5 = Borçlar/Toplam Varlıklar V6 = Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar V7 = Maddi Duran Varlıkların Logaritması V8 = Çalışma Sermayesi/Toplam Borçlar Oranı V9 = (Log Faiz ve Vergi Öncesi Kar)/Faiz Oranı H Skoru = 5.528(V1) + 0.212(V2) + 0.073(V3) + 1.270(V4) - 0.120(V5) + 2.335(V6) + 0.575(V7) + 1.083(V8) + 0.894(V9) - 6.075
Bağımsız Değişkenler	Hesaplama Yöntemi
Aktif Karlılığı	Net Kar / Toplam Varlıklar
Büyükölük	Toplam Net Satışların Doğal Logaritması
Piyasa Performansı	Piyasa Değeri / Defter Değeri

3.2. Araştırma Modeli ve Hipotezleri

Araştırmanın amacı bağlamında Tablo 2'de yer alan değişkenler esas alınarak konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık riskini etkileyen değişkenleri belirlemek amacıyla Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılarak aşağıdaki ekonometrik model geliştirilmiştir.

$$FULH_{it} = \alpha_i + \beta_1 FULH_{t-1} + \beta_2 AK_{it} + \beta_3 B_{it} + \beta_4 PP_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde;

$FULH_{it}$ = i işletmesinin t yılındaki Fulmer H skorunu,

- $FULH_{t-1}$ = Fulmer H skorunun bir dönem gecikmeli değerini,
 AK_{it} = i işletmesinin t yılındaki aktif karlılık oranını,
 $İB_{it}$ = i işletmesinin t yılındaki toplam net satışlarının doğal logaritması,
 PP_{it} = i işletmesinin t yılındaki piyasa performansını,
 β_1 = tahmin katsayılarını,
 $\varepsilon_{i,t}$ = hata terimini ifade etmektedir.

GMM, zaman serisi ve çapraz kesit verilerini bir araya getirme imkânı sağlayan ve analiz sürecinde karşılaşılan içsellik sorunu, değişen varyans ve otokorelasyon gibi durumlarda daha güçlü tahminlere imkân veren bir dinamik panel veri analiz yöntemidir. Panel veri analizi; aynı değişkenlerden oluşan serilerle değişkenlerin zaman içinde aldıkları nicelikleri ölçmektedir (Brooks, 2008). Panel veri analiz yöntemlerinden birisi olan GMM, Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntemde öncelikle, birinci fark modeli araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmektedir. Dönüştürme işleminin ardından model, genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bu nedenle GMM, iki aşamalı araç değişkenler tahmincisi olarak da ifade edilebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018). GMM yönteminden elde edilen tahmin sonuçlarının geçerliliği Sargan testi ve otokorelasyon testi gibi farklı tahmin sonrası testleri ile analiz edilebilmektedir. Sargan testi ile modellerde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığı sınanmakta ve asıl değişkenlerin tam olarak yansıtılıp yansıtılmadığı belirlenmektedir (Gujarati, 2014). Dinamik panel veri tahmin modeline ait sonuçlarda otokorelasyon probleminin olup olmadığı AR1 ve AR2 otokorelasyon testleri ile gerçekleştirilmektedir. AR1 test sonucunda istatistiksel olarak anlamlı ve negatif, AR2 test sonucunda ise istatistiksel olarak önemsiz olması beklenmektedir (Arellano ve Bond, 1991). Model tahmininin doğru olup olmadığı ise Wald testi ile incelenmektedir (Roodman, 2009). Analizde Stata ekonometrik analiz paket programı kullanılmıştır.

Modelde bağımlı değişken olarak alınan Fulmer H skoru, John G. Fulmer tarafından 1984 yılında geliştirilmiştir. Fulmer, ABD'de aktif büyüklüğü ortalama olarak 455 milyon \$ olan, 30 başarılı ve 30 başarılı olmayan işletme üzerinde öncelikle 40 adet finansal oran kullanarak çok değişkenli diskriminant analizi uygulamıştır. Daha sonra hesaplanan oranlar 9 ana başlık altında toplanmıştır. Geliştirilen model, işletmelerin başarısızlıklarını önceden tahmin etmede %81 başarılı bulunmuştur (Yazdanfar ve Nilsson, 2008). Fulmer H skor modelinde, bulunan H değeri sıfırdan büyük ise işletme başarılı, H değeri sıfırdan küçük ise işletme başarısız olarak kabul edilmektedir (Sevil ve diğ., 2013). Dolayısıyla analizde konaklama işletmeleri için hesaplanan Fulmer H skorunun yükselmesi işletmelerde finansal başarısızlık riskinin azaldığı, H skorunun düşmesi ise finansal başarısızlık riskinin arttığı anlamına gelmektedir. Bu bağlamda araştırma kapsamında uygulanan oluşturulan modelde herhangi bir bağımsız değişkenin H skorunu pozitif yönde etkilemesi finansal başarısızlık riskini azalttığı; negatif yönde etkilemesi ise finansal başarısızlık riskini artırdığı anlamında kabul edilmektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerden birisi olan aktif karlılığı oranı işletmelerin gerçekleştirdiği varlık yatırımları üzerinden verimliliklerini ölçmek amacıyla hesaplanmaktadır. Finansal başarısızlığa sahip işletmelerin genel olarak aktif

karlılıklarının düşük olduğu belirlenmiştir. İşletmenin aktif yatırımları üzerinden elde ettiği kar düzeyi arttıkça işletme likiditesinde artış meydana gelmekte ve artan likidite finansal başarısızlık riskini düşürmektedir (Jaafar ve diğ., 2018; Liloshna ve diğ., 2017; Opler ve Titman, 1994; Tan, 2012). Bu nedenle söz konusu oranın yüksek olması istenmektedir. Aktif karlılık oranının yükselmesi aktifler üzerinden verimliliğin de artması bağlamında işletmelerde finansal başarısızlık riskinin azalacağı söylenebilir. Bu bağlamda aktif karlılığı ile Fulmer H skoru arasındaki ilişkinin yönüyle ilgili olarak aşağıdaki hipotez kurulmuştur;

H₁. Aktif karlılığı ile Fulmer H skoru arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Büyükölçü olarak modele bağımsız değişken olarak dahil edilen satışların doğal logaritması işletmelerde satış hacminin büyüklüğünü ölçmektedir. Dolayısıyla işletmelerin büyüklüğü finansal başarısının temel belirleyicilerinden birisi olarak görülmektedir. Küçük işletmelerin pazar deneyimlerinin zayıf olması, büyük işletmelere göre sınırlı bağlantılarının olması ve finansal kaynaklara ulaşmada sıkıntı yaşaması finansal başarısızlık yaşama risklerini arttırmaktadır (Honjo, 2000; Ikpesu, 2019). Bu bağlamda satış büyüklüğünün artmasının satış gelirlerinin de büyüklüğünü göstermesi bağlamında işletmelerde finansal başarısızlık riskini azaltacağı kabul edilmektedir. Bu bağlamda satışların doğal logaritması olarak ölçülen işletme büyüklüğü ile Fulmer H skoru arasındaki ilişkinin yönüyle ilgili olarak aşağıdaki hipotez kurulmuştur;

H₂. İşletme büyüklüğü ile Fulmer H skoru arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

İşletmelerin pay senetlerine ait piyasa (borsa) performansının ölçütü olarak modele dahil edilen piyasa değeri / defter değeri oranı borsada işlem gören pay senetlerinin piyasa değerinin, defter değerinin üzerinde mi yoksa altında mı değerlendirildiğini göstermektedir. Oranın 1'den yüksek olması işletmenin pay senetlerinin piyasada defter değerinden daha yüksek olarak yatırımcılar tarafından değerlendirildiğini, 1'den küçük olması ise pay senetlerinin piyasada defter değerinden daha düşük olarak yatırımcılar tarafından değerlendirildiğini göstermektedir (Karadeniz ve Beyazgül, 2021). Literatürde finansal başarısızlık kavramı defter değeri açısından 2 yıl üst üste zarar etmek olarak tanımlanmakta ve piyasa değeri açısından ise işletmelerin son iki ya da üç sene içerisinde pay senetleri fiyatındaki değişimin işlem gördüğü borsa endeksindeki birikimli değişimin üzerinde gösterdiği kayıp olarak tanımlanmaktadır (Altman ve diğ., 2007; Özdemir ve diğ., 2012). Piyasa değeri / defter değeri oranı finansal başarısızlık durumunu belirlemede önem arz ettiği gibi işletmelerin performansını da ölçmede de kullanılmaktadır. Dolayısıyla piyasa değeri / defter değeri oranının yükselmesinin işletmelerde finansal başarısızlık riskini azaltacağı kabul edilmektedir. Bu kapsamda piyasa değeri / defter değeri oranı ile ölçülen piyasa performansı ile Fulmer H skoru arasındaki ilişkinin yönüyle ilgili olarak aşağıdaki hipotez kurulmuştur;

H₃. Piyasa performansı ile Fulmer H skoru arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

4. Bulgular

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Bu bölümde öncelikle analiz kapsamında oluşturulan modeldeki değişkenlerin 2012-2019 dönemine ait tanımlayıcı istatistik bulguları Tablo 3'te sunulmaktadır.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistik Bulguları

	Gözlem	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sp.
Fulmer H Skor	504	-9,250	44,803	0,148	6,332
Aktif Karlılığı		-2,098	0,446	0,013	0,121
İşletme Büyüklüğü		-1,950	16,681	3,507	2,700
Piyasa Performansı		0	92,845	5,764	13,108

Analize dahil edilen konaklama işletmelerinin 2012-2019 yılları arasındaki ortalama Fulmer H skoru 0,148'dir. Bu bağlamda analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin Fulmer H modeline göre ortalama olarak sınırın az da olsa üstünde finansal başarısızlık riski taşımadıkları gözlemlenmektedir.

Bağımsız değişkenlerden aktif karlılığının ortalama değeri 0,013'tür. Bu bağlamda analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin aktif yatırımları üzerinden ortalama olarak çok düşük bir karlılığa sahip oldukları söylenebilir. İşletme büyüklüğü ölçütü olarak hesaplanan satışların doğal logaritmasının ortalama değeri 3,507 olarak saptanmıştır. Piyasa performansı göstergesi olarak hesaplanan piyasa değeri / defter değeri oranı (PD/DD) oranının ortalama olarak 5,764 olduğu saptanmıştır. Bu bağlamda analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin pay senetlerinin borsada, defter değerinden ortalama olarak 5,76 katı kadar daha yüksek değerlendirildiğini söylemek mümkündür. Tablo 3'te konaklama işletmeleri örneğinde analize dahil edilen değişkenlerin standart sapma değerleri incelendiğinde, Fulmer H skor, aktif karlılığı ve PD/DD değişkenlerinin ortalamadan yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre söz konusu üç değişkenin aldığı değerlerin yüksek farklılık içerdiği söylenebilir.

4.2. Korelasyon Analizi

Araştırmanın amacı doğrultusunda analize dahil edilen bağımsız değişkenlerin 2012-2019 dönemine ait korelasyon analizinden elde edilen bulgular Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: Korelasyon Matrisi

	Aktif Karlılığı	Log(Satışlar)	PD / DD
Aktif Karlılığı	1		
İşletme Büyüklüğü	0,065	1	
Piyasa Performansı	-0,009	-0,045	1

Tablo 4 incelendiğinde konaklama işletmelerinin aktif kârlılık oranı ile işletme büyüklüğü ölçütü olarak hesaplanan satışların logaritması arasında pozitif ve zayıf bir ilişki, aktif karlılığı ile piyasa performansı ölçütü olarak hesaplanan PD /DD oranı ve PD/DD oranı ile satışların logaritması arasında ise negatif ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir.

4.3. Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) Analizi

Tablo 5'te analiz kapsamındaki konaklama işletmeleri üzerinde GMM ile test edilen modele ait tahmin sonuçları ve kontrol testlerinin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5: GMM Analizi Bulguları

Regresyon Tahmin Sonuçları	
Sabit	-0,404
Fullmer H Skoru ($t-1$)	0,417*
Aktif Karlılığı (AK)	13,939**
İşletme Büyüklüğü (İB)	0,152*
Piyasa Performansı (PP)	-0,016
Kontrol Test Sonuçları	
Wald (prob)	0,001
Ar2 (prob)	0,975
Sargan (prob)	0,350

*%1 düzeyinde anlamlıdır, ** %5 düzeyinde anlamlıdır.

Analiz sürecinde gerçekleştirilen kontrol testlerinde öncelikli olarak bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücü incelenmiştir. Bu amaçla oluşturulan modeldeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklamadaki gücünü saptamak için Wald testi gerçekleştirilmiştir. Wald testi sonucu, %1 anlamlılık düzeyinde analizde ele alınan bağımsız değişkenlerin modeli açıklama gücünün anlamlı ve yeterli olduğunu göstermektedir (Roodman, 2009). Gerçekleştirilen Sargan testi ile modellerde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığı test edilmiştir. Sargan testi sonuçları aşırı tanımlama kısıtlarının geçerli olduğunu ve modeldeki araç değişkenlerin geçerli olduğunu göstermektedir (Roodman, 2009). GMM yöntemine göre, dinamik panel veri analizlerinde parametre tahmincilerinin etkin olabilmesi için ikinci dereceden oto korelasyonun olmaması modelin anlamlılığı için gereklidir (Arellano ve Bond, 1991). Arellano-Bond (Ar2) testi sonucuna göre ikinci dereceden oto korelasyonunun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 5'te sunulan GMM analizi regresyon tahmin sonuçlarına göre aktif karlılığı ve işletme büyüklüğünün Avrupa ülkelerindeki konaklama işletmelerinde Fulmer H skor modeli kullanılarak ölçülen finansal başarısızlık riskini etkilediği söylenebilir. Aktif karlılığı oranı ve satışların doğal logaritması olarak ölçülen işletme büyüklüğü ile Fulmer H skoru arasında istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Buna karşın konaklama işletmelerinin piyasa performansının ölçütü olarak modele dahil edilen piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranı ile Fulmer H skoru arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Dolayısıyla araştırma kapsamında oluşturulan H_1 ve H_2 hipotezleri kabul edilirken, H_3 hipotezi reddedilmektedir. GMM yöntemi gereğince modele dahil edilen Fulmer H skorunun bir dönem gecikmeli değeri ile Fulmer H skoru arasında ise pozitif bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

5. Sonuç ve Öneriler

Analiz sonuçlarına göre Avrupa ülkelerindeki menkul kıymet borsalarında işlem gören konaklama işletmelerinde Fulmer H skoru ile aktif karlılığı ve satış büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Elde edilen bu sonuçlara göre aktif karlılığında meydana gelen bir birimlik yükseliş, Fulmer H skorunda 13,94 birimlik bir yükselişe neden olmaktadır. Yine satış büyüklüğünde meydana gelen bir birimlik yükseliş Fulmer H skorunu 0,15 birim arttırmaktadır. Bu bağlamda konaklama işletmelerinde aktif karlılığı ve satış büyüklüğü arttıkça finansal başarısızlık riskinin düştüğü (Fulmer H skorunun arttığı), tam tersi bir durumda ise finansal başarısızlık riskinin yükseldiği (Fulmer H skorunun azaldığı) söylenebilir. Modele dahil edilen piyasa performans göstergesi olan

piyasa değeri / defter değeri oranı ile Fulmer H skor arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Bu bağlamda konaklama işletmelerinde piyasa değeri / defter değeri oranının finansal başarısızlık riskini etkilemediği söylenebilir.

Aktif karlılığı değişkeni bağlamında elde edilen bulgular daha önce literatürde gerçekleştirilen (Akpınar ve Akpınar, 2017; Campbell ve diğ., 2010; Chan ve Chen, 1991; Hill ve diğ., 1996; İkpesu, 2019; Jaafar ve diğ., 2018, Karadeniz ve Öcek, 2019; Tan, 2012; Opler ve Titman, 1994; Özçalık ve Aytekin, 2018) çalışmalarıyla paralellik göstermektedir. Satış büyüklüğü değişkeni özelinde elde edilen bulgular ise daha önce literatürde gerçekleştirilen (İkpesu, 2019; Özçalık ve Aytekin, 2018) çalışmalarıyla paralellik göstermektedir. Buna karşın satış büyüklüğü ile ilgili elde edilen bulgu (Akpınar ve Akpınar, 2017) çalışmasıyla farklılık göstermektedir. Akpınar ve Akpınar (2017) çalışmasında analiz kapsamındaki Borsa İstanbul imalat sektöründeki işletmelerde aktif toplamı bağlamında temsil edilen büyüklük ölçütü arttıkça, finansal başarısızlık riskinin de (Altman Z skor) yükseldiğini saptamışlar ve bunun nedenini işletmelerin ölçek ekonomisinden yararlanmamaları olarak vurgulamışlardır. Bu çalışmada ise finansal başarısızlık riski ölçütünün Fulmer H skorla temsil edilmesi, büyüklük ölçütünün ise satış büyüklüğü olarak ölçülmesinin ve örneklem farkının bu sonucun oluşmasına etki ettiği düşünülmektedir.

Araştırma sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık riski ölçütü olarak hesaplanan Fulmer H skorunun ortalama olarak 0,148 olduğu ve bu bağlamda finansal başarısızlık riski açısından sınır değer olan sıfırın biraz üstünde oldukları saptanmıştır. Bu bağlamda analiz kapsamında yer alan Avrupa'daki konaklama işletmeleri yöneticilerinin Fulmer H skoru modelinde yer alan finansal oranlara dikkat etmeleri ve sürekli kontrol etmeleri gerekmektedir. Fulmer H skorunun hesaplanmasında kullanılan finansal oranların temsil ettiği aktif devir hızı, finansal kaldıraç, çalışma sermayesi, kısa vadeli borçlanma, faaliyet karı gibi finansal verilerin sürekli kontrol altında tutulmasının finansal başarısızlık riskini azaltmak açısından önemli olacağı düşünülmektedir.

Modelde bağımsız değişken olarak alınan aktif karlılığının analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinde ortalama olarak çok düşük seviyede olduğu ancak finansal başarısızlık riskinin azaltılması açısından son derece önemli bir değişken olduğu saptanmıştır. Sabit sermaye yatırımlarının yüksek olduğu konaklama işletmelerinde varlık miktarının ve dağılımının en uygun bir şekilde belirlenmesi ve daha yatırım aşamasındayken hedeflenen pazar dilimine uygun olarak ve etkin talep tahminleriyle yatırım yapılacak varlık birleşimine karar verilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte aktif yatırımlarının boyutuna uygun olarak satış büyüklüğünün sağlanması ve satış gelirlerinin artırılması ve bunun karşılığında maliyet ve giderlerin düşürülmesi son derece önemlidir. Dolayısıyla konaklama işletmeleri açısından özellikle hammadde, işçilik, enerji, faaliyet ve finansman giderlerinin dikkatle izlenmesi ve uygun fiyatlama stratejileri ve gelir yönetiminin ilkeleri bağlamında hedef pazar yapısına doğru zamanda doğru fiyatlama ve satış stratejilerinin uygulanması büyük önem arz etmektedir.

Araştırma sonucunda elde edilen bulgular yorumlanırken bazı sınırlamalar göz önünde bulundurulmalıdır. Bunlardan ilki, finansal verilerin elde edilmesindeki güçlükler göz önünde bulundurularak sadece 2012-2019 yılları arasındaki Avrupa kıtasındaki ülke borsalarında faaliyet gösteren ve finansal verilerine ulaşılabilen halka açık konaklama işletmelerinin verileri üzerinde analiz gerçekleştirilmesidir. Dolayısıyla çalışma belirli bir zaman aralığını ve 19 ülkeyi kapsamaktadır. Gelecek çalışmalarda daha uzun dönemli ve daha geniş kapsamlı olarak, farklı finansal başarısızlık risk

tahmin modelleri ve firmaya özgü veya makroekonomik değişkenlerin de dahil edildiği hem yıllık hem de çeyrek dönemlik analizler gerçekleştirilebilir. İkincisi, araştırmada analize dahil edilen işletmelerin tamamı konaklama faaliyetinde bulunan işletmelerden oluşmaktadır. Gelecekteki araştırmalarda turizm endüstrisindeki diğer işletmelerinde (havayolu işletmeleri, seyahat acentaları, yiyecek-içecek işletmeleri gibi) dahil edilerek karşılaştırma yapılmasının faydalı olacağı düşünülmektedir. Ayrıca turizmin diğer alt sektörlerinin de yer aldığı ve Covid-19 pandemisinin de turizm işletmelerinin finansal başarısızlık risklerine ve finansal performansına etkisine yönelik araştırmaların yapılmasının turizm literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

6. Kaynakça

- Aggarwal, D. ve Padhan, P. (2017), "Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry", *Theoretical Economics Letters*, 7, ss. 982-1000.
- Akpınar, O. ve Akpınar, G. (2017), "Finansal Başarısızlık Riskinin Belirleyicileri: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9 (4), ss. 932-951.
- Aksu, A. A. (2000), "Otel İşletmelerinin Başarısını Etkileyen Dış Çevre Faktörleri", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (4), ss. 269-281.
- Altman, E. I. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23 (4), ss. 589-609.
- Altman, E. I. ve Hotchkiss, E. (2006), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*, 3rd Edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Arellano, M. ve Bond, S. (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *The Review of Economic Studies*, 58 (2), ss. 277- 297.
- Beaver, W. H. (1966), "Financial Ratios as Predictors of Failure", *Journal of Accounting Research*, 4, ss. 71-111.
- Brigham, E. F. ve Ehrhardt, M. C. (2010), *Financial Management Theory and Practice*, 13th Edition, USA: South Western Cengage Learning.
- Brooks, C. (2008), *Introductory Econometrics for Finance*. 2'nd Edition, New York: Cambridge University Press.
- Campbell, J. Y., Hilscher, J. D. ve Szilagyi, J. (2011), "Predicting Financial Distress and the Performance of Distressed Stocks", *Journal of Investment Management*, 9 (2), ss. 14-34.
- Casey, C. ve Bartczak, N. (1985), "Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress: Some Extensions", *Journal of Accounting Research*, 23 (1), ss. 384-401.
- Chan, K. C. ve Chen, N. F. (1991), "Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms", *The Journal of Finance*, 46 (4), ss. 1467-1484.
- Diakomihalis, M. (2012), "The Accuracy of Altman's Models in Predicting Hotel Bankruptcy", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2 (2), ss. 96-113.
- Euler Hermes (2000), "Fırtına Öncesi Sessizlik: Covid-19 ve Zaman Bombası Gibi Bekleyen Şirket İflasları", https://www.eulerhermes.com/tr_TR/ekonomik-arastirmalar/ekonomik-gorunum-raporlari/firtina-oncesi-sessizlik-covid-19-ve-zaman-bombasi-gibi-bekleyen-sirket-iflaslari.html (24.03.2021).
- Fulmer, J. G. (1984), "A Bankruptcy Classification Model for Small Firms", *The Journal Of Commercial Bank Lending*, 66 (11), ss. 25-37.
- Gemar, G., Soler, I. P., Guzman-Parra, V. F. (2019), "Predicting Bankruptcy in Resort Hotels: A Survival Analysis", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 31 (4), ss. 1546-1566.

- Global Times, (2020), "Covid-19: How does it Affect the World of Work? Infographics, Globaltimes.Cn.", <https://www.globaltimes.cn/content/1185119.shtml> (01.01.2021).
- Gu, Z. (2002), "Analyzing Bankruptcy in the Restaurant Industry: A Multiple Discriminant Model", *International Journal of Hospitality Management*, 21 (1), ss. 25-42.
- Gu, Z. ve Goa, L. (2000), "A Multivariate Model for Predicting Business Failures of Hospitality Firms", *Tourism and Hospitality Research: The Surrey Quarterly Review*, 2 (1), ss. 37-50.
- Gujarati, D. (2014), *Basic Econometrics*. New York: Mcgraw-Hill Companies.
- Hill, N. T., Perry, S. E. ve Andes, S. (1996), "Evaluating Firms In Financial Distress: An Event History Analysis", *Journal of Applied Business Research*, (12), ss. 60-71.
- Ikpesu, F. (2019), "Firm Specific Determinants of Financial Distress: Empirical Evidence from Nigeria", *Journal of Accounting and Taxation*, 11 (3), ss. 49-56.
- Investing.com (2021), "Stock Screener", <https://tr.investing.com/stock-screener> (04.02.2021).
- Jaafar, M. N., Muhamat, A. A., Alwi, S. F. S., Karim, N. A., ve Rahman, S. A. (2018), "Determinants of Financial Distress Among the Companies Practise Note 17 Listed in Bursa Malaysia", *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 8 (11), ss. 798-809.
- Jawabreh, O. A., Rawashdeh, F. ve Senjelawi, O. (2017), "Using Altman's Z-Score Model to Predict the Financial Failure of Hospitality Companies - Case of Jordan", *International Journal of Information, Business and Management*, 9 (2), ss. 141-157.
- Karaca, S. ve Özen, E. (2017), "Financial Failure Estimation of Companies in BIST Tourism Index by Altman Model and its Effect on Market Prices", *Broad Research in Accounting, Negotiation, and Distribution*, 8 (2), ss. 11-23.
- Karadeniz, E. (2017), "Halka Açık Konaklama İşletmelerinin Nakit Akış Profillerinin Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma", *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14 (3), ss. 167-185.
- Karadeniz, E. ve Beyazgül, M. (2021), "Büyük ve Küçük Şirketlerin Finansal Performanslarındaki Farklılıklar: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Konaklama Şirketlerinde Bir Araştırma", *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 18 (1), ss.85-104.
- Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2008), "Otel İşletmelerinde Finansal Değerin Yönetilmesinde Ekonomik Katma Değer Yönteminin (EVA) Önemi", *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 5 (3), ss.39-50.
- Karadeniz, E. ve Öcek, C. (2018), "Konaklama İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Riskinin Ölçümü: Türkiye ve Avrupa Karşılaştırması", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 55 (645), ss. 9-59.
- Karadeniz, E. ve Öcek, C. (2019), "Finansal Başarısızlık Riski Taşıyan ile Taşımayan İşletmelerin Finansal Oranlarının Karşılaştırmalı Analizi: Borsa İstanbul Turizm İşletmelerinde Bir Araştırma", *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 16 (2), ss. 191-206.
- Karadeniz, E. ve Öcek, C. (2020), "Finansal Başarısızlık Tahmin Modellerinin Geçerliliğinin Analizi: Thomas Cook Örneği", *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 17 (3), ss. 394-406.
- Karadeniz, E., Yılmaz Kandır, S., Balçılar, M. ve Beyazıt Önal, Y. (2009), "Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21 (5), ss. 594-609.

- Kim, H. ve Gu, Z. (2006), "Predicting Restaurant Bankruptcy: A Logit Model in Comparison with A Discriminant Model", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 30 (4), ss. 474-493.
- Kim, J. (2018), "Bankruptcy and Institutions: Theory and Empirical Evidence from Korea and the United States", *Emerging Markets Finance and Trade*, 54 (1), ss. 219-233.
- Köşker, H. (2017), "Krizlerin Turizm Sektörüne Etkileri Üzerine Bir Araştırma: 2016 Yılı Türkiye Örneği", *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, 62, ss. 216-230.
- Legault, J.C.A. (1987), "CA-Score, A Warning System for Small Business Failures", *Bilan*, ss. 29-31.
- Ohlson, J. A. (1980), "Financial Ratios and The Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, 18 (1), ss. 109-131.
- Opler, T. C. ve Titman, S. (1994), "Financial Distress and Corporate Performance", *The Journal of Finance*, 49 (3), ss. 1015-1040.
- Ömürbek, N., Karaatlı, M. ve Balcı, H. F. (2016), "Entropi Temelli MAUT ve SAW Yöntemleri ile Otomotiv Firmalarının Performans Değerlendirmesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 31 (1), ss. 227-255.
- Özçalık, S. G. ve AYTEKİN, S. (2018), "Fulmer Modelinin Belirleyicileri: Finansal Performans Açısından Bir Değerlendirme", *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 17. Ulk Özel Sayısı, ss. 281-292.
- Özdemir, F. S. (2011), Finansal Raporlama Sistemlerinin Bilginin İhtiyaca Uygunluğu Açısından Değerlendirilmesi: İMKB Şirketlerinde Finansal Başarısızlık Tahminleri Yönüyle Bir Uygulama, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Roodman, D. (2009), "An Introduction to Difference and System GMM in Stata", *The Stata Journal*, 9 (1), ss. 86-136.
- Sevil, G., Başar, M. ve Coşkun, M. (2013), *Finansal Yönetim – II*. Ankara: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Song, H. J. ve Kang, H. K. (2019), "The Moderating Effect of CEO Duality on the Relationship Between Geographic Diversification and Firm Performance in the US Lodging Industry", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 31 (3), ss.1488-1504.
- Springate, G. L. V. (1978), "Predicting The Possibility Of Failure In A Canadian Firm", *Master's Thesis*, Simon Fraser University.
- Tan, T. K. (2012), "Financial Distress and Firm Performance: Evidence from the Asian Financial Crisis", *Journal of Finance & Accountancy*, 11 (36), ss.1-11.
- Tse, T. S. M. (2006), "Crisis Management in Tourism", İçinde D. Buhalis ve C. Costa (Editörler), *Tourism Management Dynamics, Trend, Management and Tolls*, ss. 28-38. Elsevier: Butterworth, Heinemann.
- Van, M., Şehribanoğlu, S., Van, M. (2021). "Analysis of The Factors Which Affect Financial Failure and Bankruptcy with Generalized Ordered Logit Model", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 17 (1), ss. 63-78.
- Weibel, (1973), *The Value of Criteria to Judge Credit Worthiness in The Lending of Banks, Bern/Stuttgart Quoted in Choi F.D.S.*, International Finance and Accounting Handbook, 3rd Edition, USA:Wiley & Sons.
- Yazdanfar, D. ve Nilsson, M. (2008), "The Bankruptcy Determinants of Swedish SMEs", *Institute for Small Business & Entrepreneurship*, ss. 1-14.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2018), *İleri Panel Veri Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

Ek 1: Avrupa Ülke Borsalarında Yer Alan Konaklama İşletmeleri ve Analize Dâhil Edilen Konaklama İşletmeleri

Ülkeler	Ülke Borsalarındaki Konaklama İşletmeleri	Analize Dahil Edilen Konaklama İşletmeleri
Avusturya	Warimpex Finanz und Beteiligungs AG.	-
Belçika	Radisson Hospitality AB (publ), Temsica NV, Le Lys Blanc SA, Hostellerie du Prieure de Conques SA, Kerlinga NV.	-
Bosna Hersek	Biokovo dd Vogosca, UTTP Borasnica dd Konjic, Dubrava dd Cazin, Europa dd Sarajevo, Hetmos Mostar Hoteli dd Mostar, Kalin dd Bugojno, Hotel Sanus dd Sanski Most, HUT Aduna dd Bihac, Hoteli Ildza dd Ildza, Hotel Tuzla dd Tuzla, Motel Bazeni dd Vitkovici, Borje ad Kotor Varos, Gacko UIT ad Gacko, Hit ad Kasindo u stecaju, Hotel Bosna ad Banja Luka, Hotel Prijedor ad Prijedor, Hotel Sava ad Brod u stecaju, Kaludjerica ad Petrovo, Kozaraturist UTP ad Prijedor u stecaju, Palas ad Banja Luka, Panos UTP ad Visegrad, Sava ad Gradiska, Sokolac ad Sokolac u likvidaciji, Ugostiteljstvo ad Ljubinje, Ugoturs ad Celinac, Vazdusna Banja ad Knezevo, Vucevo ad Foca, TC Balkana ad Mrkonjic Grad, ZTC Banja Vrucica ad Teslic, Majevisa ad Lopare Sokocnica ad Sipovo, Stari Grad ad Zvornik.	ZTC Banja Vrucica ad Teslic.
Bulgaristan	Albena AD, Slanchev Bryag AD, Zlatni Pyasatsi AD, Sofia Hotel Balkan AD, St St Constantine and Helena Holding AD, Sunny Day AD, Vereya Tour AD, Velina AD, Orpheus Club Wellness AD, Primorsko club EAD Primorsko.	Albena AD, Slanchev Bryag AD, Zlatni Pyasatsi AD, Sofia Hotel Balkan AD, Sunny Day AD, Velina AD, Orpheus Club Wellness AD.
Hrvatistan	Arena Hospitality Group dd, Plava Laguna dd, Valamar Riviera dd, Imperial dd, Jelsa dd, Liburnia Riviera Hoteli dd, Hoteli Brela dd, Hoteli Makarska dd, HUP Zagreb dd, Hoteli Maestral dd, Medora Hoteli i Ljetovalista dd, Dalma dd, Ilirija dd, Apartmani Medena dd, Solaris dd, Maistra dd, Hoteli Tucepi dd, Olympia Vodice dd, Dubrovacko Primorje dd, Hoteli Baska Voda dd, Hoteli Haludovo Malinska dd, Hoteli Jadran dd, HTP Korcula dd, HTP Orebic dd, Hoteli Vodice dd, Hoteli Zivogosce dd, Palace Hotel Zagreb dd, Turisthotel dd, Hoteli Zlatni Rat dd, FTB Turizam dd, Sunce Koncern dd.	Arena Hospitality Group dd, Plava Laguna dd, Valamar Riviera dd, Liburnia Riviera Hoteli dd, Hoteli Makarska dd, Hoteli Maestral dd, Ilirija dd, Solaris dd, Olympia Vodice dd, Turisthotel dd.
Kıbrıs	Constantinou Bros Hotels PCL, Louis PLC, Stademos Hotels PLC, Agros Development Company Proodos Public Ltd, Amathus Public Ltd, Cyprus Cement PCL, Claridge Public Ltd, CCC Tourist Enterprises PCL, Dome Investments PCL, Leptos Calypso Hotels Public Ltd, Lordos Hotels Holdings Public Ltd, A Tsokkos Hotels Public Ltd, Universal Golf Enterprises PLC.	Constantinou Bros Hotels PCL, Stademos Hotels PLC, Amathus Public Ltd, Claridge Public Ltd, Lordos Hotels Holdings Public Ltd.
Estonya	Tallink Grupp AS	-
Finlandiya	Viking Line Abp	-

Fransa	Accor SA, Les Hotels Baverez SA, Immobiliere Hoteliere SA, Societe Hoteliere et Immobiliere de Nice SA, Soc Immobiliere et Exploit Hotel Majesti SA, Hotelim SA, Les Hotels de Paris SA, Compagnie des Alpes SA, Pierre et Vacances SA, Un Toit Pour Toi SA, Lampsa Hellenic Hotels SA, Royal Olympic Cruise Lines Inc, Geke SA.	Accor SA, Les Hotels Baverez SA, Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA, Hotelim SA, Les Hotels de Paris SA, Pierre et Vacances SA.
Almanya	IFA Hotel & Touristik AG, Regenbogen AG.	IFA Hotel & Touristik AG, Regenbogen AG.
Macaristan	Trophy Holding Nyrt fa.	-
İrlanda	Dalata Hotel Group PLC.	-
Jersey	Action Hotels PLC.	-
Makedonya	Internesnel Hotels AD Skopje, Hoteli Metropol AD Ohrid, Makedonijaturist AD Skopje, Makedonija AD Bitola, Debarski Banji Capa AD Debar, Ohridturist AD Ohrid, Unionmak AD Kavadarci, Car Samuil AD Bansko Strumica, Euro Hotel AD Struga, Hotel Balkan AD Kavadarci, Montana Biznis AD Krusevo, Ineks Drim AD Struga, Ineks Gorica AD Ohrid, Negorski Banji AD Negorci Gevgelija, Lirak AD Tetovo, Oaza Ugostitelstvo DOOEL Stip.	Internesnel Hotels AD Skopje, Makedonijaturist AD Skopje.
Malta	International Hotel Investments PLC.	International Hotel Investments PLC.
Hollanda	PPHE Hotel Group Ltd, Playa Hotels & Resorts NV.	PPHE Hotel Group Ltd.
Polonya	Orbis SA, Interferie SA.	Orbis SA.
Portekiz	Imobiliaria Construtora Grao Para SA, Sociedade das Aguas da Curia SA em Liquidacao, Sonae Capital SGPS SA	Imobiliaria Construtora Grao Para SA, Sonae Capital SGPS SA.
Karadağ Cumhuriyeti	HTP Onogost ad Niksic u stecaju, Atlas Hotels Group ad Bar, HTP Velika Plaza ad Ulcinj, TUP Brskovo ad Bijelo Polje u stecaju, Centar za Odmor Rekreaciju i Lijecenje Igalo ad Igalo, Hotel Ravnjak ad Podgorica, Jadran ad Kotor, Lustica Development ad Tivat, Mercur System ad Budva, HTP Mimoza ad Tivat, Plavsko Jezero ad Plav, Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat, Societa Italo Montenegrina Investimenti ad Podgorica, HTP Trend Korali ad Sutomore, Turjak ad Rozaje, HTP Berane ad Berane, Hotelska Grupa Budvanska Rivijera ad Budva, UTIP Crna Gora ad Podgorica, HP Fjord ad Kotor, UTP Tara ad Pljevlja, Vektra Boka ad Herceg Novi, Riviera ad Kotor, Sinjavina ad Mojkovac, HTP Ulcinjska Rivijera ad Ulcinj, HTP Albatros ad Ulcinj, Stara Tara ad Pljevlja	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat, Vektra Boka ad Herceg Novi, HTP Albatros ad Ulcinj.

Sırbistan	Avala ad Pozarevac, Djerdap turist ad Kladovo, HUTP Balkan ad Beograd u stecaju, Kopaonik ad Blace, Nova Srbija ad Odzaci, Palisad ad Zlatibor, Putnik ad Beograd, Rimex ad Beograd, Srbija Tis ad Zajecar, Srbija Turist ad Nis, Sumadija ad Raca, Zlatar ad Nova Varos, Lepenski Vir ad Pecinci, Sloga ad Valjevo, Grza turist ad Paracin, Central ad Vrbas, Hotel Park ad Novi Sad, Sava ad Sabac, Kastel ad Ecka, HUP Balkan ad Beograd, Sloga ad Uzice, Hotel Golubacki Grad ad Golubac, UTP Bela Crkva ad Bela Crkva, Jasenovo ad Nova Varos, Borici ad Sjenica, UTP Srednja Backa ad Kula, Excelsior ad Beograd, Razvitak ad Lazarevac, Putnik ad Novi Sad, Ugoprom ad Novi Knezevac, HUP Evropa ad Surdulica.	-
Romanya	Athenee Palace SA, Balneoclimaterica SA, Palace SA, Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA, Compania Hoteliera InterContinental Romania SA, Romanta Estival SA, Societatea Comerciala de Tratament Balnear Buzias SA, Biroul de Turism pentru Tineret BTT SA, Balea Estival SA, Banat Estival SA, Hotel Club Estival SA, Dorna Turism SA, Neptun Olimp SA, Nord SA, Prahova Estival SA, Terra Estival SA, Tusnad SA, Turism Covasna SA, Turism Felix SA, Clabucet Estival SA, Parc SA, Casa de Bucovina Club de Munte SA.	Athenee Palace SA, Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA, Compania Hoteliera InterContinental Romania SA, Turism Felix SA.
Rusya	GK Kosmos PAO	-
Slovak Cumhuriyeti	Kupele Trencianske Teplice as, Kupele Strbske Pleso as, Hotel Flora as, Best Hotel Properties as	Best Hotel Properties as.
Slovenya	Terme Dobrna dd, Terme Catez dd, Union Hoteli dd, Terme Olimia dd, Hoteli Bernardin dd	Union Hoteli dd.
İspanya	NH Hotel Group SA, Melia Hotels International SA, TR Hotel Jardin del Mar SA	NH Hotel Group SA, Melia Hotels International SA.
İsveç	Pandox AB, Scandic Hotels Group AB	-
İsviçre	Niesenbahn AG, Schilthornbahn AG, Seehuegel Rueschlikon AG, Waldhaus Flims Mountain Resort in Liquidation AG, Suvretta Haus AG, Badrutt's Palace Hotel AG, Dolder Hotel AG, Cresta Palace Celerina AG, Parkhotel Giessbach AG, Schifffahrtsgesellschaft Hallwilersee AG, Schifffahrtsgesellschaft des Vierwaldstaettersees SGV AG, Schweizerische Schifffahrtsgesellschaft Untersee Und Rhein AG, Seiler Hotels Zermatt AG, Stanserhorn Bahn AG, Orascom Development Holding AG	-

Türkiye	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisleri AS, Marti Otel İşletmeleri AS, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş., Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş., Altin Yunus Cesme Turistik Tesisler AS, Petrokent Turizm AS, Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş., Merit Turizm Yatırım ve İşletme AS, Ulaslar Turizm Yatirimlari ve Dayanikli Tuketim Mallari Ticaret Pazarlama AS, Kustur Kusadasi Turizm Endustrisi AS	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisleri AS, Marti Otel İşletmeleri AS, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş., Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş., Altin Yunus Cesme Turistik Tesisler AS, Petrokent Turizm AS, Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş., Merit Turizm Yatirim ve İşletme AS, Ulaslar Turizm Yatirimlari ve Dayanikli Tuketim Mallari Ticaret Pazarlama AS, Kustur Kusadasi Turizm Endustrisi AS.
Ukrayna	Hotel' Podillia PrAT, Inturyst-Zaporizhzhia PrAT, Hotel' Myr PAT, HK Bratyslava PrAT, Hotel' Teatral'nyi PAT.	-
Birleşik Krallık	CH Bailey PLC, Millennium & Copthorne Hotels PLC, Peel Hotels PLC, Hydro Hotel Eastbourne PLC, Shepherd Neame Ltd, Carnival PLC, InterContinental Hotels Group PLC, Safestay PLC, easyHotel PLC.	CH Bailey PLC, Hydro Hotel Eastbourne PLC.