

SİSTEMATİK RİSKİN BELİRLEYİCİLERİ: BORSA İSTANBUL TURİZM ŞİRKETLERİ ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA

Erdiñ KARADENİZ*
Serkan Yılmaz KANDIR**
Ömer İSKENDEROĞLU ***

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören turizm şirketlerinde sistematik risk düzeyini etkileyen değişkenlerin belirlenmesidir. Bu bağlamda, 8 turizm şirketinin 2003-2012 yılları arasındaki finansal verileri üzerinde Genelleştirilmiş Momentler Yöntemiyle analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda, BIST Turizm şirketlerinde aktif büyüklüğü ile sistematik risk arasında pozitif bir ilişki, aktif devir hızıyla sistematik risk düzeyi arasında ise negatif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Öte yandan, modeldeki diğer bağımsız değişkenler olan asit test oranı, kaldıraç oranı ve aktif karlılığı ile sistematik risk düzeyi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Anahtar Kelimeler: Sistematik Risk, Beta, BIST Turizm Şirketleri.

DETERMINANTS OF SYSTEMATIC RISK: EVIDENCE FROM BORSA İSTANBUL TOURISM COMPANIES

ABSTRACT

The aim of this study is to determine the variables that affect the systematic risk levels of tourism companies traded in Borsa Istanbul (BIST). In this manner, generalized method of moments (GMM) is employed by using financial data of 8 tourism companies quoted in Borsa Istanbul for the 2003–2012 period. Analysis results suggest that size affects systematic risk positively, while asset turnover has a negative impact on systematic risk. Furthermore, acid-test ratio, leverage ratio and return on assets seem to have no impact on systematic risk.

Key Words: Systematic Risk, Beta, BIST Tourism Companies.

1. Giriş

1950'li yıllardan itibaren şirketlerin nihai amacının piyasa değeri maksimizasyonu olduğu kabul edilmiş ve şirketler piyasa değerlerini arttırmanın yollarını aramaya başlamışlardır. Şirketin piyasa değerinin artırılabilmesi için şirketlerin alacakları yatırım ve finansman kararlarında risk ve getiri arasında denge kurulması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, alınacak herhangi bir kararla üstlenilecek riske göre getirinin maksimum kılınması önem arz etmektedir. Bunun için şirketlerin maruz

* Doç.Dr., Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği,
drekaradeniz@gmail.com

** Doç.Dr., Çukurova Üniversitesi, skandir@cu.edu.tr

*** Doç.Dr., oiskenderoglu@nigde.edu.tr

kaldıkları risk türlerinin incelenmesi ve riski azaltacak önlemlerin alınması gerekmektedir. Getiri, herhangi bir yatırıma belirli bir dönem içerisinde belirli bir tutar karşılığında yapılan yatırım karşısında elde edilecek geliri ifade etmektedir (Hagin, 1979; Brigham ve Gapenski, 1991). Finansal açıdan risk ise, gerçekleşen getirinin beklenen getiriden sapma olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Risk ve getiri doğru orantılıdır. Bu nedenle yatırım kararlarında getirisi yüksek olan bir yatırım aracının riskinin de yüksek olacağı kabul edilmelidir (Aydın vd., 2010). Şirketler temel olarak sistematik ve sistematik olmayan risklerle karşı karşıyadırlar. Sistematik riskler ekonomide yer alan tüm şirketleri etkileyen ekonomik, politik ve diğer çevre şartlarından doğan risklerdir ve çeşitlendirmeye yok edilmesi mümkün değildir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007). Ancak şirketlerin sistematik riskin olumsuzluklarını en alt düzeye indirecek stratejiler geliştirmeleri gerekmektedir. Sistematik olmayan riskler ise tek bir sektör veya şirkete özgü olan ve sadece bunları etkileyen risklerdir ve çeşitlendirmeye yok edilebilirler (Ceylan ve Korkmaz, 2004).

1945'li yıllardan 1960'lı yıllara kadar önce lüks bir ihtiyaç olarak kabul edilen daha sonra kültürel bir hareket olarak kendini gösteren turizm özellikle son yıllarda dünya genelinde ülke ekonomilerinin karşılaştığı ya da karşılaşılabileceği ulusal ve uluslar arası ekonomik sorunların çözümünde, bölgesel sosyal ve ekonomik kalkınmanın yükselen yeni değeri olarak görülen bir endüstri durumundadır (Karadeniz vd., 2007). Buna karşın turizm endüstrisi sistematik ve sistematik olmayan risklere açık olan, bu risk kaynaklarına yol açan birçok faktörün mevcut olduğu bir endüstridir (Karadeniz ve İskenderoğlu, 2011). Özellikle siyasi ve politik, sosyo-ekonomik ve turizm piyasasından kaynaklanan sistematik risk unsurları bu endüstrideki sermaye yoğun yatırımları hem kuruluş hem de işletme aşamasında olumsuz etkileyebilmektedir. Bu risk unsurlarının tamamen bertaraf edilmesi mümkün değildir. Bu nedenle turizm endüstrisindeki yatırımcı ve yöneticilerin yok edemedikleri sistematik riskin büyüklüğünü yaklaşık olarak tahmin edebilmeleri gerekmektedir. Böyle bir tahminin yapılabilmesi ise sistematik riski etkileyen faktörler ve bu faktörlerin etkilerinin yönünün belirlenmesini önemli hale getirmektedir.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, payları Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören turizm şirketlerinin sistematik risklerini etkileyen faktörlerin belirlenmesidir. Sistematik riskin belirleyicilerinin araştırılması uluslar arası düzeyde ilgi görmüş bir konudur. Ancak Türk turizm şirketlerine yönelik benzer bir çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır. Çalışma, altı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışma hakkında genel bir giriş yapılmaktadır, İkinci bölümde sistematik risk kavramı hakkında genel bir bilgi verilmektedir, üçüncü bölümde konuyla ilgili literatür taraması, dördüncü bölümde araştırmanın yöntemi ve veri seti, beşinci bölümde bulgular hakkında bilgi verilmektedir. Çalışmanın altıncı bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

2. Sistematik Risk Kavramı

Portföy yönetimi, yatırımcıların alacakları yatırım kararlarında şirketlerin maruz kaldıkları riskleri göz önünde bulundurmaları zorunda olduklarını ifade etmektedir. Geleneksel yatırım analizi, ortaya çıkış nedenlerine ve etkilerine bağlı olarak farklı nitelikteki risk çeşitleri ve farklı risk grupları üzerinde durmaktadır. Portföy kuramında bir menkul kıymetin riski sistematik ve sistematik olmayan risklerin toplamından oluşmaktadır. Çok iyi portföy çeşitlendirmesi yapmış olan yatırımcılar sistematik

olmayan riskleri düşürerek azaltabilirler. Ancak sistematik risk, bütün şirketleri etkileyen ve savaş, enflasyon, ekonomik durgunluk ve yüksek faiz oranları gibi dışsal faktörlerden kaynaklanan risk kaynağıdır. Bütün şirketler bu faktörlerden birebir etkilendiği ve bu faktörler üzerinde şirket yöneticilerinin kontrol gücü olmadığı için yatırımcıların ve şirketlerin aynı ekonomi içerisinde yapacakları çeşitlendirme ile bu tür riskleri yok etmesi mümkün değildir (Brigham ve Gapenski, 1991; Sharpe vd., 1999).

Dolayısıyla çeşitlendirme ile azaltılmayan sistematik riskin kaynakları yatırımcılar için göz önünde bulundurulması gereken önemli faktörlerdir. Sistematik risk kaynakları genel olarak satın alma gücü riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riski olarak sıralanmaktadır. Satın alma gücü riski, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen değişimler nedeniyle satın alma gücünde oluşacak kayıplardır (Ceylan ve Korkmaz, 1998). Faiz oranı riski, piyasada genel faiz haddinin yükselme olasılığı olarak ifade edilebilir. Piyasadaki faiz oranlarındaki değişimler, finansal varlıkların fiyatlarını aynı derecede etkilememekle beraber, etki aynı yönde olmaktadır (Akgüç, 1998). Sermaye piyasasında bazen geçerli bir ekonomik nedene bağlanabilen, bazen de hiçbir geçerli neden olmadan, finansal varlıkların piyasa fiyatlarında büyük dalgalanmalar olabilir. İşte böyle bir değişimin yatırımcının verimi üzerindeki olumsuz etkisi piyasa riskini oluşturur (Civelek ve Durukan, 1998). Politik risk ise dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar, uluslar arası ticaret hacmi ile ilgili uygulamalar gibi gelişmelerin menkul kıymet getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri tanımlamakta kullanılan bir risk türüdür (Aydın vd., 2010). Sistematik riskin son unsuru olan kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda paraların değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risktir (Ceylan ve Korkmaz, 1998).

Şirket yönetiminin kontrolü dışında bulunan ve bu nedenle çeşitlendirmeyle yok edilemeyen sistematik riskin ölçülmesi konusunda “Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (SVFM)” kullanılmaktadır. SVFM, ilk defa Sharpe (1964) tarafından ortaya konulmuştur. Model daha sonra Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından geliştirilmiş ve model son şeklini almıştır. SVFM, yatırım yapılması düşünülen menkul kıymetin sahip olduğu riske uygun bir getiri sağlama kabiliyetini araştırmaktadır. Bu model hisse senedinin beklenen getirisinin tespitinde risksiz faiz oranına sistematik risk priminin ilave edilmesi esasına dayanmaktadır.

Hisse senedinden istenen verim oranı olan k_s , sistematik riskin ölçüsü olan beta'nın bir fonksiyonu olarak doğrusal bir şekilde artmaktadır (Copeland vd., 1996). Beta katsayısı, bir menkul kıymetin getirisinin pazar portföyü getirisi ile olan ilişkisini göstermektedir. Pazar portföyü, iyi çeşitlenmiş bir portföy olduğundan bu portföyde toplam riskin iki unsurundan biri olan firma riski tamamen ortadan kalkmakta ve yalnız pazar riski kalmaktadır. Bu nedenle beta katsayısı yalnızca pazar riskini göstermektedir. Şirketlerin beta katsayıları, faaliyette bulunulan sektör, şirketin sabit giderlerinin düzeyi ve borç düzeyine göre farklılıklar göstermektedir (Andrew ve Schmidgall, 1993).

3. Literatür

Sistematik riski belirleyen faktörleri araştıran çalışmalar, endüstri ayrımı yapmayan veya turizm dışındaki endüstrileri konu alan çalışmalar ile doğrudan turizm endüstrisindeki durumu inceleyen çalışmalar olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Sistematik riskin belirleyicilerini genel olarak inceleyen çalışmalardan ilki Beaver, Kettler ve Scholes (1970) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, 1947-

1965 yılları arasında 307 Amerikan Birleşik Devletleri (ABD) şirketinin beta değerleri ile bazı muhasebe verileri arasında önemli bir ilişki bulunduğu belirlenmiştir. Thompson II (1976), 1951-1968 döneminde 290 ABD şirketinde finansal kaldıraç, şirket büyüklüğü ve likiditenin sistematik riski en fazla etkileyen faktörler olduğunu ortaya koymuştur. Mandelker ve Rhee (1984), 1957-1976 yılları arasında 255 ABD imalat şirketinin faaliyet ve finansal kaldıraç derecelerinin beta değerlerindeki değişimin büyük bölümünü açıkladığını belirlemişlerdir. Amit ve Livnat (1988), finansal ve hizmet endüstrileri dışındaki endüstrilerde yer alan şirketlerin, faaliyet ve finansal risklerini dengeleme çabaları nedeniyle her iki risk türünün sistematik riski etkilemediğini belirlemişlerdir. Tanrıöven ve Aksoy (2011), o zamanki adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) imalat sektörü şirketlerinin 1997-2008 yılları arasında borçlanma oranlarının, şirket büyüklüğünün ve satışların büyümesinin beta ile aynı yönde ilişkili olduğunu belirlemişlerdir. Buna karşın likidite ve karlılık oranlarının sistematik riski etkilemediği belirlenmiştir. Al-Qaisi (2011), Ürdün Sermaye Piyasasında işlem gören şirketleri etkileyen sistematik risk unsurlarını araştırmıştır. Çalışma sonucunda, büyüklük, finansal kaldıraç, bütçe açığı ve enflasyon oranının şirketlerin sistematik risk değerlerini önemli olarak etkiledikleri saptanmıştır. Iqbal ve Shah (2012), 2005-2009 döneminde payları Karaçi borsasında işlem gören ve finansal sektör dışındaki 93 Pakistan şirketinde likidite, kaldıraç, verimlilik, kar dağıtım oranı ve piyasa değerinin sistematik riskle ters yönlü bir ilişkiye sahip olduğunu saptamışlardır. Öte yandan, karlılığın, şirket büyüklüğünün ve büyümenin sistematik riskle aynı yönde ilişkili değişkenler olduğunu belirlemişlerdir. Binici, Köksal ve Orhan (2013), 1990-2011 yılları arasında halka açık 17 Türk Bankasında sistematik riskin belirleyicilerini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda Türk Bankacılık sisteminde sistematik riskin ana belirleyicileri; banka çiftlerinin pazar payları, takipteki kredilerin tutarı, bankaların sürü davranışı ve döviz kuru, ABD hazine bonosu, EMBI+, VIX ve MSCI gelişmekte olan piyasa endeksi gibi makro değişkenlerin oynaklıkları olarak belirlenmiştir. Kaya, Güngör ve Özçomak (2013), politik riskin Borsa İstanbul 100 endeksinde işlem gören şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda politik riskle borsa endeksi arasında uzun dönemli negatif bir ilişki olduğu ve politik riskteki dalgalanmaların borsa endeksinde değişim meydana getirdiği belirlenmiştir. Alaghi (2013), Tahran Sermaye Piyasasında işlem gören 457 şirketi etkileyen sistematik risk unsurlarını araştırmışlardır. Çalışma sonucunda likide ile operasyonel etkinliğin sistematik riski negatif, kaldıraç ve karlılığın sistematik riski pozitif etkilediği belirlenmiştir.

Konuyla ilgili turizm endüstrisine yönelik uygulamalı çalışmalar da bulunmaktadır. Gu ve Kim (1998), 1992-1994 yılları arasında 35 ABD kumarhane şirketinde aktif devir hızı ile sistematik risk düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki bulunduğunu. Öte yandan, likidite düzeyi, kaldıraç oranı ve kar marjı ile sistematik risk arasında bir ilişki bulunmadığını saptamışlardır. Gu ve Kim (2002), 1996-1999 yılları arasında 75 halka açık ABD restoranında sistematik riskin varlık devir hızı ile ters yönde ve asit test oranı ile aynı yönde ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Kim vd. (2002), Amerikan otelcilik gayrimenkul yatırım ortaklıklarında sistematik risk ile büyüme arasında pozitif, buna karşın firma büyüklüğü ile negatif ilişki içerisinde olduğunu saptamışlardır. Hung ve Liu (2005), 1993-2004 yılları arasında iki Tayvan havayolu şirketinde faaliyet kaldırıcı, finansal kaldıraç ve borç/özsermaye oranının beta

değerini artırıcı bir etki yaptığını; şirket büyüklüğü ve likiditenin betayı azaltıcı etkide bulunduğunu saptamışlardır. Lee ve Jang (2007), 1997-2002 yılları arasında 16 ABD havayolu şirketinde kaldıraç ve şirket büyüklüğünün sistematik risk ile aynı yönde ilişkili olduğunu buna karşın karlılık ve güvenliğin sistematik risk ile ters yönde ilişkili olduğunu belirlemişlerdir. Rowe ve Kim (2010), 2005-2008 yılları arasında 19 kumarhane şirketinde piyasa kapitalizasyonunun sistematik riski aynı yönde etkilediğini; aktif devir hızı ile kaldıraç oranının ise kısmen etkili olduğunu belirlemişlerdir. Chee-Wooi ve Chyn-Hwa (2010), 1997-2008 yılları arasında yedi Asya havayolu şirketinde büyüklük, faaliyetlerin verimliliği ve finansal kaldıraçın sistematik riski aynı yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Lee ve Hooy (2012), 1990-2010 yılları arasında Kuzey Amerika, Asya ve Avrupa'dan 41 havayolu şirketini örneklem olarak aldıkları çalışmada, Kuzey Amerika şirketlerinin sistematik risklerinin faaliyet kaldıraç ve karlılıktan aynı yönde etkilendiğini belirlemişlerdir. Çalışmada Asya ve Avrupa şirketlerinin sistematik risklerinin ise faaliyet kaldıraçından aynı yönde ancak kazanç büyümesinden ters yönde etkilendiği ortaya konmuştur. Jiao (2013), ağırlama endüstrisinin alt endüstrileri olan otelcilik, restoran ve havayolu endüstrilerinde sistematik riski etkileyen değişkenleri incelemiştir. Çalışma sonucunda 2007-2012 yılları arasında otel işletmelerinde likidite, kaldıraç ve firma büyüklüğünün sistematik riskle pozitif ilişki içerisinde bulunduğunu buna karşın etkinlik, karpayı dağıtım ve karlılık oranlarıyla sistematik risk arasında negatif ilişki bulunduğunu saptamıştır. Restoran işletmelerinde ise faaliyet kaldıraç derecesi ve büyüme ile sistematik risk arasında pozitif bir ilişki buna karşın etkinlik ile sistematik risk arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Çalışmada havayolu işletmelerinde ise likidite, firma büyüklüğü ve güvenlik düzeyi ile sistematik risk arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

4. Veri ve Yöntem

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) incelendiğinde BIST Otel, Motel, Pansiyon, Kamp ve Diğer Konaklama alt sektöründe payları işlem gören toplam 11 turizm şirketi bulunduğu görülmektedir. Bu şirketler; Net Turizm, Marmaris Altinyunus, Altinyunus Çeşme, Martı Otel, Petrokent Turizm, Tek – Art Turizm, Favori Dinlenme Yerleri, Metemtur Otelcilik, Kuştur Kuşadası Turizm, Merit Turizm ve Ütopya Turizm'dir. Çalışmada oluşması muhtemel kayıp gözlem (missing value) sorununu gidermek için verilerine aynı anda ulaşılabilen 2003–2012 dönemleri arasındaki 8 turizm şirketine (Net Turizm, Marmaris Altinyunus, Altinyunus Çeşme, Martı Otel, Petrokent Turizm, Tek – Art Turizm, Favori Dinlenme Yerleri, Metemtur Otelcilik) ait 80 gözlemden yararlanılarak toplam 640 gözlemler analiz gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, zaman serisi ve çapraz kesit verileri bir araya getirme imkanı sağlayan panel veri modelinden yararlanılmıştır. Panel veri modelleri, araştırmacıya daha fazla gözlem sayısı sağlama, serbestlik derecesini artırma, gözlemlerin heterojenliğini azaltma ve açıklayıcı değişkenler arasındaki bağlantı sorunu azaltma gibi yararlar sağlamaktadır (Baltagi, 2005).

Panel veri analizinde iki temel modelden yararlanılarak tahmin yapılmaktadır. Bunlardan birincisi, sabit etkiler modeli (fixed effects model); ikincisi, tesadüfi etkiler modelidir (random effects model) (Brooks, 2008). Ancak panel modellerinde, gecikmeli bağımlı değişkenin, açıklayıcı değişkenler arasında yer alması durumunda dinamik

panel modellerinin kullanılması gerekli hale gelmektedir. Çünkü gecikmeli bağımlı değişken ile hata terimi arasında ilişki olması sabit ve rassal etkiler modellerinde önemli bir soruna neden olmaktadır (Greene, 2003). Ancak dinamik modellerde dahi gecikmeli bağımlı değişken ile hata terimlerinin ilişkili olması tahminleri yanlış hale getirebilmektedir (Hsiao, 2003). Dinamik panel tahminlerinde karşılaşılan bu sorunu çözmek için Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen tahmin yöntemi sıklıkla kullanılmaktadır. Buna göre, değişkenlerin birinci dereceden farklarının alınıp bağımlı değişkenin geçmiş dönem değerlerini araç değişkeni olarak kullanan Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi-GMY (Generalized Method of Moments-GMM) ile dinamik panel tahmininde oluşan sorunlar çözülmeye çalışılır. Böylece araç değişkenlerin kullanılması sayesinde ilgili GMY koşulları altında yansız tahmin ediciler belirlenebilmektedir. Bu çalışmada, kullanılan ve beta katsayısının bağımlı değişken olarak kullanıldığı GMY modeli aşağıdaki biçimde gösterilmiştir:

$$\text{Beta}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{Beta}_{i,t-1} + \beta_2 \text{AST}_i + \beta_3 \text{KAL}_i + \beta_4 \text{ADH}_i + \beta_5 \text{AK}_i + \beta_6 \text{AKTİF}_i + e_i$$

Burada;

| | |
|-----------------------------|---|
| Beta_i | : Beta Katsayısını (Sistematik Riski) |
| α₀ | : Sabit Terimi, |
| Beta_{i,t-1} | : Beta Katsayısının Bir Gecikmeli Değerini, |
| AST | : Asit-Test Oranını (Likidite) |
| KAL | : Kaldıraç Oranını |
| ADH | : Aktif Devir Hızını (Faaliyet Etkinliği) |
| AK | : Aktif Karlılığını (Karlılık) |
| AKTİF | : Aktif Toplamını (İşletme Büyüklüğü) |
| e_i | : Hata Terimini ifade etmektedir. |

Analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlamalar, hesaplama yöntemleri ve veri kaynakları aşağıda ayrıntılı biçimde verilmiştir.

4.1. Bağımlı Değişken

β (BETA): Beta katsayısı, bir menkul kıymetin getirisinin pazar portföyü getirisi ile olan ilişkisini göstermektedir ve sistematik riskin ölçütüdür. Beta katsayısı, piyasa modelinden yararlanarak tahmin edilmiştir. Piyasa modelinde, ilgili turizm şirketinin pay getirileri bağımlı değişken; piyasa getirisi ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır (Sharpe, 1963);

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Burada;

| | |
|----------------------|---------------------------------------|
| R_i | : Pay getirisini, |
| α_i | : Sabit terimi, |
| β_i | : Beta katsayısını (Sistematik riski) |
| R_m | : Piyasa getirisini |
| e_i | : Hata terimini ifade etmektedir. |

Söz konusu değişken, konuyla ilgili yapılmış Logue ve Merville, 1972; Beaver ve Manegold, 1975; Borde, 1998; Gu ve Kim, 2002; Lee ve Yang, 2007 çalışmalarında sistematik risk göstergesi olarak kullanılmıştır.

4.2. Bağımsız Değişkenler

AST (Asit Test Oranı): Likidite oranı olarak da ifade edilen ait test oranı, dönen varlıklardan stoklar, diğer dönen varlıklar ve açılan akreditifler çıkarıldıktan sonra bulunan dönen varlıkların kısa süreli borçlara oranlanması ile hesaplanır (Berk, 2010);

$$AST = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - (\text{Stoklar} + \text{Diğer Dönen Varlıklar} + \text{Akreditifler})}{\text{Kısa Süreli Borçlar}}$$

Konuyla ilgili gerçekleştirilen çalışmalar incelendiğinde şirketlerde likidite düzeyi ile beta değerleri arasında negatif ilişki bulan çalışmalar gözlenmiştir (Logue ve Merville, 1972; Moyer ve Chartfield, 1983). Diğer yandan, likidite düzeyi ile beta değerleri arasında pozitif ilişki saptayan çalışmalar da vardır (Rosenberg ve McKibben, 1973; Jensen, 1984; Borde, 1998; Gu ve Kim, 2002). Buna karşın, Logue ve Merville (1972), Gu ve Kim (1998) ve Lee ve Yang (2007) likidite düzeyi ile beta katsayısı arasında önemli bir ilişki saptayamamışlardır.

KAL (Kaldıraç Oranı): Bu değişken, şirketin aktiflerinin ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oranın yüksek olması, şirketin riskli bir şekilde finanse edildiğini gösterir. Ancak şirket yöneticileri, oranı yüksek tutarak ve kaynakları etkin kullanarak kaldıraç etkisinden yararlanmak suretiyle şirketin karlılığını arttırabilirler. Kaldıraç oranı aşağıdaki şekilde hesaplanabilir (Çabuk ve Lazol, 2008):

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynak}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Konuyla ilgili gerçekleştirilen daha önceki çalışmalar incelendiğinde genel olarak kaldıraç düzeyi ile sistematik risk göstergesi olan beta katsayısı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Hamada, 1972; Amit ve Livnat, 1988; Borde, 1998; Bowman, 1979; Moyer ve Chartfield, 1983; Lee ve Jang, 2007).

ADH (Aktif Devir Hızı): Bu oran, bir şirkette sermaye yoğunluğunun göstergesi ve varlık kullanımında etkinliğin bir ölçüsü olarak yorumlanmaktadır (Akgüç, 2011). Teoriye göre bir şirket aktif devir hızını arttırarak aktifleri üzerinden daha fazla gelir sağlayabilir ve sistematik risk düzeyini düşürebilir. Aktif devir hızı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Lee ve Jang, 2007):

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Konuyla ilgili gerçekleştirilen daha önceki çalışmalar incelendiğinde aktif devir hızı oranı ile sistematik risk göstergesi olan beta katsayısı arasında çoğunlukla negatif bir ilişki olduğu gözlenmiştir (Logue ve Merville, 1972; Borde, 1998; Gu ve Kim, 2002).

AK (Aktif Karlılığı): Bu oran, şirketin faaliyetlerinde kullandığı varlıklarını ne derece etkin kullandığını bir başka ifadeyle varlıkları üzerinden ne kadar gelir sağladığını göstermektedir. Finans teorisinde bir şirketin aktif karlılığı yükseldikçe

finansal dengesi de daha güçlü bir duruma geleceği için sistematik riski düşecektir (Lee ve Jang, 2007). Konaklama işletmelerinde, aktif karlılığının şirket performansını temsil etme konusunda özsermaye karlılığından daha başarılı olduğu ileri sürülmektedir (Lee, 2008). Aktif karlılığı oranı, aşağıdaki şekliyle hesaplanabilir (Peterson, 1994);

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Konuyla ilgili gerçekleştirilen daha önceki çalışmalar incelendiğinde genel olarak aktif karlılığı oranı ile sistematik risk göstergesi olan beta katsayısı arasında negatif bir ilişki olduğu gözlenmiştir (Miller ve Bromiley, 1990; Borde, 1998; Gu ve Kim, 2002; Lee ve Jang, 2007; Logue ve Merville, 1972).

AKTİF (Şirket Büyüklüğü): Finans teorisine göre büyük şirketler faaliyetlerini daha iyi çeşitlendirebildikleri için iflas riskini azaltmakta ve sistematik risklerini düşürebilmektedirler (Titman ve Wessels, 1988). Yine büyük şirketlerin menkul kıymetleri çok daha kolay nakde dönüşebilmektedir. Diğer bir ifadeyle bu menkul kıymetler daha likit varlıklardır ve sistematik riskleri düşüktür (Fisher, 1959). Ayrıca büyük şirketler ölçek ekonomilerinden yararlandıkları için birim üretim maliyetlerini düşürerek karlılıklarını arttırabilmektedirler (Ben-Zion ve Shalit, 1975). Son olarak büyük şirketler değişikliklere daha hızlı ayak uydurabilmekte ve sistematik risklerini düşürebilmektedirler (Sullivan, 1978). Büyüklük değişkeni, çalışmada aktif toplamının doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır. Konuyla ilgili gerçekleştirilen daha önceki çalışmalar incelendiğinde genel olarak aktif büyüklüğü ile sistematik risk göstergesi olan beta katsayısı arasında negatif bir ilişki olduğu gözlenmiştir (Logue ve Merville, 1972; Breen ve Lerner, 1973; Lev ve Kunitzky, 1974; Kim vd., 2002;). Lee ve Jang (2007) ise Amerikan havayolu şirketleri üzerinde yaptıkları çalışmada şirket büyüklüğü ile sistematik risk arasında pozitif bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

5. Analiz Ve Bulguların Yorumlanması

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle verilere ait özet istatistikler ile veriler arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiş, ardından GMY analizi gerçekleştirilmiştir. Tablo 1’de özet istatistikler sunulmuştur.

Tablo.1 Özet İstatistikler

| | AKTİF | ADH | AK | AST | KAL |
|---------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Ortalama | 7.909 | 0.200 | -0.017 | 1.133 | 0.388 |
| Medyan | 7.871 | 0.167 | 0.385 | 0.364 | 0.330 |
| Maksimum | 8.842 | 0.811 | 0.219 | 10.431 | 1.032 |
| Minimum | 7.143 | 0.000 | -0.542 | 0.012 | 0.002 |
| Std. Sapma | 0.397 | 0.169 | 0.104 | 2.096 | 0.284 |
| Gözlem Sayısı | 80 | | | | |

Tablo 1 incelendiğinde analizde kullanılan bağımsız değişkenlerin istatistiksel özelliklerinin büyük farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Örnekleme yer alan turizm şirketleri aktif büyüklüğü açısından büyük bir değişkenlik göstermezken; aktif devir hızlarının ve asit test oranlarının oldukça farklı olduğu gözlenmiştir. Buna göre, BIST turizm şirketlerinin toplam varlık yatırımları benzerlik göstermektedir. Ancak

varlıklarını kullanım düzeyleri ve likidite pozisyonları oldukça farklıdır. Diğer yandan kaldıraç oranları incelendiğinde, neredeyse hiç borçlanmayan turizm şirketinin yanında yüksek düzeyde borçlanan turizm şirketlerinin de olduğu gözlenmektedir. Benzer bir durum karlılık açısından da geçerlidir. Önemli düzeyde zarar eden turizm şirketleriyle birlikte önemli ölçüde karlılığı olan turizm şirketleri de bulunmaktadır. Tablo 2’de, analizde kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları yer almaktadır.

Tablo.2 Korelasyon Katsayıları

| | AKTİF | ADH | AK | AST | KAL |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AKTİF | 1.000 | -0.439 | 0.152 | -0.027 | 0.018 |
| ADH | -0.439 | 1.000 | 0.117 | -0.046 | -0.129 |
| AK | 0.152 | 0.117 | 1.000 | 0.192 | -0.285 |
| AST | -0.027 | -0.046 | 0.192 | 1.000 | -0.333 |
| KAL | 0.018 | -0.129 | -0.285 | -0.333 | 1.000 |

Tablo 2’de görüldüğü gibi, analizde kullanılan değişkenler arasındaki ilişki kuvvetli değildir. Değişkenler arasındaki düşük korelasyon katsayıları doğrusal bağlantı sorununun bulunmadığı yönünde önemli bir bulgu teşkil etmektedir. Tablo 3’de ise GMY analizi sonuçları sunulmaktadır. Tablo 3’te yer alan Wald testi sonucu, açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkeni anlamlı biçimde açıklayabildiğini göstermektedir. Sargan testi sonucu ise araç değişkenlerin istatistiksel olarak geçerli olduklarını göstermektedir. Ayrıca modelde 1. dereceden ve 2. dereceden otokorelasyonun varlığı test edilmiş ve AR(1) test istatistiği anlamlı; AR(2) test istatistiği ise anlamsız bulunmuştur. Buna göre, 1. dereceden otokorelasyonun varlığı belirlenmiş, ancak 2. dereceden otokorelasyonun önemli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. GMY analizinde 2. Dereceden otokorelasyonun olmaması otokorelasyonun olmadığı şeklinde ifade edilebilir. 1. Dereceden otokorelasyonun olması ise GMY analizi için beklenen bir sonuçtur.

Tablo.3 GMY Analizi Sonuçları

| Açıklayıcı Değişkenler | Katsayılar |
|--|------------|
| Sabit Terim | -2,66* |
| BETA (-1) | 0,110 |
| AST | -0,008 |
| KAL | 0,290 |
| ADH | -0,503** |
| AK | -0,138 |
| AKTİF | 0,436* |
| Wald Test χ^2 | 2377* |
| Sargan Test χ^2 | 49,72 |
| AR(1) | -3,302* |
| AR(2) | -1,536 |
| Not: * %1; ** %5 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. | |

Tablo 3'deki analiz sonuçları incelendiğinde, aktif devir hızının ve aktif büyüklüğünün BIST turizm şirketlerinin sistematik risk düzeylerini etkilediği gözlenmektedir. Bunlardan aktif devir hızı sistematik riski azaltıcı bir etki gösterirken; aktif büyüklüğündeki artışın sistematik riski de artırdığı belirlenmiştir. Diğer yandan, asit test oranı, kaldıraç ve betanın bir gecikmeli değerinin sistematik riski etkilemediği belirlenmiştir.

6. Sonuç

Portföy çeşitlendirilmesiyle yok edilemeyen sistematik risk, tüm finansal piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tümünü etkiler. Bu nedenle sistematik risk üzerine etkili olan değişkenlerin tespit edilmesi ekonomik koşullarda meydana gelebilecek değişimlerden düşük düzeyde etkilenmek için tedbir almak isteyen şirketler açısından önemli olmaktadır.

Turizm endüstrisi, küreselleşmenin ve talepteki değişkenlik gibi nedenlerle sistematik ve sistematik olmayan risklere açık olan ve bu bağlamda risk ve belirsizliğin her an var olduğu bir endüstridir. Özellikle siyasi ve politik, sosyo-ekonomik ve turizm piyasasından kaynaklanan sistematik risk unsurları bu endüstrideki sermaye yoğun yatırımları hem kuruluş hem de işletme aşamasında olumsuz etkileyebilmektedir.

Sistematik riskin belirleyicilerini turizm endüstrisi bazında tespit etmeye yönelik olarak yapılan bu çalışma sonucunda halka açık turizm şirketlerinin faaliyet etkinliğini gösteren aktif devir hızının sistematik risk ölçütü olan Beta katsayısı ile negatif bir ilişki içinde olduğu belirlenmiştir. Elde edilen bu sonuç finans teorisiyle oldukça uyumludur. Buna göre bir şirket aktif devir hızını arttırarak aktifleri üzerinden daha fazla gelir sağlayabilir ve sistematik risk düzeyini düşürebilir. Yine elde edilen bu sonuç literatürde gerçekleştirilen uygulamalı çalışmalarla da uygunluk göstermektedir (Logue ve Merville, 1972; Borde, 1998; Gu ve Kim, 1998; Gu ve Kim, 2002; Jiao, 2013). Analiz sonucunda firma büyüklüğü göstergelerinden biri olan aktif büyüklüğü ile sistematik risk arasında ise pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Finans teorisine göre büyük şirketler; faaliyetlerini daha etkin çeşitlendirebildikleri, çıkardıkları menkul kıymetleri daha kolay nakite dönüştürebildikleri, ölçek ekonomilerinden yararlandıkları ve değişimlere daha kolay uyum sağlayabildikleri için sistematik risk düzeylerinin düşük çıkması beklenmektedir. Ancak büyük şirketlerin, büyüklükten kaynaklanan ve yukarıda ifade edilen avantajlardan yararlanamadıkları sürece sistematik risk düzeylerini azaltmaları da mümkün olamayabilir. Gerçekleştirilen bazı uygulamalı çalışmalarda (Lee ve Jang, 2007; Chee-Wooi ve Chyn-Hwa, 2010; Tanrıöven ve Aksoy, 2011; Iqbal ve Shah, 2012; Jiao, 2013) bu çalışmayla benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Ayrıca, Rowe ve Kim (2010) firma büyüklüğünü farklı biçimde ölçmelerine rağmen benzer bir sonuca ulaşmışlar ve bu durumu, şirketlerin çok fazla duran varlık yatırımı yapmaları nedeniyle fazla risk üstlenmelerine bağlamışlardır. Çalışmada ayrıca likidite göstergesi olan asit test oranı ile sistematik risk düzeyi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Bulunan bu sonuç daha önce gerçekleştirilen uygulamalı çalışmalarla paralellik göstermektedir (Logue ve Merville, 1972; Gu ve Kim, 1998; Lee ve Yang, 2007; Jiao 2013). Yine kaldıraç oranının sistematik risk düzeyini etkilemediği belirlenmiştir. Bulunan bu sonuç daha önce gerçekleştirilen uygulamalı bazı çalışmalarla paralellik göstermektedir (Gu ve Kim, 1998; Jiao, 2013). Son olarak karlılık değişkeni olan aktif karlılığının BIST turizm

şirketlerinin sistematik risk düzeyini etkilemediği belirlenmiştir. Bulunan bu sonuç Gu ve Kim (1998) ve Jiao (2013) çalışmalarıyla paralellik göstermektedir.

Çalışmanın bulguları değerlendirildiğinde Türk turizm şirketlerinin sistematik risklerini azaltmak için yatırım kararlarını dikkatli biçimde almaları ve en uygun büyüklüğe ulaşmak için stratejiler gerçekleştirmeleri önerilebilir. Özellikle ilk kuruluş aşamasında gerçekleştirilecek fizibilite etütlerinin özellikle pazar etütlerinin daha sistematik ve bilimsel yapılarak gereğinden fazla aktif yatırımının yapılması önlenmelidir. İşletme aşamasındaki turizm şirketlerinde ise atıl durumda bulunan aktiflerin elden çıkarılması veya kiralanması yoluyla aktif büyüklüğünün azaltılmasının önemli faydalar sağlayacağı düşünülmektedir. Yine turizm şirketlerinin gerçekleştirdikleri satış miktarını yükselterek operasyonel verimliliklerini artırmaları önerilebilir. Ülkemizde uygulanan her şey dahil sisteminde de karlılıktan ziyade doluluk oranlarının artırılarak aktif devir hızının yükseltilmeye çalışıldığı görülmektedir. Talebin son derece esnek olduğu turizm endüstrisinde özellikle kıyı bölgelerinde uygulanan her şey dahil sisteminin mevcut şartlar itibarıyla turizm şirketlerinin sistematik risklerini azaltması açısından önem arz ettiği söylenebilir. Ancak burada satış, pazarlama ve imaj çalışmalarına daha fazla önem verilerek ve marka turizm varış noktaları oluşturarak kar marjlarının satış miktarlarıyla birlikte artırılmasının da büyük önem taşıdığı düşünülmektedir.

Analize dahil edilen şirketler ağırlıklı olarak konaklama işletmeciliği olmak üzere turizm sektörünü meydana getiren alt alanlarda faaliyet göstermektedirler. Dolayısıyla bu şirketlerin finansal tabloları, çeşitli alanlarda faaliyet gösteren bağlı şirketlerin finansal tablolarının konsolide edilmiş halidir. Bu bağlamda, çalışma sonucunda elde edilen bulguların bu kısıt altında değerlendirilmesi gerekmektedir. Yine elde edilen sonuçlar yorumlanırken analiz döneminde Türkiye’de yaşanan siyasi ve ekonomik krizler ve bu krizlerin şirketlerin finansal göstergeleri ve riskleri üzerine etkileri unutulmamalıdır. İleride yapılacak çalışmalarda turizm endüstri betasının finansal ve ekonomik krizlerden etkilenme düzeyi incelenebilir. Ayrıca halka açık olmayan turizm şirketlerinin beta değerlerini etkileyen değişkenler araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- Akgüç, Ö. (2011), *Mali Tablolar Analizi*, İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- Aksoy A. ve Tanrıöven, C. (2007), *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Ankara: Gazi Kitapevi.
- Alaghi, K. (2013), “Determinants of Systematic Risk of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange”, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(1): 596-600.
- Al-Qaisi, K. (2011), “The Economic Determinants of Systematic Risk in the Jordanian Capital Market”, *International Journal of Business and Social Science*, 2(20): 85-95.
- Amit, R. ve Livnat, J. (1988), “Diversification, Capital Structure, And Systematic Risk: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 3(1): 19-43.
- Andrew, W. ve Schmidgall, R. (1993), *Financial Management for the Hospitality Industry*, Michigan: AH&MA.

- Arellano, Manuel ve Bond, S. (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment", *Review of Economic Studies*, 58(2): 277-297.
- Aydın, N., Başar, M. ve Çoşkun, M. (2010), *Finansal Yönetim*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Baltagi, B.H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data (Third Edition)*, UK: John Wiley & Sons.
- Beaver, William ve Manegold, J. (1975), "The Association Between Market-Determined And Accounting-Determined Measures of Systematic Risk: Some Further Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(2): 231-284.
- Beaver, W., Kettler, P. ve Scholes, M. (1970), "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures", *The Accounting Review*, 45(4): 654-682.
- Ben-Zion, U. ve Shalit, S.S. (1975), "Size, Leverage, and Dividend Record as Determinants of Equity Risk", *The Journal of Finance*, 30(4): 1015-1026.
- Berk, N. (2010), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Binici, M., Köksal, B. ve Orman, C. (2013), "Stock Return Co-Movement and Systemic Risk in the Turkish Banking System", *Central Bank Review*, 13: 41-63.
- Borde, S.F. (1998), "Risk Diversity Across Restaurants", *Cornell Hotel Quarterly and Restaurant Administration Quarterly*, 39(6): 64-69.
- Bowman, R.G. (1979), "The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables", *The Journal of Finance*: 34(3), 617-630.
- Breen, J. ve Lerner, M. (1973), "Corporate Financial Strategies and Market Measures of Risk and Return", *The Journal of Finance*, 28(2): 339-351.
- Brigham, E. ve Gapenski, L. (1991), *Financial Management Theory and Practice*, USA: The Dryden Press.
- Brooks, C. (2008), *Introductory Econometrics for Finance (Second Edition)*, USA: Cambridge University Press.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (1998), *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2004), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chee-Wooi, H. ve Chyn-Hwa, L. (2010), "The Determinants of Systematic Risk Exposures of Airline Industry in East Asia", *World Applied Sciences Journal*, 10: 91-98.
- Civelek, M. ve Durukan, B. (1998), *Investments*, İzmir: Dokuz Eylül Yayınları.
- Copeland, T., Koller, T. ve Murrin, J. (1996), *Valuation Measuring and Managing The Value of Companies*, USA: John Wiley&Sons Inc..
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2008), *Mali Tablolar Analizi*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Fisher, L. (1959), "Determinants of Risk Premium on Corporate Bonds", *Journal of Political Economy*, 67: 217-237.
- Greene, William H. (2003), *Econometric Analysis (Fifth Edition)*, USA: Prentice Hall.
- Gu, Z. ve Kim, H. (1998), "Casino Firm's Risk Features and Their Beta Determinants", *Progress in Tourism and Hospitality Research*, 4: 357-365.

- Gu, Z. ve Kim, H. (2002), "Determinants of Restaurant Systematic Risk: A Reexamination", *The Journal of Hospitality Financial Management*, 10(1): 1-13.
- Hagin, R. (1979), *Modern Portfolio Theory*, The Dow-Jones-Irwin Guide, Illinois: Homewood.
- Hamada, R. S. (1972), "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks", *Journal of Finance*, 27(2): 435-452.
- Hsiao, C. (2003), *Analysis of Panel Data (Second Edition)*, USA: Cambridge University Press.
- Hung, J. ve Liu, Y. (2005), "An Examination of Factors Influencing Airline Beta Values", *Journal of Air Transport Management*, 11: 291-296.
- Iqbal, M. J. ve Syed Z. A. S. (2012), "Determinants of Systematic Risk", *Journal of Commerce*, 4(1), 47-56.
- Jensen, M. C. (1984), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Jiao, D. (2013), Demand Volatility, Operating Leverage and Systematic Risk in Hospitality Industry (*Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*).Tilburg: Tilburg Üniversitesi, Hollanda.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (2012), "Şirketler", <http://www.kap.gov.tr/sirketler/islemgorensirketler/sectorler.aspx> (Erişim:21.08.2013).
- Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2011), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi", *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1): 65-75.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y. ve Önal, Y. B. (2007), "Seçilmiş Paydaşların SWOT Yöntemiyle Türk Turizm Yatırımlarını Değerlendirmesine Yönelik Bir Pilot Çalışma", *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 18(2): 195-205.
- Kaya, A., Güngör, B. ve Özçomak, M. S. (2013), "Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk midir? Borsa İstanbul Örneği", *17. Ulusal Finans Sempozyumu*, 23-26 Ekim 2013, Muğla, 24-31.
- Kim, H., Gu, Z., ve Mattila, A.S. (2002), "Hotel Real Estate Investment Trusts' Risk Features And Beta Determinants", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 26(2): 138-154.
- Lee, C.H. ve Chee, W. H. (2012), "Determinants of Systematic Financial Risk Exposures of Airlines in North America, Europe and Asia", *Journal of Air Transport Management*, 24: 31-35.
- Lee, J. S. ve Soo, C. S. J. (2007), "The Systematic-risk Determinants of the US Airline Industry", *Tourism Management*, 28: 434-442.
- Lee, Seoki (2008), "Examination of Various Financial Risk Measures for Lodging Firms", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 32(2): 255-271.
- Lev, B. ve Kunitzky, S. (1974), "On the Association Between Smoothing Measures and the Risk of Common Stocks", *The Accounting Review*, 49(2): 259-270.
- Lintner, J. (1965), "The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *The Review Of Economics and Statistics*, 47(1): 13-37.
- Logue, L. ve Merville, J. (1972), "Financial Policy and Market Expectations", *Financial Management*, 1(2): 37-44.

- Mandelker, G. N. ve Rhee S. G. (1984), "The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(1): 45-57.
- Miller, K.D. ve Bromiley, P. (1990), "Strategic Risk and Corporate Performance: An Analysis of Alternative Risk Measures", *The Academy of Management Journal*, 33(4): 756-779.
- Mossin, J. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, 34(4): 768-783.
- Moyer, R. C. ve Chatfield, R. (1983), "Market Power and Systematic Risk", *Journal of Economics and Business*, 35(1): 123-130.
- Peterson, P. (1994), *Financial Management and Analysis*, USA: Mc Graw Hill.
- Rosenberg, B. ve McKibbin, W. (1973), "The Prediction of Systematic and Specific Risk in Common Stocks", *Journal of Business and Quantitative Analysis*, 8(3): 317-334.
- Rowe, T. ve Kim .J (2010), "Analyzing the Relationship Between Systematic Risk and Financial Variables in the Casino Industry", *UNLV Gaming & Research Journal*, 12(2): 47-58.
- Sharpe, W. F. (1963), "A Simplified Model of Portfolio Analysis", *Management Science*, 9(2): 277-293.
- Sharpe, W. F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *The Journal of Finance*, 19(3): 425-442.
- Sharpe, W.F., Alexander, G.J. ve Bailey, J.V. (1999), *Investments*, USA: Prentice-Hall.
- Sullivan, T. G. (1978), "The Cost of Capital and Market Power of Firms", *Review of Economics and Statistics*, 60(2): 209-217.
- Tanrıöven, C. ve Aksoy, E. E. (2011), "Sistematik Riskin Belirleyicileri: İMKB'de Sektörel Karşılaştırma", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 51: 119-138.
- Thompson II, Donald J. (1976), "Sources of Systematic Risk in Common Stocks", *Journal of Business*, 49(2): 173-188.
- Titman, S. ve Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43(1): 1-19.