



Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisi Catalhoyuk International Journal of Tourism and Social Research

Konaklama İşletmelerinde Piotroski F Skor ve Hisse Senedi
Getirisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma

Piotroski F Score and Stock Return in Accommodation
Companies: A Research in Borsa Istanbul

*Erdiñç Karadeniz
Ömer İskenderoğlu

<https://dergipark.org.tr/tr/pub/cutsad>

Atıf / Citation

Karadeniz, E., & İskenderoğlu, Ö. (2024). Konaklama İşletmelerinde Piotroski F Skor ve Hisse Senedi Getirisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisi (CUTSAD)*, 12, 31-43. DOI: [10.58455/cutsad.1471013](https://doi.org/10.58455/cutsad.1471013)

Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, akademisyenlere, araştırmacılara, doktora öğrencilerine ve alanındaki diğer profesyonellere kapsamlı bir dizi benzersiz çevrimiçi dergi gönderme hizmeti sunan uluslararası bilimsel, yüksek kaliteli açık erişimli, hakemli bir akademik dergidir. Bu dergi, orijinal araştırma makalelerini, teori temelli ampirik makaleleri, derleme makalelerini, vaka çalışmalarını, konferans raporlarını, kitap incelemelerini ve ilgili raporları yılda iki kez (Haziran ve Aralık) çevrimiçi olarak yayınlamaktadır.

Yazarlar dergide yayınlanan çalışmalarının telif hakkına sahiptirler ve çalışmaları Creative Commons Atıf-GayriTicari 4.0 Uluslararası (CC BY-NC 4.0) olarak lisanslıdır. Dergide yayınlanan çalışmalarının hukuki sorumluluğu yazarlarına aittir.

Catalhoyuk International Journal of Tourism and Social Research is an international scientific, high-quality open access, peer-reviewed academic journal that offers a comprehensive range of unique online journal submission services to academics, researchers, doctoral students and other professionals in the field. This journal publishes original research articles, theory-based empirical articles, review articles, case studies, conference reports, book reviews and related reports online twice a year (June and December).

Authors publishing with the journal retain the copyright to their work licensed under the CC BY-NC 4.0. The legal responsibility of the studies published in the journal belongs to the authors.

*Sorumlu Yazar, Prof. Dr., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi Turizm İşletmeciliği Bölümü, Mersin, Türkiye / *Corresponding Author, Prof. Dr., Mersin University Faculty of Tourism, Department of Tourism Management, Mersin, Türkiye. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2658-8490>, E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

Prof. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Niğde, Türkiye / Prof. Dr., Niğde Ömer Halisdemir University, Department of Business Administration, Niğde, Türkiye. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3407-1259>, E-posta: oiskenderoglu@ohu.edu.tr



Konaklama İşletmelerinde Piotroski F Skor ve Hisse Senedi Getirisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma

Erdoğan KARADENİZ & Ömer İSKENDEROĞLU

Makale Bilgisi

Araştırma Makalesi

Geliş: 18.02.2024

Kabul: 24.06.2024

Yayın: 29.06.2024

DOI: [10.58455/cutsad.1471013](https://doi.org/10.58455/cutsad.1471013)

Haziran, 2024

Sayı: 12

Sayfalar: 31-43

Anahtar Kelimeler:

Piotroski F-Skor, Hisse Senedi Getirisi, Portföy Getirisi, Konaklama İşletmeleri, Borsa İstanbul.

Article Information

Research Article

Submitted: 18.02.2024

Accepted: 24.06.2024

Published: 29.06.2024

DOI: [10.58455/cutsad.1471013](https://doi.org/10.58455/cutsad.1471013)

June, 2024

No: 12

Pages: 31-43

Keywords:

Piotroski F-Score, Stock Return, Portfolio Return, Accommodation Companies, Borsa İstanbul.

Özet

Bu araştırmanın amacı Borsa İstanbul Otel ve Lokantalar Sektöründe hisse senetleri işlem gören konaklama işletmelerinin finansal performansını Piotroski F-Skor yöntemiyle analiz etmek ve hesaplanan F-Skorlarının potansiyel hisse senedi getirilerini yansıtmaya düzeyini değerlendirmektir. Bu kapsamda öncelikle işletmelerin 2018-2022 yıllarındaki karlılık, likidite-borçlanma ve faaliyet etkinliği üzerine toplam dokuz finansal göstere hesaplanmış ve performansları 0-9 arasında puanlanmış ve ortalamaları alınarak en yüksekte en küçüğe gruplandırılmıştır. Daha sonra işletmelerin 2019-2023 yıllarına ait hisse senedi getirileri hesaplanmış ve işletmelere ait Piotroski-F skorlarının içinde bulunulan ve gecikmeli olarak bir yıl sonraki hisse senedi performansını tahmin gücü değerlendirilmiştir. Araştırma sonucunda konaklama işletmelerinde en başarılı olduğu tespit edilen değişkenin ödenmiş sermayedeki değişim olduğu, buna karşılık, en başarısız olduğu belirlenen değişkenin ise aktif devir hızındaki değişim olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yüksek F-Skoruna sahip konaklama işletmelerinin hisse senetlerinden oluşan portföyün, daha düşük F-Skoruna sahip işletmelerden oluşan portföylerden hem içinde bulunulan yıl hem de gecikmeli olarak daha iyi performans gösterdiği saptanmıştır. Bu bağlamda Piotroski F-Skorunun konaklama alt sektöründeki hisse senedi yatırım stratejilerinde önemli bir performans tahmin göstergesi olduğu gözlemlenmiştir.

Abstract

The study aims to analyze the financial performance of accommodation companies trading stocks in the Borsa Istanbul Hotels and Restaurants Sector using the Piotroski F-Score method and assess how well the calculated F-Scores predict potential stock returns. Nine financial indicators covering profitability, liquidity-leverage, and operational efficiency for 2018-2022 were computed and scored from 0 to 9, then grouped by their averages. Subsequently, stock returns for 2019-2023 were calculated, and the predictive power of Piotroski-F scores for current and lagged one-year stock performance was evaluated. The research identified the change in paid-up capital as the most successful variable and the change in asset turnover as the least successful variable among accommodation companies. Additionally, portfolios of stocks from accommodation companies with high F-Scores outperformed those with lower F-Scores, both in the current year and especially in lagged terms. Thus, the Piotroski F-Score emerged as a significant performance predictor in stock investment strategies within the accommodation sub-sector.

Giriş

Konaklama alt sektörü, günümüzde birçok makro ve mikro ekonomik faktörü etkileyen ve dünya genelinde büyük bir öneme sahip olan bir yapıya sahiptir. Öncelikle, turizm ana sektörünün önemli bir bileşeni olarak, konaklama alt sektörü geniş bir istihdam sağlamakta ve birçok ekonomik faaliyeti desteklemektedir. Oteller, tatil köyleri, pansiyonlar ve diğer konaklama işletmeleri, genellikle yerel ekonomilerde önemli bir gelir kaynağı yaratmakta ve turizm destinasyonları için turist çekme konusunda kritik bir rol oynamaktadırlar. Dolayısıyla bu işletmelerin faaliyetleri, bölgesel kalkınmayı teşvik etmekte ve turizm sektörünün büyümesine katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte konaklama işletmeleri, ulusal olarak da ekonomik büyümeyi ve refahı teşvik eden bir dizi yan etkiye sahiptir. Turizm harcamaları yerel ve ulusal bağlamda diğer hizmet alt sektörlerinde talebi artırmaktadır. Restoranlar, alışveriş merkezleri, ulaşım hizmetleri ve diğer turizmle ilişkili işletmeler, konaklama işletmelerinin büyümesinden doğrudan etkilenmekte ve bu da ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Ayrıca, konaklama alt sektörü, yabancı yatırımı ülkeye veya bölgeye çekmekte ve turistlerin ziyaret ettiği bölgelerde altyapı ve turizm tesislerinin geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla konaklama işletmeleri; yerel, bölgesel, ulusal hatta küresel düzeyde ekonomik büyümeyi teşvik eden ve birçok farklı sektöre olumlu etkilerde bulunan ekonomik aktörlerdir (Karadeniz vd., 2007).

Konaklama işletmelerinin performansı genellikle ekonomik büyüme ve küresel seyahat talebi ile doğrudan ilişkilidir. Dolayısıyla ekonomik krizler, savaşlar, salgın hastalıklar, terör, doğal afetler ve mevsimsel dalgalanmalar gibi nedenlerle turizm talebinde meydana gelen ani değişimler gibi risklerle karşılaşabilmektedirler. Bu dalgalanmalar, işletmelerin gelirlerini etkileyebilmekte ve finansal istikrarlarını tehdit edebilmektedir. Ayrıca, yüksek yatırım ve işletme maliyetleri, döviz kurlarındaki dalgalanmalar ve rekabetin artması gibi faktörler, kar marjlarını ve nakit akışlarını daraltabilmekte ve işletmelerin sürdürülebilirliğini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, konaklama işletmelerinin finansal performansını sürekli olarak izlemek ve değerlendirmek, işletmelerin sürdürülebilirliklerini sağlamak için kritik öneme sahiptir. Bu bağlamda konaklama işletmelerinin finansal performansı ve sağlamlığı hem yatırımcılar hem de sektör profesyonelleri ve yatırımcılar için büyük önem arz etmektedir (Karadeniz, 2017).

Finansal performansın ölçümü ve hisse senedi performansının tahmin edilerek yatırım kararlarının verilmesi, yatırımcılar için büyük önem taşır. Piyasa şartları itibarıyla, tüm dünyada küresel olarak her sektörde işletmelerin hem geçmiş hem de mevcut ve gelecekteki finansal performansını değerlendirmek için güvenilir ve etkili yöntemler aranmakta ve uygulanmaya çalışılmaktadır. Finansal performansın analizinde sıklıkla muhasebe temelli finansal oranlar ve finansal başarısızlık risk ölçüm modelleri kullanılmaktadır. Buna karşın son yıllarda işletmelerin hem muhasebe verilerine hem de borsa performans verilerine odaklanan analiz yöntemleri de kullanılmaya başlanmıştır. Bu yöntemlerden birisi de Piotroski F-Skor yöntemidir. Piotroski F-Skor, Stanford Üniversitesi'nden Profesör Joseph Piotroski tarafından 2000 yılında geliştirilmiş bir skorlama yöntemidir. Piotroski F-Skor yöntemi, işletmelerin finansal sağlığını analiz etmek ve yatırımcılara potansiyel olarak başarılı hisse senetlerini belirleme konusunda rehberlik etmek amacıyla geliştirilmiş bir araçtır. Yöntem, bu skoru oluştururken karlılık, likidite-borçlanma ve faaliyet etkinliği gibi finansal performans etkileyen dokuz kriteri detaylı bir şekilde incelemektedir. Bu kriterler, finansal tabloların temel unsurlarını içerir ve her bir kontrol noktası için belirli puanlar atanarak bir toplam skor hesaplanır. Skor, genellikle 0 ile 9 arasında bir ölçekte ifade edilir ve yüksek bir skor, işletmenin sağlam bir finansal duruma sahip olduğunu ve yatırımcılar için çekici bir yatırım fırsatı olabileceğini işaret etmektedir (Piotroski, 2000). Bu bağlamda Piotroski F-Skor yöntemi

günümüzde birçok yatırım uzmanı tarafından yatırım portföylerini çeşitlendirme ve riskleri yönetme konusunda uygulanmaktadır.

Bu araştırmada Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören ve temel faaliyet alanı konaklama hizmetleri olan dokuz konaklama işletmesinin finansal performansları Piotroski F-Skoru yöntemiyle analiz edilmiş ve hesaplanan F-Skor değerlerinin konaklama işletmelerinin hisse senedi getiri performansı açısından başarılı bir gösterge olup olmadığı değerlendirilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda araştırmanın, konaklama işletmeleri özelinde hem akademik literatüre hem de sektördeki yöneticilere ve menkul kıymet yatırımcılarına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Araştırma, beş bölümden oluşan bir yapıya sahiptir. İlk bölümde, çalışmanın amacı ve önemi vurgulanmıştır. İkinci bölümde, konuyla ilgili daha önce yapılmış araştırmalar özetlenmiştir. Üçüncü bölümde, araştırmada kullanılan veri ve hesaplamalar detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Dördüncü bölümde, analiz sonuçları ve bulgular sunulmuştur. Son olarak, beşinci bölümde, elde edilen bulguların genel bir değerlendirmesi yapılarak, ilgili paydaşlara öneriler tartışılmıştır.

2. Literatür

Ulusal ve uluslararası literatür incelendiğinde, Piotroski F-Skor yönteminin kullanılarak farklı sektörlerdeki işletmelerin finansal performansı veya finansal başarısızlık riskinin ölçüldüğü, aynı zamanda hisse senedi getiri performanslarının değerlendirilmesinde yöntemin geçerliliğinin araştırıldığı gözlemlenmiştir.

Piotroski F-Skor'un ilk olarak geliştirildiği Piotroski (2000) çalışmasında bu yöntem, yüksek defter değeri/piyasa değeri oranına sahip şirketlerin finansal performansını değerlendirmek için kullanılmıştır ve yatırımcıların getiri potansiyelini artırabileceği gösterilmiştir. Hyde (2014), yüksek F-Skorlu hisselerin, büyüklük, değer ve momentum gibi faktörlerle ilişkisi olmayan anlamlı bir prim taşıdığını saptamıştır. Mesarić (2014) ise otomotiv endüstrisindeki işletmelerin finansal performansını analiz etmek için Piotroski F-Skorunu kullanmış ve sonuçlarını rapor etmiştir. Agrawal (2015), Hindistan'daki işletmelerin iflas riskini tahmin etmede Piotroski F-Skor yönteminin etkili olduğunu göstermiştir. Xiaoyu (2016), Çin A-Share piyasasında yüksek F-Skor portföylerinin düşük F-Skor portföylerini geride bıraktığını göstermiş ve yatırımcıların yanlış fiyatlanmış hisseleri belirleyebileceklerini belirtmiştir. Gökten vd. (2017), BİST enerji sektöründeki işletmelerde defter değerinin Piotroski F Skor ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Hyde (2018), Avustralya sermaye piyasasında Piotroski F-Skorlarının anlamlı getiriler sağladığını belirtmiştir. Tikkanen ve Aijö (2018), Avrupa hisse senedi piyasaları için Piotroski F-Skor yöntemi ile farklı değer yatırım stratejilerinin performansını araştırmışlar ve yüksek F-skorlu portföylerin üstün performans gösterdiğini saptamışlardır. Walkshausl (2020), Piotroski F-Skor yönteminin 2000–2018 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasalarında hisse senedi getiri performansının tahmin gücünü analiz etmiş ve yüksek F-Skoruna sahip işletmelerin hisse senetlerinden oluşan portföyün, düşük F-Skoruna sahip işletmelerin hisse senetlerinden oluşan portföyden önemli ölçüde daha iyi performans gösterdiğini saptamıştır. Asmadi vd. (2021), Endonezya'daki işletmelerin finansal performansını Piotroski F-Skor yöntemiyle değerlendirmiş ve skorun İslam endeksindeki hisselerin kalitesini belirlemede etkili olduğunu göstermiştir. Halim ve Suhartono (2021), Endonezya Borsası'nda aile sahipliği, kurumsal sahiplik ve finansman kararlarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemiş ve kurumsal sahiplik ve finansman kararlarının olumsuz bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Tepeli ve Kahraman (2023), BİST Tüm Endeksi'nde yer alan işletmelerde borçlanma seviyesi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemişler ve kısa vadeli ticari borçların Piotroski F-Skoru üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Pilch (2023), Polonya borsasında Piotroski F-Skoru yönteminin etkinliğini incelemiş ve yüksek F Skoruna sahip işletmelerin genellikle

daha yüksek getiri sağladığını ancak düşük puanlı işletmelerin veya toplam yüksek defter değeri/piyasa değerine sahip portföy getirilerinin daha düşük olduğunu saptamışlardır.

Konaklama işletmelerine yönelik olarak literatür incelendiğinde ise genellikle oran analizi ve iflas risk modelleri kullanılarak finansal performansın ölçüldüğü gözlemlenmiştir. Buna karşın konaklama alt sektöründe Piotroski F-Skor yöntemine göre finansal performansı ölçen bir araştırmaya rastlanılmamıştır. Konaklama işletmelerine yönelik hisse senedi performansı üzerine gerçekleştirilen araştırmalarda ise fiyat/kazanç oranını etkileyen faktörlerin ve genellikle hisse senedi performansını veya hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik ve işletmeye özgü değişkenlerin araştırıldığı saptanmıştır (İskenderoğlu ve Karadeniz, 2022; Barrows ve Naka, 1994; Chen, 2007, Demir ve Ersan, 2018). Dolayısıyla bu araştırmanın Türk konaklama işletmelerinde finansal performansın ölçülmesi ve konaklama işletmesi hisse senedi yatırım tercihlerinde doğru yatırım portföylerinin oluşturulması sürecinde Piotroski-F Skor yönteminin etkinliğinin BİST Oteller ve Lokantalar Sektöründe hisse senetleri işlem gören konaklama işletmeleri üzerinden incelemesi bağlamında literatüre katkı sağlayacağı ümit edilmektedir.

3. Veri ve Yöntem

3.1. Veri

Araştırmada öncelikle BİST Oteller ve Lokantalar sektöründe hisse senetleri işlem gören dokuz adet konaklama işletmesinin 2018-2022 yıllarına ait bilanço, gelir tabloları ve nakit akış tablo verileri kullanılarak Piotroski-F Skor yöntemiyle finansal performansları ölçülmüştür. Daha sonra söz konusu işletmelerin hesaplanan F-Skorlarının hem içinde bulunulan yıl hem de bir yıl sonraki gecikmeli hisse senedi performansının göstergesi olup olmadığını belirlemek için 2019-2023 yıllarına ait her bir işletmenin hisse senedi getirisi hesaplanmıştır. F-Skor hesaplama döneminin 2018-2022 yılları olarak seçilmesinin nedeni örneklem açısından tüm verilerin dokuz işletme bağlamında eksiksiz ulaşılabilirliği ve finansal performans analizi için beş yıllık sürenin yeterli olmasıdır. Hisse senedi getirisinin hesaplanması açısından ise bir yıl gecikmeli hisse senedinin hesaplanması için analiz dönemi 2019-2023 yılları olarak belirlenmiştir. BİST Oteller ve Lokantalar sektöründe hisse senetleri işlem gören işletmelerin finansal verilerine Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun web sitesinden ulaşılmıştır (Kamuyu Aydınlatma Platformu, 2024).

Analiz kapsamındaki dokuz işletmenin isimleri ve borsadaki kodları; Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES), Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR), Kuşur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş. (KSTUR), Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT), Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI), Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş. (MERİT), Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT), Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU) ve Ulaşlar Turizm Enerji Tarım Gıda ve İnşaat Yatırımları A.Ş. (ULAS) şeklindedir. Araştırmada insan ve hayvanlar üzerinden doğrudan anket, görüşme veya laboratuvar ortamında veri toplanmadığı, halka açık konaklama işletmelerinin kamuoyuna açıkladıkları finansal tablolardaki veriler ve borsa verileri üzerinden analizler gerçekleştirildiği için etik kurul onayı gerekmemektedir.

3.2. Yöntem

Araştırmanın amacı BİST'de hisse senetleri işlem gören dokuz konaklama işletmesinin finansal performansını Piotroski-F skor yöntemiyle ölçmek ve hesaplanan F-Skorlarının konaklama işletmelerinin hisse senedi performansını bir yıl öncesinden yatırım stratejileri açısından gösterge gücünü değerlendirmektir.

Piotroski-F skor modeli, ilk olarak Piotroski'nin 2000 yılındaki çalışmasında geliştirilmiştir. Bu yöntem, şirketlerin finansal performansını ve sağlamlığını dokuz farklı finansal göstergeye dayalı olarak ölçmektedir. Her bir finansal gösterge için bir veya sıfır puan verilir ve toplam puan, Piotroski-F skorunu oluşturur. Bu skor, 0 ile 9 arasında bir aralıkta yer alır; 0 en düşük finansal performansı, 9 ise en yüksek finansal performansı temsil eder (Piotroski, 2000). Başka bir deyişle, F skorunun dokuzu yaklaşmasıyla birlikte şirketin finansal performansı güçlenirken, sıfıra yaklaşmasıyla performans zayıflar (Gökten vd., 2017). Daha detaylı bir sınıflandırma yapıldığında, F skor değeri 4'ten düşük ise şirketin finansal performansı zayıf kabul edilirken, 4-6 arasında ise orta düzeyde olduğu, 7-9 ise güçlü olduğu kabul edilir (Asmadi vd., 2021).

Piotroski-F skoru, karlılık, likidite ile borçluluk ve faaliyet etkinliği olmak üzere üç temel başlık altında toplanan dokuz finansal göstergenin hesaplanmasıyla oluşturulur. Karlılık başlığı altında, aktif karlılık (AK), esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları (EFKNA), kazanç kalitesi (KK) ve aktif karlılığındaki değişim (ΔAK) hesaplanır. Likidite ile borçluluk başlığı altında, şirketin kaldıraç oranındaki değişim (ΔKAL), cari orandaki değişim (ΔCO) ve hisse sulandırması durumunu saptamak amacıyla bedelli sermaye artırımını olup olmadığını belirlemek için ödenmiş sermaye tutarındaki değişim ($\Delta \ddot{O}S$) dikkate alınır. Faaliyet etkinliği başlığı altında ise, brüt kar marjındaki değişim (ΔBKM) ve aktif devir hızındaki değişim (ΔADH) gibi iki finansal gösterge hesaplanır (Gökten vd., 2017). Aşağıda üç başlık altındaki finansal göstergeler kullanılarak modelin nasıl oluştuğu sunulmaktadır (Agrawal, 2015, s.181);

$$F\text{-Skor} = F_{AK} + F_{EFKNA} + F_{KK} + F_{\Delta AK} + F_{\Delta KAL} + F_{\Delta CO} + F_{\Delta \ddot{O}S} + F_{\Delta BKM} + F_{\Delta ADH}$$

Modeldeki değişkenler;

-Aktif Karlılığı (AK): Bir işletmenin net kar tutarının varlık toplamına bölünmesiyle hesaplanır ve varlık yatırımları üzerinden elde edilen karlılığı gösterir. Aktif karlılığı ne kadar büyükse, işletmenin varlıklarının kar yaratma yeteneğinin o kadar yüksek olduğu anlaşılır (Ceylan ve Korkmaz, 2018). Piotroski F-Skor yönteminde, AK değeri pozitifse F_{AK} skoru 1, AK değeri negatifse F_{AK} skoru 0 olarak kabul edilir (Agrawal, 2015).

-Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışları (EFKNA): Firmanın esas işletme faaliyetlerinden elde ettiği nakit akış toplamının aktif toplamına bölünmesiyle hesaplanır ve işletmenin esas faaliyet sonuçlarına dayalı nakit performansını yansıtır. Piotroski F-Skor yönteminde, EFKNA değeri pozitifse F_{EFKNA} skoru 1 olarak değerlendirilirken, EFNKA değeri negatifse F_{EFKNA} skoru 0 olarak kabul edilir (Piotroski, 2000).

-Kazanç Kalitesi (KK): Kazanç kalitesi (KK) modelde EFKNA ile AK değişkenleri arasındaki farkı ifade etmektedir. EFKNA ve AK, şirketlerin elde ettiği net kar ve nakit akışıyla ilgili önemli göstergelerdir. Ancak, net kar tahakkuk esasıyla hesaplanırken nakit akışını tam olarak yansıtmayabilir. Şirketlerin büyüme ve yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için nakit akışına ihtiyacı vardır çünkü net kar, faaliyetlerde kullanılacak nakit miktarını göstermeyebilir. Dolayısıyla, nakit akışının net karı aşması tercih edilir (Gökten vd., 2017). Piotroski F-Skor yönteminde, EFKNA ile AK arasındaki farkın pozitif olması durumunda F_{KK} skoru 1 olarak değerlendirilirken, negatif olduğunda F_{KK} skoru 0 olarak kaydedilir (Tepeli ve Kahraman, 2023).

-Aktif Karlılığındaki Değişim (ΔAK): İlgili değişken bir işletmenin aktif karlılık oranının bir önceki döneme göre değişimini ifade etmektedir. İşletmenin cari dönemdeki dönemdeki aktif karlılığının bir önceki döneme göre artması arzu edilir. Piotroski F-Skor yöntemine göre, ΔAK 'nın pozitif olması

durumunda $F_{\Delta AK}$ skoru 1 olarak kabul edilirken, negatif olduğunda $F_{\Delta AK}$ skoru 0 olarak değerlendirilir (Asmadi vd., 2021).

-Kaldıraç Oranındaki Değişim (ΔKAL): Modelde ilgili değişken, bir işletmenin kaldıraç oranının önceki döneme göre değişimini ifade etmektedir. Kaldıraç oranı, işletmenin toplam yabancı kaynaklarının toplam pasif veya aktife bölünmesiyle hesaplanır ve varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiğini gösterir. Yüksek bir kaldıraç oranı, işletmenin finansal açıdan daha riskli bir durumda olduğunu işaret eder (Aydın vd., 2014). Piotroski F-Skor yöntemine göre, ΔKAL 'ın pozitif olması durumunda $F_{\Delta KAL}$ skoru 0 olarak değerlendirilirken, negatif olduğunda 1 olarak kaydedilir (Gökten vd., 2017).

- Ödenmiş Sermayedeki Değişim ($\Delta \text{ÖS}$): Bu değişken, modelde hisse senetlerinde sulanma etkisinin bulunup bulunmadığını belirlemek için ölçülmektedir. Sulanma etkisi, bedelli sermaye arttırımı yapılarak ekonomik açıdan güçsüz tarafta olan hisse senedi sahiplerinin işletme içindeki sahiplik paylarının düşmesidir. Bu durum da işletme açısından istenen bir durum değildir. Bu bağlamda işletmenin ödenmiş sermaye tutarının bir önceki döneme göre değişimi hesaplanmaktadır. Cari dönemdeki ödenmiş sermaye tutarının bir önceki döneme göre değişimi pozitifse $F_{\Delta \text{ÖS}}$ skoru 0, değişim olmamışsa 1 değerini almaktadır (Piotroski, 2000).

-Brüt Kar Marjındaki Değişim ($\Delta BK M$): Bu değişken modelde bir işletmenin brüt kar marjının önceki döneme göre değişimini ifade eder. Brüt kar marjı, brüt satış karının net satış tutarına bölünmesiyle hesaplanır ve işletmenin gerçekleştirdiği satışların ne kadarının brüt kar olarak elde edildiğini gösterir (Demirhan, 2018). $\Delta BK M$ ise işletmenin mevcut dönemdeki brüt kar marjının önceki döneme göre artıp azalmasıyla belirlenir. Brüt kar marjındaki artış, işletmenin üretim ve satış maliyetlerinde azalma olduğunu veya satılan ürünlerin fiyatının arttığını gösterebilir ve işletme için olumlu bir durum olarak değerlendirilir. Piotroski F-Skor yöntemine göre, $\Delta BK M$ 'nin pozitif olması durumunda $F_{\Delta BK M}$ skoru 1 olarak değerlendirilirken, negatif olduğunda 0 olarak kaydedilir (Tepeli ve Kahraman, 2023).

-Aktif Devir Hızındaki Değişim (ΔADH): Bu değişken modelde bir işletmenin aktif devir hızının önceki döneme göre değişimini ifade eder. Aktif devir hızı (ADH), net satış tutarının aktif toplamına bölünmesiyle hesaplanır ve işletmenin varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir. Yüksek bir aktif devir hızı, işletmenin varlıklarını etkili bir şekilde kullanarak tam kapasiteye yakın çalıştığını gösterir (Aydın vd., 2014). Piotroski F-Skor yöntemine göre, ΔADH 'nin pozitif olması durumunda $F_{\Delta ADH}$ skoru 1 olarak değerlendirilirken, negatif olduğunda 0 olarak kaydedilir (Asmadi vd., 2021).

Araştırmada konaklama işletmelerinin 2018-2022 yılları arasındaki yıllık Piotroski F-Skor değerleri hesaplandıktan sonra F-Skor değerlerinin hem içinde bulunulan yıl hem de bir sene sonraki hisse senedi getirisinin göstergesi olup olmadığını belirlemek için her bir işletmenin 2019-2023 yıllarına ait hisse senedi getirileri yıllık olarak hesaplanmıştır. Hisse senedi getirisi işletmenin hisse senedi sahiplerinin belirli bir dönemde elde ettiği getiriyi ölçmek için hesaplanmaktadır. Araştırmada işletmelerin yıllık hisse senedi getirisinin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır (Akgüç, 2013);

Hisse Senedi Getirisi= (Yıl Sonu Kapanış Fiyatı + Kar Payı - Yıl Başı Açılış Fiyatı) / Yıl Başı Açılış Fiyatı

Daha sonra hesaplanan F-Skorlarının ortalamaları alınarak en büyük ortalamadan en küçüğe doğru işletmeler sıralanmış ve dokuz işletme hem bireysel hem de üçerli gruplar halinde eşit ağırlıklı

portföyler oluşturularak portföyler oluşturularak bu portföylerin yıllık getirilerinin ortalamaları alınarak karşılaştırılmış ve yorumlanmıştır.

4. Bulgular

Araştırmanın amaçları doğrultusunda BİST’de işlem gören konaklama işletmelerinde 2018-2022 yıllarına ait dokuz değişken yukarıda açıklanan hesaplamalar Excel ortamında uygulanarak gerçekleştirilmiş ve elde edilen değerler itibariyle Piotroski F-Skorları belirlenmiştir. Elde edilen bulgular analiz kapsamındaki dokuz işletme bağlamında beş yıl olarak aşağıdaki Tablo 1’de sunulmuş ve sırasıyla yorumlanmıştır. Bulgular sunulurken konaklama işletmelerinin BİST’te hisse senedi kodlarıyla sunulmuştur.

Tablo 1. Konaklama İşletmelerinin Piotroski F-Skor Bulguları

Değişkenler	AYCES					AVTUR					KSTUR				
	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018
F_AK	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
F_EFKNA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1
F_KK	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0
F_ΔAK	0	1	0	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	1
F_ΔKAL	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0
F_ΔCO	1	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	1	1	1	0
F_ΔÖS	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
F_ΔBKM	0	1	0	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	1
F_ΔADH	0	1	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1
F-SKOR	6	9	3	7	8	5	6	6	5	6	7	8	4	7	6

Değişkenler	MAALT					MARTI					MERİT				
	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018
F_AK	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1
F_EFKNA	1	1	0	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
F_KK	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1	0	0	1
F_ΔAK	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0
F_ΔKAL	0	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0
F_ΔCO	0	0	1	0	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	0
F_ΔÖS	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1	1
F_ΔBKM	1	1	0	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	1
F_ΔADH	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	0	1	0

F-SKOR	5	6	4	6	5	6	5	7	5	6	6	4	5	7	5
Değişkenler	PKENT					TEKTU					ULAS				
	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018
F_AK	1	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	1
F_EFKNA	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1
F_KK	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1
F_ΔAK	0	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1	0	0
F_ΔKAL	1	1	0	1	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1	1
F_ΔCO	1	1	0	1	1	1	0	1	0	0	0	0	1	1	1
F_ΔÖS	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1
F_ΔBKM	0	1	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
F_ΔADH	1	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0
F-SKOR	6	9	3	7	9	7	4	4	6	3	5	4	4	5	6

Tablo 1 incelendiğinde genel olarak konaklama işletmelerinin yıllık olarak analiz döneminde zaman zaman benzer, zaman zaman da farklı F-Skor değerlerini aldıkları gözlemlenmiştir. İşletmeler içinde analiz döneminde AYCES'in 2021 yılında, PKENT'in ise 2018 ve 2021 yıllarında F-Skorlarının 9 olarak gerçekleştiği ve bu iki işletmenin ilgili yıllarda Piotroski F-Skor yöntemindeki bütün başarı kriterlerini karşıladığı saptanmıştır. Yine bu iki işletmeden AYCES'in analiz döneminde F-Skor değerlerinin farklı yıllarda 7 ve 8 değerlerini aldığı, PKENT'in ise bir yılda ise F-Skor değerinin 7 olduğu ve bu yıllarda da başarılı işletme oldukları belirlenmiştir. Buna karşın iki işletmeninde analiz döneminde 2020 yılında 3 ile düşük F-Skor değerini aldıkları ve finansal gücü zayıf ve başarısız işletme oldukları da gözlemlenmiştir. Bu iki işletme dışında KSTUR'un 2019 ve 2022 yıllarında 7, 2021 yılında ise 8 F-Skor değerini alarak bu yıllarda başarılı işletme olduğu belirlenmiştir. MERİT, MARTI ve TEKTU işletmelerinin ise analiz döneminde farklı yıllarda sadece bir kez 7 F-Skor değerini alarak başarılı işletme olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte TEKTU, 2019 yılında 3 F-Skor değerini alarak başarısız işletme şeklinde performans göstermiştir. Bunun dışında yukarıda ifade edilen uç değerler dışında analiz döneminde konaklama işletmelerinin F-Skor değerlerinin 4-6 arasında olduğu ve finansal olarak güçlerinin orta düzeyde gerçekleştiği belirlenmiştir. Değişken bazında değerlendirilmek istendiğinde konaklama işletmelerinde en fazla 1 değerini alarak en başarılı olunan ilk üç değişkenin ödenmiş sermayedeki değişim (F_ΔÖS), esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları (F_EFKNA) ve aktif karlılığı (F_AK) olduğu belirlenmiştir. Buna karşın en fazla 0 değerini alarak en başarısız olunan ilk üç değişkenin ise aktif devir hızındaki değişim (F_ΔADH), brüt kar marjındaki değişim (F_ΔBKM) ve aktif karlılığındaki değişim (F_ΔAK) olduğu saptanmıştır.

Aşağıdaki Tablo 2'de ise analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin 2018-2023 yılları arasındaki yıllık hisse senedi getirileri sunulmaktadır.

Tablo 2. Konaklama İşletmelerinin Yıllık Hisse Senedi Getirileri

İşletme Kodları	2023	2022	2021	2020	2019	2018
AYCES	3,27	0,91	0,29	3,88	1,69	-0,16
AVTUR	1,30	0,35	-0,19	0,75	0,69	-0,36
KSTUR	4,44	0,35	0,47	5,23	0,63	0,70
MAALT	1,01	0,33	1,27	0,49	3,05	-0,08
MARTI	-0,49	5,91	-0,14	1,21	0,61	-0,59
MERİT	0,65	0,35	1,91	3,15	2,28	0,01
PKENT	0,42	-0,48	7,29	5,99	0,90	0,43
TEKTU	-0,20	1,74	-0,40	0,57	0,54	0,10
ULAS	0,44	2,58	-0,26	3,46	0,72	-0,32

Tablo 2 incelendiğinde bazı konaklama işletmelerinin bazı yıllarda negatif hisse senedi getirisi sunduğu, bazı işletmelerin ise son derece yüksek pozitif hisse senedi getirisi sundukları gözlemlenmiştir. Analiz döneminde en yüksek pozitif getiriyi PKENT işletmesi 7,29 ile 2021 yılında sunarken, negatif olarak en büyük kaybı ise -0,59 ile MARTI işletmesi 2018 yılında sunmuştur.

Aşağıda sunulan Tablo 3'te ise analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin 2018-2022 yıllarına ait F-Skorlarının aritmetik ortalaması (F-Skor Ort.), 2018-2022 yıllarına ait hisse senedi getirisi ortalaması (HSG Ort.), bir yıl gecikmeli olarak 2019-2023 yıllarına ait hisse senedi getirilerinin aritmetik ortalaması (HSGG Ort.), en yüksek F-Skor ortalamasına sahip ilk üç, ikinci üç ve üçüncü üç işletmeden oluşturulan portföylerin 2018-2022 (Portf. Get.) ile 2019-2023 yıllarını kapsayan gecikmeli getirilerinin (Portf.GGet.) ortalamaları sunulmaktadır. İşletmelerin tablodaki sıralamaları F-Skor değerlerinin aritmetik ortalamaları bağlamında en yüksek en düşüğe doğru gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3. Konaklama İşletmelerinin F-Skor ve Hisse Senedi Getiri Ortalamaları

İşletme Kodları	F-Skor Ort. (2018-2022)	HSG Ort. (2018-2022)	HSGG Ort. (2019-2023)	Portf.Get. (2018-2022)	Portf.GGet. (2019-2023)
PKENT	6,8	2,83	2,83	1,87	2,35
AYCES	6,6	1,32	2,01		
KSTUR	6,4	1,48	2,22		
MARTI	5,8	1,40	1,42	1,06	1,22
AVTUR	5,6	0,25	0,58		
MERİT	5,4	1,54	1,67		
MAALT	5,2	1,01	1,23	0,92	1,02
ULAS	4,8	1,24	1,39		
TEKTU	4,8	0,51	0,45		

Tablo 3 incelendiğinde F-Skor ortalamaları itibariyle en başarılı işletmenin PKENT olduğu gözlemlenmektedir. PKENT'in aynı zamanda hem 2018-2022 yılları hem de 2019-2023 yıllarını kapsayan gecikmeli hisse senedi getiri ortalaması itibariyle de yatırımcısına en yüksek getiri sunan konaklama işletmesi olduğu saptanmıştır. Buna karşın sıralamada yer alan diğer işletmelerin F-Skor ortalamalarına göre hisse senedi getiri ve gecikmeli hisse senedi getiri ortalamalarının zaman zaman paralel olmadığı belirlenmiştir. Bu bağlamda PKENT dışındaki diğer işletmelerde içinde bulunulan yıl itibariyle F-Skor değerine bakarak sadece ilgili işletmeye yatırım yapmak rasyonel olmayabilir. Ancak özellikle en yüksek ilk üç sıradaki işletmelere (PKENT, AYCES ve KSTUR) bir sene önceki F-Skor değerine bakılarak yatırım yapılırsa bir sonraki yılda daha yüksek bir hisse senedi getirisi elde edilmesinin mümkün olduğu söylenebilir. Bu durum TEKTU işletmesi hariç diğer sıralamadaki işletmeler içinde geçerlidir. Bununla birlikte risk ve getiriye dengelemek amacıyla birden fazla hisse senedinden eşit ağırlıklı portföy oluşturmak finans bilimi açısından daha rasyonel bir yatırım stratejisidir. Bu kapsamda analiz kapsamındaki dokuz konaklama işletmesi içinde en yüksekten en düşük F-Skor ortalamasına sahip işletmeler üçerli şekilde gruplandırılmış ve bu işletmelerin hisse senetlerinden eşit ağırlıklı bir portföy oluşturulduğu varsayılmıştır. Bu durumda F-Skor ortalaması en yüksek ilk üç şirket olan PKENT, AYCES ve KSTUR'dan oluşturulan eşit ağırlıklı portföyün hem içinde bulunulan yıllar (2018-2022) hem de bir yıl sonraki gecikmeli yıllar (2019-2023) itibariyle portföy getirisinin diğer ikinci ve üçüncü gruptaki portföylere göre daha yüksek bir getiri sağladığı saptanmıştır. F-Skor ortalamaları en yüksek ikinci grupta yer alan MARTI, AVTUR ve MERİT işletmelerinden elde edilen portföyün ise hem içinde bulunulan yıllar hem de gecikmeli olarak ikinci sırada portföy getirisi sağladığı, F-Skor ortalamaları grup içinde en düşük gerçekleşen son üç işletme olan MAALT, ULAS ve TEKTU'dan oluşturulan portföyün ise en düşük getiriye sağladığı gözlemlenmiştir. Dolayısıyla hisse senedi veya portföy yatırımlarında konaklama işletmeleri açısından Piotroski F-Skor değerlerinin iyi bir gösterge olabileceği söylenebilir. Özellikle üç grup portföyde de gecikmeli olarak portföy getirilerinin mevcut yıla göre daha yüksek gerçekleştiği belirlenmiştir. Bu açıdan özellikle F-Skorlarının bir sene sonraki hisse senedi portföy getirileri bağlamında yatırımcılara daha yüksek getiri sağlayacak yatırım stratejilerini oluşturmalarına imkân verdiği söylenebilir.

5. Sonuç ve Öneriler

Bu araştırmada Borsa İstanbul Oteller ve Lokantalar Sektöründe hisse senetleri işlem gören dokuz konaklama işletmesinin 2018-2022 yılları arasında finansal performansı, işletmelerin finansal tabloları üzerinde Piotroski (2000) çalışmasında geliştirilmiş olan Piotroski F-Skor yöntemi uygulanarak ölçülmüştür. Analiz sürecinde Piotroski F-Skor yönteminde kullanılan dokuz adet finansal gösterge hesaplanmış ve puanlandırılarak toplanmıştır. Daha sonra işletmelerin 2018-2023 yılları arasındaki yıllık hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Hesaplanan F-Skor değerlerinin ortalaması ile hisse senedi getirilerinin hem içinde bulunulan yıl hem de gecikmeli olarak ortalaması alınmış ve F-Skor değerlerinin ortalama değerleri itibariyle işletmeler en yüksekten en küçüğe sıralanmıştır. Bu süreçte dokuz işletme F-Skor ortalamaları itibariyle en yüksekten en küçüğe doğru üçerli gruplar halinde gruplandırılarak üç portföy grubuna ayrılmış ve portföylerin getirileri karşılaştırılmıştır.

Hesaplamalar neticesinde elde edilen skorlar genel olarak değerlendirildiğinde analiz kapsamındaki konaklama işletmelerinin analiz döneminde zaman zaman benzer zaman zaman da farklı F-Skor değerlerini aldıkları gözlemlenmiştir. 2018-2022 yılları arasında en yüksek F-Skor değerini alan işletmelerin 9 ile 2021 yılında AYCES, 2018 ve 2021 yıllarında ise PKENT'in olduğu ve bu iki işletmenin ilgili yıllarda Piotroski F-Skor yöntemindeki bütün başarı kriterlerini karşıladığı

saptanmıştır. AYCES ve PKENT işletmelerinin analiz döneminde diğer F-Skor değerleri incelendiğinde, AYCES'in farklı yıllarda 7 ve 8 değerlerini aldığı, PKENT'in ise belirli bir yılda 7 değerini aldığı ve bu yıllarda başarılı işletmeler olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın bu iki işletmenin 2020 yılında 3 ile en düşük F-Skor değerini alan işletmelerden olduğu da saptanmıştır. Bu yılda en düşük değeri almalarının sebebinin Covid-19 salgının olumsuz etkileri olabileceği düşünülmektedir. KSTUR'un analiz döneminde 2019 ve 2022 yıllarında 7, 2021 yılında ise 8 F-Skor değerini alarak bu yıllarda başarılı bir işletme olduğu belirlenmiştir. MERİT, MARTI ve TEKTU işletmeleri ise analiz döneminde farklı yıllarda sadece bir kez 7 F-Skor değerini alarak başarılı işletmeler olarak sınıflandırılmıştır. Ancak TEKTU, 2019 yılında 3 F-Skor değerini alarak başarısız bir performans sergilemiştir.

Analiz döneminde diğer konaklama işletmelerinin F-Skor değerlerinin çoğunlukla 4 ile 6 arasında olduğu ve finansal olarak orta düzeyde güçlü oldukları belirlenmiştir. Değişken bazında yapılan değerlendirmede, konaklama işletmelerinde en başarılı olduğu tespit edilen ilk üç değişkenin ödenmiş sermayedeki değişim (F_ΔÖS), esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları (F_EFKNA) ve aktif karlılığı (F_AK) olduğu görülmüştür. Buna karşılık, en başarısız olduğu belirlenen ilk üç değişkenin ise aktif devir hızındaki değişim (F_ΔADH), brüt kar marjındaki değişim (F_ΔBKM) ve aktif karlılığındaki değişim (F_ΔAK) olduğu tespit edilmiştir. Konaklama sektörü genellikle rekabetin yüksek olduğu bir alandır. Rakip işletmelerin artması veya talep değişiklikleri gibi dış faktörler, işletmelerin aktif karlılığını ve brüt kar marjını yıllar itibariyle olumsuz etkileyebilir. Bununla birlikte maliyetlerin kontrol altında tutulmaması veya artan giderler, brüt kar marjında ve aktif karlılığında düşüşe neden olabilir. Aktif devir hızındaki düşüş, işletmelerin varlıklarını etkili bir şekilde kullanamamasından kaynaklanabilir. Fiyatlandırma stratejilerindeki hatalarda, aktif karlılığı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olabilir. Bu bağlamda pazar trendlerinin ve rakip işletmelerin analiz edilmesi, işletmenin rekabet gücünü artırmak için uygun stratejilerin belirlenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte işletme içi maliyetlerin dikkatli bir şekilde izlenmesi ve gerektiğinde azaltılması, verimliliği artırmak için operasyonel süreçlerin iyileştirilmesi önem arz etmektedir. Yine varlıkların etkin bir şekilde yönetilmesi ve devir hızının artırılması için uygun yatırım stratejilerinin benimsenmesi, işletmenin finansal durumunun düzenli olarak izlenmesi ve analiz edilmesinin, gelecekteki risklerin önceden belirlenmesine ve uygun önlemlerin alınmasına imkân vermesi açısından kritik bir öneme sahip olduğu düşünülmektedir.

Araştırmada konaklama işletmelerinin Piotroski-F Skorları hesaplandıktan sonra F-Skor değerlerinin işletmelerin hisse senedi yatırım kararlarında yatırımcılara yol gösterip göstermeyeceği değerlendirilmiştir. Bu bağlamda gerçekleştirilen hesaplamalar neticesinde PKENT'in F-Skor ortalaması itibariyle en başarılı işletme olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, PKENT'in hem 2018-2022 hem de 2019-2023 dönemlerini kapsayan gecikmeli hisse senedi getiri ortalaması bakımından en yüksek getiriyi sağlayan işletme olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte PKENT, AYCES ve KSTUR gibi en yüksek F-Skor ortalamasına sahip işletmelerin bir önceki yılın F-Skor değerlerine bakılarak yatırım yapılması durumunda daha yüksek hisse senedi getirisi elde edilebileceği belirlenmiştir. Bu durum, TEKTU işletmesi dışındaki işletmeler için de geçerlidir. Buna karşın risk ve getiriyi dengelemek için birden fazla hisse senedinden meydana gelen eşit ağırlıklı bir portföy oluşturmanın daha rasyonel bir yatırım stratejisi olduğu kabul edilerek dokuz konaklama işletmesi F-Skor ortalamalarına göre gruplandırılarak eşit ağırlıklı portföyler oluşturulmuş ve bu portföylerin performansı incelenmiştir. En yüksek F-Skor ortalamasına sahip ilk üç işletmenin portföyü, diğer gruplara kıyasla daha yüksek getiri sağlamıştır. Benzer şekilde, orta ve düşük F-Skor ortalamalarına sahip işletmelerden oluşturulan portföylerin getirileri daha düşük olmuştur. Sonuç olarak, Piotroski F-Skorları BİST'te hisse senetleri işlem gören konaklama işletmeleri için hisse senedi veya portföy

yatırımlarında önemli bir gösterge olabileceği düşünülmektedir. Özellikle, bir önceki yılın F-Skorları ile ilişkilendirilerek yatırım stratejilerinin oluşturulmasının ve risk-getiri dengesinin gözetilmesinin yatırımcılara daha yüksek getiri sağlama potansiyelini sunduğu söylenebilir. Elde edilen bu sonuçlar konuyla ilgili farklı sektörlerde ve ülke borsalarında gerçekleştirilmiş Xiaoyu (2016), Hyde (2018), Tikkanen ve Aijö (2018), Walkshausl (2020), Asmadi vd. (2021) ve Pilch (2023) araştırma sonuçlarıyla paralellik göstermektedir.

Bu araştırma, borsada işlem gören Türk konaklama işletmelerinde 2018-2023 yıllarını kapsayan verileriyle gerçekleştirilmiştir. Daha önce yapılan araştırmalardan farklı olarak, Türk konaklama sektörü veya işletmeleri üzerine Piotroski F-Skor yöntemiyle finansal performansın ölçüldüğü ve hisse senedi getiri performansı açısından yatırım göstergesi olup olmadığına yönelik herhangi bir araştırmaya rastlanmamıştır. Bu durum, araştırmanın konaklama alt sektörü ve konaklama işletmeleri temelinde literatüre ve sektördeki yatırımcı ve yöneticilere katkısı açısından önemini arttırmaktadır. Gelecekte, uluslararası verilerle konaklama ve turizm sektöründeki diğer işletmelerin finansal performansının Piotroski F-Skor yöntemine göre karşılaştırmalı olarak incelendiği araştırmaların ve F-Skor değerleri ile işletmelerin finansal başarısızlık, karlılık, sermaye yapısı, firma değeri ve hisse senedi performansları arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların literatüre katkı sağlayacağı öngörülmektedir.

Bilgi Notu

Destek Bilgisi: Bu çalışmanın hazırlanması süresince herhangi bir bireyden ya da kurumdan aynî ya da nakdî bir yardım/destek alınmamıştır.

Etik Onayı: Makalede ulusal ve uluslararası araştırma ve yayın etiğine uyulduğunu yazarlar beyan eder. Aksi bir durumun tespiti halinde **Çatalhöyük Uluslararası Turizm ve Sosyal Araştırmalar Dergisinin** hiçbir sorumluluğu olmayıp, tüm sorumluluk makale yazarlarına aittir.

Etik Kurul Onayı: Bu çalışma, TR Dizin etik kurul izni gerektiren çalışma grubunda yer almamaktadır.

Çıkar Çatışması: Makalede herhangi bir çıkar çatışması ya da kazancı yoktur.

Araştırmacıların Katkı Oranı: Çalışma yazarlarının katkısı eşit düzeydedir.

Kaynakça

Agrawal, K. (2015). Default prediction using piotroski's f-score. *Global Business Review*, 16(5), 175-186. <https://doi.org/10.1177/0972150915601261>

Akgüç, Ö. (2013). *Mali tablolar analizi*. İstanbul: Arayış Yayınevi.

Asmadi, D., Izzaty, N. & Erwan, F. (2021). Performance analysis of sharia share companies using the piotroski f-score method. *Amwaluna: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Syariah*, 5(1), 67-75. <https://doi.org/10.29313/amwaluna.v5i1.5926>

Aydın, N., Başar, M. & Coşkun, M. (2014). *Finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Barrows, C. W., & Naka, A. (1994). Use of macroeconomic variables to evaluate selected hospitality stock returns in the US. *International Journal of Hospitality Management*, 13(2), 119-128. [https://doi.org/10.1016/0278-4319\(94\)90033-7](https://doi.org/10.1016/0278-4319(94)90033-7)

Ceylan, A. & Korkmaz, T. (2015). *Finansal yönetim temel konular* (9. Baskı). Bursa: Ekin Yayınevi.

- Chen, M. H. (2007). Macro and non-macro explanatory factors of Chinese hotel stock returns. *International Journal of Hospitality Management*, 26(4), 991-1004. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2006.04.002>.
- Demir, E., & Ersan, O. (2018). The impact of economic policy uncertainty on stock returns of Turkish tourism companies. *Current Issues in Tourism*, 21(8), 847-855. <https://doi.org/10.1080/13683500.2016.1217195>
- Demirhan, D. (2022). İmalat ve hizmet sektörlerinde karlılık oranlarını etkileyen faktörlerin analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (94), 31-52. <https://doi.org/10.25095/mufad.1054212>
- Gökten, S., Başer, F. & Yalçın, İ. S. (2021). F-skor göstergelerinin hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin defter değerinin aracılık rolü çerçevesinde incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(4), 837-857.
- Halim, D. & Suhartono, S. (2021). Pengaruh kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan keputusan pendanaan terhadap kinerja keuangan dengan metode piotroski f-score. *Jurnal Akuntansi*, 10(1), 8-20. <https://doi.org/10.46806/ja.v10i1.795>
- Hyde, C. E. (2014). An emerging markets analysis of the piotroski f-score. *JASSA*, (2), 23-28. <https://doi.org/10.3316/ielapa.674486110210189>
- Hyde, C. E. (2018). The piotroski f-score: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 58(2), 423-444. <https://doi.org/10.1111/acfi.12216>
- İskenderoğlu, Ö., & Karadeniz, E. (2022). Determinants of price to earnings ratio: Evidence from Turkish tourism companies. *Journal of Tourism Theory and Research*, 8(1), 1-4. <https://doi.org/10.24288/jttr.1027187>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (2024). Sektörler. <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler> adresinden 25 Ocak 2024 tarihinde alınmıştır.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., & Önal, Y. B. (2007). Seçilmiş paydaşların SWOT yöntemiyle Türk turizm yatırımlarını değerlendirmesine yönelik bir pilot çalışma. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 18(2), 195-205.
- Karadeniz, E. (2017). Halka açık konaklama işletmelerinin nakit akış profillerinin analizi: uluslararası bir karşılaştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(3), 167-185. <https://doi.org/10.24010/soid.369959>
- Mesarić, M. (2014). Ratio analysis and piotroski scoring system in the automobile industry in croatia. *Ekonomski Vjesnik/Econviews: Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues*, 27(1), 127-141.
- Pilch, B. (2023). Is value investing based on scoring models effective? The verification of F-Score-based strategy in the Polish stock market. *Economics and Business Review*, 9(4), 121-152. <https://doi.org/10.18559/ebr.2023.4.1075>
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1-41. <https://doi.org/10.2307/2672906>
- Tepeli, Y. & Kahraman, Y. E. (2023). Firmalarda borçlanma yapısının finansal başarı üzerindeki etkisi: BIST tüm endeksi şirketlerinde bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (100), 1-18. <https://doi.org/10.25095/mufad.1313616>

Tikkanen, J., & Äijö, J. (2018). Does the F-score improve the performance of different value investment strategies in Europe?. *Journal of Asset Management*, 19, 495-506. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0098-3>

Walkshäusl, C. (2020). Piotroski's F SCORE: International evidence. *Journal of Asset Management*, 21, 106–118. <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00157-2>.

Xiayou, D. (2016). Piotroski's f-score in the chinese a-share market. (Thesis). University of Cape Town, Faculty of Commerce, Department of Finance and Tax. Retrieved from <http://hdl.handle.net/11427/24520>