

Konaklama İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Riskinin Ölçümü: Türkiye ve Avrupa Karşılaştırması *

Erdinç KARADENİZ¹ Cemile ÖCEK²

Gönderim tarihi: 07.08.2018 Kabul tarihi: 29.11.2018

Öz

Bu çalışmanın amacı Türkiye ve Avrupa'daki borsalarda işlem gören konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık risklerinin finans literatüründe kabul gören finansal başarısızlık riski tahmin modelleriyle ölçülmesi ve bu işletmelerin finansal başarısızlık riskleri arasında bir farklılık olup olmadığının model bazında ortaya konmasıdır. Bu bağlamda 21 ülkede faaliyet gösteren toplam 75 halka açık konaklama işletmesinin 2012-2016 yılları arasındaki 5 yıllık verileri üzerinde Altman Z Skor, Altman Z' Skor, Springate, Ohlson Skor, Fulmer ve CA-Skor modelleri uygulanmıştır. Sonuç olarak, çalışmaya dâhil edilen konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık risklerinin, modellerin çoğunda farklılaştığı ancak bazı modellerin birbirleriyle yaklaşık olarak aynı sonuçları verdiği saptanmıştır. Analize dâhil edilen tüm yıllar açısından modellerin işaret ettiği finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayıları karşılaştırıldığında Altman Z, Altman Z' ile Ohlson modelleri ve Springate ile Fulmer modellerinde finansal başarısızlık riski gösteren işletme sayılarının birbirine yakın olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yine çalışma sonucunda Türkiye ve Avrupa'da 2012-2016 yılları arasında en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu modellerin Fulmer ve Springate modelleri olduğu belirlenmiştir.

Anahtar kelimeler: Finansal Başarısızlık, Finansal Başarısızlık Riski Tahmin Modelleri, Konaklama İşletmeleri, Türkiye, Avrupa.

JEL sınıflaması: G32, G33, Z30

Measuring The Risk Of Financial Failures In Lodging Companies: Turkey and European Comparison

Abstract

The purpose of this study is to measure the risk of financial failure of lodging companies traded on exchanges in Turkey and Europe with financial failure risk prediction models in the finance literature and whether there is a difference between the financial failure risks of these companies, model-based. In this context Altman Z Score, Altman Z' Score, Springate, Ohlson Score, Fulmer and CA-Score models were applied on the 5 year data of 75 lodging companies in 21 countries between years 2012-2016. As a result, it has been determined that the financial failure risks of the lodging companies included in the study differ in the majority of the models but some models give almost the same results with each other. When comparing the number of firms with risk of financial failure for all years included in the analysis; as well as company numbers that show the risk of financial failure are close to each other in Altman Z, Altman Z' and Ohlson models and Springate and Fulmer models. Also at greatest risk company of financial failure was determined in Turkey and Europe between the years 2012-2016 Fulmer and the Springate models.

Keywords: Financial Failure, Financial Failure Risk Prediction Models, Lodging Companies, Turkey, Europe.

JEL classification: G32, G33, Z30

* Bu çalışma "Konaklama İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Riskinin Ölçümü: Türkiye ve Avrupa'daki Halka Açık Konaklama İşletmelerinin Karşılaştırmalı Analizi" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasından üretilmiştir.

¹ Doç. Dr., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, ekaradeniz@mersin.edu.tr ORCID ID: 0000-0003-2658-8490

² Yüksek Lisans Öğrencisi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Turizm İşletmeciliği Anabilim Dalı, cemile_ocak@hotmail.com ORCID ID: 0000-0001-6376-3820

1. Giriş

Her geçen gün ağırlaşan ekonomik şartlar ve artan rekabet ortamı işletmelerin varlıklarını sürdürmelerini zorlaştırmaktadır. Finansal açıdan işletmelerin değer yaratabilmeleri ve varlıklarını devam ettirebilmeleri açısından üretim, faaliyet ve finansmanla ilgili maliyet ve giderlerini kontrol altında tutmaları, üstlendikleri riske uygun kar elde etmeleri ve karlılıklarını sürdürülebilir hale getirmeleri gerekmektedir. Son yıllarda küresel düzeyde yaşanan ekonomik ve finansal krizler, ülke ekonomilerini ve işletmelerin finansal yapılarını olumsuz etkileyebilmekte ve sonuç olarak devletler ve işletmeler finansal başarısızlıkla veya iflasla karşılaşabilmektedirler.

Küresel İflaslar Endeksinin son tahminlerine göre, dünya GSYİH'nin %83'ünü oluşturan 43 ülkede art arda 7 sene iflaslarda büyük düşüş yaşanmasının ardından iyileşme eğilimi 2017 yılında son bulmuş ve iflaslarda %1 artış olmuştur. Özellikle Avrupa'da yaşanan iflasların artışının temel nedenleri KDV sorunlarına bağlı olarak bazı işletmelerin karşılaştığı zorluklar ve bazı ülkelerdeki İflas Kanunu'nun değişmesidir. Ayrıca iflaslara sektörel bazda bakıldığında en fazla Avrupa'da hizmet sektörüne ait işletmelerin (59 adet büyük çaplı iflas) iflas ettiği görülmektedir. Türkiye ise KGF (Kredi Garanti Fonu) ve piyasayı canlandırıcı teşvik mekanizmaları sayesinde nispeten korunmuştur. Özellikle Türkiye ekonomisinde yabancı para cinsinden borcu olan işletme sayısının fazla olması, bu işletmeleri döviz kurlarındaki dalgalanmalardan olumsuz etkileyebilmekte ve işletmelerin finansal başarısızlık risklerini artırmaktadır. Bu kapsamda işletmelerin iflas ve finansal başarısızlık risklerinin her an ölçülmesi ve kontrol edilmesi iflas risklerinin yönetilmesi açısından büyük önem arz etmektedir.

Özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra değişen ekonomik, sosyal, kültürel ve siyasi şartlar sonucunda turizm sektörü hızla gelişmeye başlamış ve daha çok insanın içinde yer aldığı kitlesel bir olgu durumuna dönüşmüştür. Bu bağlamda günümüzde teknoloji, ulaşım, harcanabilir gelir ve boş zamanın artması sonucunda çok hızlı bir şekilde büyüyen turizm sektörü, Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'ne göre yarattığı istihdam, hizmet verdiği insan sayısı, yarattığı gelir ve katma değerle dünyanın en büyük sektörü konumuna gelmiştir (Kandır, Karadeniz, Özmen ve Önal, 2008: 212). Turizm sektörünün en önemli aktörlerinden biri olan konaklama işletmeleri; sabit sermaye yatırımları yoğun olan, enerji, personel ve hammadde giderlerinin her gün yükseldiği, risk ve belirsizliğin her zaman var olduğu işletmelerdir. Hem kuruluş hem de işletme aşamasında yüksek sermaye yatırımı gerektiren konaklama işletmelerinde hem küresel, hem ulusal hem de sektörel gelişmeler finansal performansı olumsuz etkileyebilmektedir.

Konaklama işletmelerinde karşılaşılan finansal başarısızlıklar, turizm sektörünü ve bu

bağlamda ülke ekonomilerini olumsuz etkileyebilmektedir. Konaklama işletmelerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar konaklama işletmelerinin başarısızlıklarını gördükçe yatırım kararları olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Bunun sonucu olarak yatırımcılar, bu kararlarını alternatif yatırım alanlarına yöneltebilmektedir. Her ne kadar yatırım aşamasında sermaye yoğun işletmeler olmasına rağmen işletme aşamasında konaklama işletmelerinin emek yoğun olması, bu işletmelerin finansal başarısızlık yaşamaları halinde istihdam ettiği işgücünü de azaltmakta ve bu durum ülke ekonomisinde istihdam sorunlarına yol açabilmektedir. Bununla birlikte finansal başarısızlık içinde bulunan konaklama işletmeleri, sundukları hizmetin nitelik ve nicelik açısından kalitesini düşürebilmekte ve bu durum turizm sektöründeki iç ve dış talebi olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Türksoy, 2007: 100). Birbirleriyle iş ilişkisinde bulunan işletmeler birbirlerinin finansal başarısızlık olasılıklarını arttırabilmektedir. Başarısızlık riski taşıyan işletmelerin sektörde önemli bir tedarikçi veya alıcı konumunda olması, kendisi ile iş yapan diğer işletmelerle bağlılık düzeyi, finansal başarısızlık riskini diğer işletmelere taşımasına sebep olabilmektedir (Özdemir, 2011: 66). Bu bağlamda misafirlerine hizmet sunabilmek için birçok farklı sektördeki işletmelerle ilişki içerisinde bulunan konaklama işletmelerinin daralan talebe bağlı olarak yaşayacağı sıkıntılar, ilişki içerisinde bulunduğu işletmelerinde finansal sorun yaşamalarına sebep olabilmektedir. Bu açıdan konaklama işletmelerinin varlıklarını sürdürebilirlik ilkesi çerçevesinde devam ettirmeleri için güçlü bir finansal yapıya sahip olmaları gerekmektedir. Bu bağlamda finansal başarısızlık ve iflas riskinin konaklama işletmeleri açısından da ölçülmesi ve yönetilmesi önem arz etmektedir.

Bu araştırmanın amacı, Türkiye'deki ve Avrupa'daki borsalarda işlem gören konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık veya iflas risklerinin finans literatüründe kabul gören finansal başarısızlık riski tahmin modelleriyle ölçümlemesi ve Türkiye ve Avrupa'daki halka açık konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riskleri arasında bir farklılık olup olmadığının hem genel hem de model bazında ortaya konmasıdır. Çalışmanın amacı doğrultusunda 21 ülkede faaliyet gösteren toplam 75 halka açık konaklama işletmesinin 2012-2016 yılları arasındaki 5 yıllık verileri, bu işletmelerin finansal durum tablosu, kapsamlı gelir-gider tablosu ve nakit akım tablolarından elde edilmiştir. Finansal tablolardan ilgili veriler alınarak bu işletmelerin tüm iflas risk tahmin model değerleri, her bir işletme bağlamında ölçülmeye çalışılmıştır. İşletmelerin iflas riskini ölçmek için Altman Z Skor modeli, Altman Z' Skor modeli, Springate modeli, Ohlson Skor modeli, Fulmer modeli ve CA Skor (Kanada Skoru) modelleri uygulanmıştır.

Belirlenen amaçlar doğrultusunda araştırma altı bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde finansal başarısızlık kavramı ve konaklama işletmelerinde finansal başarısızlığa neden olan unsurlar teorik çerçeve başlığı altında açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın üçüncü bölü-

münde işletmelerin finansal başarısızlıklarını ölçmek için daha önce gerçekleştirilen araştırmalar özetlenmiştir. Dördüncü bölümde araştırmanın veri ve analizde kullanılan finansal başarısızlık riski tahmin modelleri hakkında bilgi verilmiştir. Beşinci bölümde araştırma sonucunda elde edilen bulgular sunulmuştur. Sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirmeye ve önerilere yer verilmeye çalışılmıştır.

2. Teorik Çerçeve

2.1. Finansal Başarısızlık Kavramı

Türk Dil Kurumu'na göre başarısızlık; bir faaliyetin ya da görevin istenildiği şekilde yerine getirilmemiş olması şeklinde tanımlanmaktadır. Başarısızlık, büyüklüklerinin ve ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin ayrımı yapılmaksızın, bütün işletmelerin yaşayabileceği bir sorundur. İşletmelerin bütün yan kuruluşları arasından sadece bir tanesinin başarısız sayılabileceği gibi bütün olarak başarısız sayılması; borçların zamanında ödenmemesinden (örneğin; borçların, alacaklıların finansal durum tablosunda şüpheli alacak haline geldikten sonra ödenmesi), hiç ödenmemesine, işletmenin ticari güvenilirliğini kaybetmesinden iflasına kadar birçok olay başarısızlık olarak tanımlanabilmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 323).

İşletme biliminde başarısızlık, gerçekleşen nakit akışları değerinin beklenen değerden düşük olmasıdır. Bu değer azalışı ise bazı faktörlere dayanmaktadır. Bu faktörler; genel ekonomik şartlar, sektörel dalgalanmalar ve işletmelerin yönetim değişikliği ya da teknolojinin hızlı değişimi olabilir. Çok fazla borç ve beklenmeyen yüksek faiz oranları gibi finansal faktörler de başarısızlığa neden olabilmektedir. Finansal başarısızlık ise ödenmesi gereken kısa vadeli yükümlülüklerin karşılanamaması veya nakit akışlarındaki göstergelerin bu yükümlülüğü karşılayamadığını ifade etme durumudur (Brigham ve Ehrhardt, 2010: 870-871). İşletmeler açısından başarısızlık iki şekilde ortaya çıkabilmektedir. Bunlar; ekonomik başarısızlık ve finansal başarısızlıktır (Ceylan, 2001: 340). Ekonomik başarısızlık, belirli düzeyde risk içeren yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri oranında, eşdeğer yatırımlardaki getiri oranından dikkat çekici derecede ve sürekliliği devam eden bir şekilde düşüş yaşanmasıdır (Özdemir, 2011: 37). Ancak burada işletmenin maliyetlerini karşılayamaması gibi durumlar işletmenin faaliyetine son verileceğine dair somut bir gösterge olmayabilir. Çünkü ekonomik anlamda başarısız olan işletmeler, cari yükümlülüklerini karşılayabilmekte ve bu işletmeler yasal olarak başarısız olarak isimlendirilmeden faaliyetlerine devam edebilmektedirler (Türksoy, 2007: 100).

Finansal başarısızlık kavramı literatürde ilk defa, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından olan Dun & Bradstreet tarafından tanımlanmıştır. Bu tanıma göre bir işletmenin

finansal açıdan başarılı olmadığının düşünülmesi için aşağıda ifade edilen durumlardan bir tanesinin bulunması gerektiği öngörülmüştür (Altman ve Hotchkiss, 2006: 4);

- ❖ Faaliyette olan işletmenin faaliyetlerini durdurması ya da iflas halinde olması,
- ❖ İşletmede icra, haciz ya da mülkiyete rehin gibi olayların yaşanması,
- ❖ İşletmenin isteği doğrultusunda faaliyetlerini sonlandırması (tasfiye), yerine getirilmemiş yükümlülüklerini yerine getirebilmek için çabalamaması, işletmeye kayyum atanması ya da yeniden yapılandırma gibi mahkeme süreçlerini yaşıyor olması,
- ❖ İşletmeye borç verenler ile borçların ödeme süreleri ve ödenme durumu ile ilgili anlaşma yapılması.

Yukarıda ifade edilen durumlardan herhangi biriyle karşılaşan işletmelerin, finansal açıdan başarılı olmadığı sonucuna varılmaktadır. Bu konuda gerçekleştirilen literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, çalışmayı yapan kişilerin finansal başarısızlığı, iflas durumunda bulunma olarak tanımladıkları anlaşılmaktadır. Bu durumdan dolayı finansal başarısızlık denildiğinde akla ilk gelen kavram iflastır (Altman, 1968: 590; Elam, 1975: 26; Warner, 1977: 338; Ohlson, 1980: 110; Clark ve Weinstein, 1983: 490; Casey ve Bartczak, 1985: 385; Hotchkiss, 1995: 4; Altman ve Hotchkiss, 2006: 4; Wu, Gaunt ve Gray, 2010: 36). Genel anlamda finansal başarısızlık kavramı, işletmenin finansal başarısını belirlemek için kullanılan çalışmalarda iflas kavramı yerine kullanılan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü finansal başarısızlık kavramı, iflas kavramına göre daha geniş kapsamlı olduğundan çalışmalardaki örneklemelerin daha geniş tutulmasına imkân vermektedir (Aktaş, 1993: 8). İflas da içeren finansal başarısızlık kavramının farklı çalışmalarda (Beaver, 1966; Altman, 1968; Deakin, 1972; Edmister, 1972; Blum, 1974; Elam, 1975; Taffler, 1983) birbirinden değişik içeriklerle ifade edildiği görülmektedir. Bu tanımları; borç sahiplerine ödemenin yapılamaması, tahvil getirilerinin ve anaparalarının tazmin edilememesi, karşılığı bulunmayan çek yazımı, işletmeye kayyum atanması ve üç sene art arda zarar durumunda bulunması şeklinde sıralamak mümkündür (Aktaş, 1993: 6).

2.2. Konaklama İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Nedenleri

Konaklama işletmeleri genel olarak, “seyahat eden insanların başta konaklama olmak üzere, yeme içme, eğlenme gibi ihtiyaçlarını yerine getirebilmeye dönük olarak yapılandırılmış, personeli, mimarisi, uygulamaları ve müşterileri olan bütün ilişkileri belli kurallara ve standartlara bağlanmış olan” işletmeler olarak tanımlanabilmektedir (Çakıcı, Kozak, Azaltun, Sökmen ve Sarıışık, 2002: 2).

Son yıllarda küresel ölçekte ve Türkiye’de birçok büyük konaklama işletmesinin çeşitli nedenlerle finansal sıkıntıya girdiği, iflas ve iflas erteleme başvurusunda bulunduğu veya el değiştirdiği görülebilmektedir. Bu duruma örnek verilmek istenirse dünyada yer alan ve az sayıda bulunan golf otellerinden olan Lykia World Antalya ve Lykia World Fethiye’nin sahibi Silkar Turizm’in yaşadığı iflas erteleme süreci veya Starwood Otelcilik Grubu’nun el değiştirme süreci örnek gösterilebilir (Karadeniz, Dalak, Beyazgül ve Günay, 2016: 50). Dun & Bradstreet kuruluşunun 1992-1997 yılları arasındaki işletme başarısızlıklarının sektörler temelinde karşılaştırılması sonucunda, sektörler arasında hizmet sektöründen yeme-içme, konaklama ve servis işletmelerinin finansal başarısızlıklarının diğer sektörlerle göre çok daha fazla olduğu gözlemlenmiştir (Gu ve Goa, 2000: 38).

Konaklama işletmelerinde gerçekleşen finansal başarısızlıkların nedenleri farklılıklar gösterebilmektedir. Araştırma kapsamında gerçekleştirilen literatür taraması neticesinde, konaklama işletmelerinde yaşanan finansal başarısızlıkların nedenlerinden bahseden bazı çalışmalar aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Tablo 1 incelendiğinde literatürde gerçekleştirilen çalışmalar ışığında konaklama işletmelerinde finansal başarısızlığa yol açan unsurların genel olarak ekonomik kriz, aşırı borç kullanımı, yüksek kredi faizleri, arz planlamasının yapılamaması, yönetsel yanlışlar, varlık ve kaynak yapısındaki uyumsuzluk ve operasyonel maliyetlerin yüksek olması olarak vurgulandığı görülmektedir.

Tablo 1. Konaklama İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Nedenleri

Yazar	Başarısızlık Nedenleri
Tavlin, Moncarz ve Dumont (1989)	Yönetim eksikliği, yetersiz personel eğitimi, pazardaki değişime uyum sağlayamama, sermaye yetersizliği, aşırı büyüme ve yetersiz iç kontrol.
Gu–Gao (2000)	Ekonomik kriz ve aynı sektöre yapılan yatırım sayının çok olması.
Aksu (2000)	Çevresel ve ekonomik dış faktörler.
Kim ve Gu (2006)	Nakit akışlarının toplam yükümlülükleri karşılamada yetersiz kalması.
Türksoy (2007)	Var olan kapasiteden tam yararlanamama, arz ve talepteki planlamanın gerçekleşmemesi, eğitim-siz çalışanlar ve maliyetlerin fazla olması.
Dallaryan (2007)	Uygun finansman kaynağı bulamama.
Kandır, Karadeniz, Özmen ve Önal (2008)	Ekonomik krizler, doluluk oranlarındaki düşme, milli gelirdeki azalma.
Diener (2009)	İşletmelerdeki arz sayısının fazla olması, çok fazla kredi kullanılması ve yönetim yetersizliği.
Barjaktarovic ve Barjaktarovic (2009)	İşletmelerin finansman bulamamaları, yönetim eksikliği, yanlış pazar araştırması ve teknolojide geride kalınması.
Youn–Gu (2010)	Yüksek faiz oranları, ekonomik kriz, işletmelerin düşük performansları ve yanlış pazar seçimi.
Karadeniz ve İskenderoğlu (2011)	Varlık-kaynak uyumsuzluğu, aşırı borç kullanımı, kısa vadeli borç kullanımı.
Kim (2011)	İşletme borçları, ekonomik kriz, sermaye yetersizliği ve yönetsel eksiklikler
Janer (2011)	Ekonomik kriz, ekonomik genişleme ve durgunluk.
Li–Sun (2012)	Ekonomik kriz, turizm arzının fazlalığı, işletme borçları, yönetsel etmenler ve maliyet yapısı
Diakomihalis (2012)	Ekonomik kriz, yönetsel etkenler, finansal yapı ve otel büyüklükleri.
Kim ve Upneja (2013)	Aşırı borçlanma, düşük kar marjına sahip olma ve verimlilik düzeyinin düşük olması.
Karadeniz, Dalak, Beyazgül ve Günay(2016)	Değişken talep düzeyi, ekonomik ve siyasi bağlamda yüksek risk ve belirsizlik, yüksek operasyonel maliyetler, döviz kurunda dalgalanmalar, düşük kar marjı, hızlı ve dengesiz büyüme, varlık kaynak yapısındaki dengesizlik, kredi faiz oranlarındaki yükseliş, oda fiyatlarındaki düşüş, enerji maliyetlerindeki artış.

Kaynak: Tablodaki kaynaklardan yararlanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

3. Literatür

Literatürde işletmelerin finansal başarısızlığını önceden tahmin etmeye yönelik birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar genellikle finansal kuruluşlardan olan banka ve sigortalının finansal başarısızlıkları üzerinedir. Ülkenin ekonomik açıdan olumsuz etkilenebilme ihtimalinden dolayı finans sektörüne yönelik çalışmaların sayısı diğer sektörlerle nazaran çok daha fazladır (Özdemir, 2011: 46). İşletmelerin finansal başarısızlıklarının ölçümü ile ilgili turizm sektörü dışındaki diğer sektörlerle yönelik olarak yapılmış çalışmaları şu şekilde sıralamak mümkündür.

Beaver (1966), şirketlerin iflas ve finansal başarısızlığa düşme riskini incelemek amacıyla tek değişkenli finansal başarısızlık modellerini kullanarak belirlediği 158 şirket üzerinde bir araştırma yapmıştır. 1954 ve 1964 yıllarını kapsayan çalışmada finansal anlamda başarılı 79 ve başarısız 79 işletme karşılaştırılmıştır. Karşılaştırmanın sonunda başarısız işletmelerin oranlarının başarısızlık dönemine yaklaştıkça hızla düştüğü saptanmıştır. Beaver bu çalışmasıyla işletmelerin iflaslarını 5 yıl önceden tahmin edilebileceğini ispatlamıştır.

Altman (1968), 1946 ve 1965 seneleri arasında finansal başarısızlık yaşayan 33 işletme ile 33 başarılı işletmeyi incelemiştir. İşletmeleri iflas edip etmemesine göre iki gruba ayırmış ve grupta bulunan işletmelerin finansal oranlarının, bu grupları ayırt edebilecek doğru-sal kombinasyonlarını araştırmıştır. Altman çalışmasında oluşturduğu gruplar içinden 5 değişken seçmiştir. Bu değişkenler; Net İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar, Dağıtılmamış Karlar/Toplam Varlıklar, Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Varlıklar, Öz Sermaye (Cari Değer)/Toplam Borç, Satışlar/Toplam Varlıklardır. Çalışmanın sonunda geliştirilen modelin, finansal başarısızlığı %94 düzeyinde doğru tahminde bulunduğu görülmüştür.

Weibel (1973), yapmış olduğu çalışmada İsviçre’de bulunan büyük bir bankanın müşterileri olan küçük ölçekli işletmeler üzerinde çalışma yapmıştır. Çalışmada öncelikle 36 adet finansal durumu iyi ve 36 adet finansal durumu bozulmuş işletmeye 42 tane oran uygulamış ve bu oran sayısını daha sonra 6 grupta toplamıştır. Çalışmanın sonucunda sınıflandırmanın başarılı olduğu fakat orijinal çalışma verilerinde modelin evrelerini ve sonuçlarını detaylı olarak anlattığı aşamalara ulaşamadığı için kesin sonuçlar gözlemlenemediği sonucuna ulaşmıştır.

Springate (1978), tarafından geliştirilen modelde aşamalı çok değişkenli diskriminant analizi kullanılmıştır. Springate’in çalışmasında Kanada’daki imalat firmaları üzerinde durulmuştur. Yapılan çalışmada modelin doğruluk derecesi % 88 olarak saptanmıştır.

Ohlson (1980), çalışmasında 105 adet başarısız durumdaki işletmenin ve 2.058 adet başarılı işletmenin 1970 ve 1976 yılları arasındaki verileri üzerinde bir analiz gerçekleştirmiştir. Çalışmada işletmelerin başarısızlıklarını önceden tahmin etmek için çoklu diskriminant analizi yöntemi kullanılmıştır. Ohlson, işletmelerin iflas durumunu önceden tahmin edebilmek için 9 adet bağımsız değişken belirlemiştir ve O-skor formülünü kullanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre de işletmelerin iflas riski, başarısızlıktan 5 yıl önce-sinde tahmin edilebilmektedir.

Fulmer (1984), kendisi tarafından geliştirdiği modeli çok değişkenli diskriminant analize tabi tutmuştur. ABD’de aktif büyüklüğü ortalama olarak 455 milyon \$ olan, 30 başarılı ve 30 başarılı olmayan işletme örneklem olarak seçilmiş, ardından 40 adet finansal oran kullanılarak çoklu diskriminant analizi uygulanmış ve oranlar 9 ana başlık altında toplanmıştır. Çoklu diskriminant analizi sonuçlarına göre model, işletmelerin başarısızlıklarını önceden tahmin etmede %81 başarılı bulunmuştur.

Legault (1987), yaptığı çalışmada kendisi tarafından geliştirilen Kanada Skoru (CA-Score) modelini kullanmıştır. Kanada Skoru’nda 30 finansal oran hesaplanmış ve yıllık satışları 1-20 milyon \$ arasında olan 173 adet üretim işletmesinin verileri kullanılmıştır. Çalışmada geliştirilen modelin işletmelerin başarısızlığını doğru tahmin gücü %83 olarak bulunmuştur.

Aktaş (1993), yaptığı çalışmada eşleştirilmemiş örnekleme yöntemini kullanarak farklı sanayi kollarındaki 25 başarısız ve 35 başarılı anonim şirketin bilanço ve gelir tablolarından yararlanarak finansal başarısızlık risklerini tahmin etmeyi amaçlamıştır. Çalışmada daha önceki çalışmalar göz önünde bulundurularak 7 oran çalışmada kullanılmıştır. Analizde doğrusal ve kuadratik diskriminant analizi, doğrusal çoklu regresyon modeli, probit ve logit modelleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda en yüksek doğruluk derecesine sahip modellerin logit ve probit modelleri olduğu saptanmıştır.

Muzır ve Çağlar (2009), çalışmalarında finansal başarısızlığı ölçen popüler 8 modeli kullanmışlardır. Bu amaçla Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin finansal başarısızlıklarının başladığı tarihten bir yıl önceki tahminlenen değerleri karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda O-Skor modelinin % 81,6 doğru sınıflandırma oranıyla karşılaştırılan modeller içerisinde finansal açıdan daha doğru sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir.

Yılğör, Doğrul, Temel ve Kaya (2010), finansal başarısızlık tahmininde kullanılan çok değişkenli istatistiksel modellerden lojistik regresyon, sınıflama ve regresyon ağaçları ve yapay sinir ağları yöntemleri ile hisse senetleri 1997-2007 yılları arasında İMKB’de işlem

gören sınavi işletmelerinin finansal başarısızlık risklerini tahmin ederek, en uygun tahmin modelini, finansal başarısızlık tahmininde en etkili değişkenleri ve başarısızlık tahminlerinin en doğru sonuçları verdiği inceleme dönemini belirlemeye çalışmışlardır. Çalışma sonucunda tüm yöntemlerin finansal başarısızlık tarihinden 1, 2 ve 3 yıl öncesinden başarılı ve başarısız işletmeleri yüksek doğruluk oranlarında tahmin etmeyi başardığı ancak yapay sinir ağları modelinin diğer modellere göre daha düşük tahmin başarısı gösterdiği ve sınıflama ve regresyon ağaçları yöntemi ile başarı düzeyi yüksek sonuçlar elde edildiği saptanmıştır.

Tokat, Çetin ve Karabulut (2012), İMKB’de işlem gören, teknoloji sektörü ve ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründeki şirketlerini, Altman Z-Skor Modelini (1968) kullanarak finansal başarısızlık risklerine göre sınıflandırarak portföy performanslarını analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda, Altman Z-Skor modelinin portföy performansı açısından etkili bir parametre olmadığı ve firmaların artan finansal risklerinin hisse senedi performansını etkilemediği belirlenmiştir.

İskenderoğlu ve Karakozak (2013), çalışmalarında 2008 küresel krizinin Borsa İstanbul’da işlem gören imalat işletmelerinin üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma doğrultusunda 158 adet işletmenin 2007-2011 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. İşletmenin bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak Altman Z Skor modeli çeyrek dönemlik olarak uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda 2008 yılının ilk çeyreğinden 2009 yılı son çeyreğine kadar iflas risklerinde artış olduğu gözlemlenmiştir.

Rajasekar, Ashraf ve Deo (2014), çalışmalarında Hindistan’da bulunan Navratna işletmelerinin finansal başarılarını ölçmek için Springate, Fulmer ve CA- Skoru modellerini kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda toplam 14 işletmeden 6 tane işletmenin başarılı, 8 işletmenin finansal durumuna dikkat etmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Büyükarıkan ve Büyükarıkan (2014), çalışmasında BİST’de yer alan bilişim sektöründeki işletmelerin finansal başarısızlıklarını ölçmek için Altman Z Skoru ve Springate modelini kullanmıştır. İşletmelerin 2008-2013 yılına ait finansal verilerinden yararlanarak modeller uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda her iki modelinde sonuçları benzer özellik taşımakta olup işletmelerin finansal başarısızlık riski taşımadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Karadeniz, Koşan ve Kahiloğulları (2014), çalışmalarında BİST’de işlem gören 4 spor işletmesinin 2011, 2012 ve 2013 yıllarına ait verilerini kullanarak bu işletmelerin finansal performansını oran analizi yöntemiyle ve Altman Z değerlerini hesaplayarak da iflas risklerini belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmanın sonucunda spor işletmelerinin finansal sorumluluklarını yerine getirmede problemlerle yüz yüze gelebilecekleri ve varlıklarını etkin bir

şekilde kullanamadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanı sıra spor işletmelerinin kar yaratma konusunda da başarılı olmadıkları kanısına varılmıştır. Ayrıca elde edilen Z Skoru'na göre 2 işletmenin de iflas riski taşıdığı belirtilmiştir.

Yılmaz ve Yıldırım (2015), çalışmalarında Türkiye'de hisseleri BİST'de işlem gören finansal başarısızlığını ilan etmiş 18 işletme ve 18 başarılı işletmeyi örneklem olarak kullanarak finansal başarısızlığı önceden tahmin etmede kullanılan Altman Z Skoru modelinin başarı oranını test etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda Altman Z Skoru'nun işletmelerin finansal başarısını önceden tahmin etmedeki başarı oranı 18 başarılı işletmeden 16'sını (%89), 14 iflas etmiş işletmeden 10'unu (%71) doğru tahmin etmiştir.

Türk ve Kürklü (2017), çalışmalarında BİST 100 endeksinde yer alan birbirinden farklı 7 sektörün finansal başarısızlıklarını Altman Z Skor ve Springate modelleri yardımıyla ölçerek sektörleri karşılaştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda Altman modeline göre 166 işletmeden 51 işletmenin, Springate modeline göre 71 işletmenin finansal açıdan başarısız olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmada işletmelerin finansal başarısızlıklarının farklı düzeyde olduğu da belirtilmiştir.

Kayalı ve Doğan (2018), çalışmalarında Borsa İstanbul (BİST) Kurumsal Yönetim Endeksinde bulunan imalat sektöründeki işletmelerin (16 adet) kurumsal yönetim derecelendirme notu ve finansal başarıları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İşletmelerin 2012 ve 2016 yıllarındaki verileri kullanılarak Altman, Springate, Fulmer ve Zmijewski modellerini uygulamışlardır. Çalışmanın sonucunda işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notu yükseldikçe iflas olasılıklarının düştüğü ve buna bağlı olarak finansal başarı düzeylerinin arttığı saptanmıştır.

Konuyla ilgili olarak literatür incelendiğinde diğer sektörlerle yönelik gerçekleştirilen çalışma sayısı kadar olmasa da turizm sektörüne yönelik olarak da çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Gerçekleştirilen çalışmaların ağırlıklı olarak konaklama ve restoran işletmelerine yönelik yapıldığı saptanmıştır.

Cho (1994), çalışmasında konaklama ve restoran alt sektörlerindeki başarısızlıkların nedenlerini ve modellerin başarısızlığı önceden tahmin etme gücünü incelemiştir. Bu amaçla çalışmada restoran ve otellerin başarısızlıklarını önceden tahmin etmede kullanılan logit modeller kullanılmıştır. Çalışma sonucunda söz konusu modellerin, restoranların finansal başarısızlığını önceden tahmin etme gücü %91, otellerin finansal başarısızlıklarını tahmin etme gücü %92 olarak saptanmıştır.

Gu ve Gao (2000), çalışmalarında konaklama işletmelerinin iflas riskini diskriminant analizi ile önceden tahmin etmeye çalışmışlardır. Çalışmada incelenen işletmelerin 4 tanesi

otel ve motel, diğer 10 işletme ise yiyecek-içecek alt sektörüne aittir. İşletmelerin 1987-1996 yılları arasındaki finansal bilgileri kullanılarak 14 oran yardımıyla diskriminant analizi uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda kullanılan oranların ve sektöre göre özelleştirilen diskriminant analizinin, işletmelerin başarısızlıklarını önceden tahmin etmedeki başarısı % 93 bulunmuştur.

Poyraz ve Uçma (2006), ihracat sektörlerinden; tarımsal ürünler-gıda, tekstil, turizm ve ulaşım araçları sektörleri üzerinde çalışmışlardır. Bahsedilen sektörlerin 1994-2001 krizlerindeki finansal başarı oranları Altman Z Skor modeliyle ölçülmüştür. İşletmelerdeki finansal başarısızlık oranları yıllık olarak karşılaştırılmış ve olası finansal başarısızlıkları ölçülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre turizm sektörü özelinde kriz ve kriz dışı dönemlere ait Altman Z değerlerinde çok büyük dalgalanmaların olmadığı ve bu bağlamda finansal krizlerin, turizm işletmelerinin iflas risklerini çok fazla etkilemediği belirlenmiştir.

Huo (2006), Amerika Birleşik Devletleri'nde bulunan iflasını bildirmiş restoranların finansal başarısızlıklarını modeller yardımıyla incelemiştir. 1993-2003 yılları arasında finansal başarısızlığını bildirmiş 11 işletme üzerinde yapılan çalışmada Altman, Springate ve Fulmer modelleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda Springate ve Fulmer modellerinin birbirine yakın sonuçlar verdiği ve Altman modelinin işletmelerin finansal başarısını önceden tahmin etmede en başarılı model olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kim ve Gu (2006), yaptıkları çalışmada, konaklama işletmelerinin başarısızlıklarını önceden tahmin etmek için logit model geliştirmişlerdir. Çalışmada Amerika Birleşik Devletleri'nde bulunan konaklama işletmelerinden 16 başarısız ve 16 başarılı işletmenin 1999-2004 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Yapılan karşılaştırmaların sonucunda logit modellerin işletmelerin başarısızlığını iki yıl öncesinden tahmin edebileceği belirlenmiştir.

Türksoy (2007), otellerde finansal başarısızlığa yol açabilecek faktörleri belirlemeye yönelik bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bu faktörler öncelikle makroekonomik koşullara göre, sonrasında da işletme ölçeğinde ele alınmıştır. Mali başarısızlık modellerinde yararlanılan verilere İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda hisseleri on beş yılı aşkın bir süredir işlem gören otel işletmelerinden elde edilmiştir. Çalışmanın sonucunda konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık nedenleri olarak, işletmelerin var olan kapasiteden tam olarak yararlanamaması, turizm talebi ve arzı arasında planlanan rakamların gerçekleşmemesi, nitelikli eleman bulmada yaşanan zorluk, yüksek maliyetler, müşteri istekleri doğrultusunda donatımın yenilenmesiyle artan finansal yük ve müşterilerin konaklama işletmelerini tercih farklılıkları olarak saptanmıştır.

Janer (2011), çalışmasında Fransa'daki konaklama alt sektöründeki işletmelerin iflas

risklerini ölçmüştür. Bu amaçla çalışmasında doğrusal diskriminant analizini kullanarak, 227 başarılı ve 227 başarılı olmayan konaklama işletmesini eşleştirmiş ve işletmelerin iflas risklerini ölçebilmek için 74 orandan 26 adet diskriminant oran kombinasyonunu uygulamıştır. Çalışmanın sonucunda oluşturulan modelin iflas riskini ölçmedeki başarısı %86 olarak belirlenmiştir.

Diakomihalis (2012), çalışmasında Altman'ın modelini Yunanistan'daki farklı otellerin başarısızlıklarını ölçmede kullanmıştır. Çalışmada Altman'ın Z Skor (1968), Z' Skor (1983) ve Z'' Skor modelleri, işletmeler üzerinde diskriminant analizi yardımıyla uygulanmıştır. Çalışma sonucunda Altman modellerinin çok başarılı olduğu sonucuna varılmıştır. Yunanistan'daki otel işletmelerinin iflas risklerinin bir yıl öncesinden tahmin edilmesinde modeller %88,24 başarılı bulunmuştur.

Park ve Hancer (2012), çalışmalarında konaklama alt sektöründeki işletmelerin finansal başarısızlıklarını tahmin etmek için yapay sinir ağı modeli ve logit modelini kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda yapay sinir ağı modelinin finansal başarısızlığı önceden tahmin etmede daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Vasanth, Dhanraj ve Thiyalnayaki (2013), çalışmasında Hindistan'da bulunan ulaşım alt sektöründe bulunan havayolları işletmelerinin finansal başarısızlığını önceden tahmin edebilmek için Altman Z Skoru modeli ve revize edilmiş iki modeli kullanılmıştır. King Fisher, Jet ve Spic Jet havayollarının 2008-2012 yıllarındaki finansal verileri kullanarak model uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda modellerin finansal başarısızlığı tahmin etmede 2-3 yıl öncesine kadar başarılı olduğu saptanmıştır.

Mizdrakovic, Knezevic ve Stanic (2015), çalışmalarında Sırbistan'da bulunan konaklama işletmelerinin borçluluk düzeylerini finansal başarısızlığı öngörmeye kullanılan modellerden yararlanarak incelemişlerdir. İşletmelere, 2008-2012 yıllarına ait finansal verileri kullanarak Altman Z Skoru, Altman Z' Skoru, M Skoru, Kralicek's Df Skoru modelleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda işletmelerin 2010 ve 2011 yıllarında finansal anlamda başarısız olduğu sonucuna varılmıştır.

Jawabreh, Rawashdeh ve Senjelawi (2017), çalışmalarında Ürdün'de bulunan konaklama işletmelerinin finansal başarısızlıklarını önceden tahmin etmek için Altman Z Skorunu kullanmışlardır. Bu amaçla Amman borsasında bulunan 13 konaklama işletmesinin 2008-2009 yıllarına ait verilerini kullanarak iflas risklerini ölçmüşlerdir. Çalışmanın sonucunda işletmelerin finansal başarısızlıklarının bir yıl önceden kendisini gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Karaca ve Özen (2017), yaptıkları çalışmada Türk turizm sektöründeki son gelişmele-

rin, Borsa İstanbul'da bulunan turizm işletmelerinin finansal başarısızlıkları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. İşletmelerin finansal tablolarından yararlanarak 2009-2016 yılları arasındaki verileri yardımıyla Altman Z Skoru ile iflas riski taşıyıp taşımadığı ölçülmüştür. Çalışmanın sonucunda 2015-2016 yıllarında yaşanan Türkiye ve Rusya arasındaki uçak düşme olayının neden olduğu sorunlar turizm işletmelerinin iflas riskini yükselttiği saptanmıştır. Ayrıca bu dönem için işletmelerin hisse senedi fiyatlarında önemli bir değişiklik olmadığı gözlemlenmiştir. Regresyon analizi sonucunda ise iflas olasılığının fiyatlar üzerindeki etkisinin anlamlı olmadığı saptanmıştır.

4. Veri ve Yöntem

Çalışmanın evreni; Türkiye'de ve Avrupa'da faaliyet gösteren halka açık konaklama işletmeleridir. Ancak çalışma evreninde bulunan tüm işletmelere ulaşılması zaman, emek ve maliyet bakımından mümkün olmadığından işletmelerin internet ortamında elde edilen verileri doğrultusunda 277 konaklama işletmesine ulaşılabilmiştir. Bu bağlamda uluslararası faaliyet gösteren işletmelerin finansal verilerinin yayınlandığı Thomson Reuters Eikon veri tabanı, Bloomberg veri tabanı, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve konaklama işletmelerinin kurumsal web siteleri, işletmelerin verilerine ulaşılabilmek için kullanılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda kullanılan iflas risk modellerinin içerdiği oranlar ve çalışmanın uygulanabilmesi için belirlenen süreç gereğince Türkiye'de ve Avrupa'da faaliyet gösteren 277 halka açık konaklama işletmesinden, verilerine eksiksiz bir şekilde ulaşılabilen Borsa İstanbul'da işlem gören 11 adet Türk konaklama işletmesi ile Avrupa kıtasında yer alan 20 ülkenin borsasında işlem gören 64 adet halka açık konaklama işletmesi olmak üzere toplamda 75 halka açık konaklama işletmesi çalışmaya dâhil edilmiştir. Söz konusu 75 işletmenin çalışmanın amacı doğrultusunda uygulanan 6 model için 2012-2016 yılları arasındaki finansal durum tablosu, kapsamlı gelir-gider tablosu ve nakit akım tabloları üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir. Altman Z Skoru modelinin Z değerinin hesaplanmasında 5 oran, Altman Z' Skoru modelinin Z değerinin hesaplanmasında 5 oran, Springate modelinin Z değerinin hesaplanmasında 4 oran, Ohlson Skoru modelinin O-Skor değerinin hesaplanmasında 9 oran, Fulmer modelinin H değerinin hesaplanmasında 9 oran ve CA-Skoru (Kanada Skoru) modelinin CA değerinin hesaplanmasında 4 oran tarafımızca hesaplanmıştır. 2012-2016 dönemlerinde uygulanan altı model ve yetmiş beş işletme için toplamda 13.500 gözlem gerçekleştirilmiştir.

Analizde kullanılan halka açık konaklama işletmeleri ve yer aldığı borsalar aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

Tablo 2. Analiz Kapsamındaki Türkiye ve Avrupa’da Faaliyet Gösteren Halka Açık Konaklama İşletmeleri

Borsa (Ülke)	Halka Açık Konaklama İşletmeleri
Borsa İstanbul (Türkiye)	Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES)*, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR)*, Kuştur 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. (MERIT)*, Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş. (METUR)*, Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT)*, Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. (TEKTU)*, Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULAS)*, Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. (UTPYA)*.
Saraybosna (Bosna Hersek)	ZTC Banja Vrucica ad Teslic
Sofya (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
Zagreb (Hırvatistan)	Arena Hospitality Group dd, Plava Laguna dd, Valamar Riviera dd, Imperial dd, Liburnia Riviera Hoteli dd, Hoteli Makarska dd, Hoteli Maestral dd, Ilirija dd, Solaris dd, Maistra dd, Olympia Vodice dd, HTP Korcula dd, Turisthotel dd
London - Stockholm (Kıbrıs)	Constantinou Bros Hotels PCL, Stademos Hotels PLC, Agros Development Company Proodos Public Ltd, Amathus Public Ltd, Cyprus Cement PCL, 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, Regnbogen AG
Atina (Yunanistan)	Lampsa Hellenic Hotels SA, Geke SA
London (Jersey)	Action Hotels PLC
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
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, Casa de Bucovina Club de Munte SA
Bratislava (Slovak Cumhuriyeti)	Best Hotel Properties as
Ljubljana (Slovenya)	Union Hoteli dd
Madrid (İspanya)	NH Hotel Group SA, Melia Hotels International SA
Stockholm (İsveç)	Pandox AB
Londra (Birleşik Krallık)	CH Bailey PLC, Hydro Hotel Eastbourne PLC

Çalışmada konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık risklerini tahmin etmek için kullanılan modeller ise aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

- **Altman Z Skor Modeli:** Edward I. Altman tarafından 1968 yılında geliştirilmiştir. Altman, finansal ve ekonomik unsurları göz önünde bulundurarak 22 adet finansal oran içinden seçtiği 5 oranı işletmelerin finansal başarısızlığını ölçmede yeterli bulmuştur (Özdemir, 2014). Modelde kullanılan oranlar ve denklem aşağıdaki gibidir (Aksoy ve Yalçiner, 2013);

$$Z \text{ Skoru} = (0,012X_1) + (0,014X_2) + (0,033 X_3) + (0,006 X_4) + (0,999X_5)$$

Modelde;

X_1 = Net İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar

X_2 = Dağıtılmamış Karlar/Toplam Varlıklar

X_3 = Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Varlıklar

X_4 = Öz Sermaye (Cari Değer)/Toplam Borç

X_5 = Satışlar/Toplam Varlıklar'dır.

İşletmeye ait X değerlerinin elde edilmesiyle X_1 , X_2 , X_3 ve X_4 değerleri 100 ile çarpılır, X_5 değeri ise olduğu gibi hesaplamaya katılmaktadır. Elde edilen X değerleri Z eşitliğine yerleştirilerek Z değerine ulaşılmaktadır. Altman'ın oluşturduğu model doğrultusunda bulunan Z değeri 1,81'den küçükse gelecek yıllar için işletmenin iflas riskinin yüksek olduğu kabul edilmektedir. Z değeri 1,81-2,99 arasında bir değere sahip ise işletme için tam bir fikre sahip olunamaz. Z değeri 2,99'dan büyük ise işletmenin iyi bir finansal yapıya sahip olduğu ve gelecek birkaç yıl içinde finansal başarısızlık riskini taşımadığı kabul edilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013).

- **Altman Z' Skor Modeli:** Orijinal Z Skoru modelinin eksiklerini ortadan kaldırmak ve modeli genişletme amacıyla oluşturulmuştur. Modelde kullanılan oranlar ve denklem aşağıdaki gibidir (Altman, 2000);

$$Z' \text{ Skoru} = (0,717X_1) + (0,847X_2) + (3,107X_3) + (0,420 X_4) + (0,998X_5)$$

Modelde;

X_1 = Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar Oranını

X_2 = Dağıtılmamış Karlar / Toplam Varlıklar Oranını

X_3 = Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar Oranını

X_4 = Öz Kaynakların Defter Değeri / Toplam Borç Oranını

X_5 = Satışlar / Toplam Varlıklar Oranını ifade etmektedir.

Z' değerinin 1,23'e eş değer veya 1,23'ten aşağıda bir değer olması, işletme bağlamında finansal başarısızlık riski taşıdığını göstermektedir. Z' değerinin 1,23 ve 2,99 değerlerinin arasında olması işletme hakkında bilgi vermemektedir. Z' değerinin 2,99'dan büyük olması ise işletmenin mali yapısının iyi durumda olduğunu belirtmektedir (Altman ve Hotchkiss, 2006).

- **Springate Modeli:** Gordon L.V. Springate tarafından 1978 yılında geliştirilmiştir. Modelde kullanılan oranlar ve denklem aşağıdaki gibidir (Kiyak ve Labanauskaitė, 2012);

$$Z = 1,03A + 3,07B + 0,66C + 0,4D$$

Modelde;

A = Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar Oranını

B = Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Varlıklar Oranını

C = Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Kısa Vadeli Borçlar Oranını

D = Satışlar / Toplam Varlıklar Oranını ifade etmektedir.

Springate'in geliştirdiği modelde Z değeri 0,862' den küçük değere sahip işletmeler başarısız olarak kabul edilmektedir (Vickers, 2006: 68).

- **Ohlson Skor Modeli:** James A. Ohlson tarafından 1980 yılında logit modeli kullanılarak finansal başarısızlığı tahmin etmek için geliştirilmiştir. O-Skor modelinde kullanılan denklem aşağıdaki gibidir (Ohlson, 1980: 118);

$$O-SKOR = -1,32 - 0,407(SIZE) + 6,03(TL / TA) - 1,43(WC / TA) + 0,08(CL / CA) - 2,37(NI / TA) - 1,83(EBITDA / TL) + 0,285(INTWO) - 1,72(OENEG) - 0,52[(NI_t - NI_{t-1}) / (|NI_t| + |NI_{t-1}|)]$$

Modelde;

WC = İşletme Sermayesini

SIZE= Toplam Varlıkların Logaritmasını

TA = Toplam Varlıkları

TL = Toplam Borçları

CA = Dönen Varlıkları

CL = Kısa Vadeli Borçları

NI = Net Karı

EBITDA = Faiz ve Vergi Öncesi Kazancı

INTWO = Son iki yıldaki net geliri (negatifse bu değer 1; pozitifse 0)

OENEG = Toplam pasifin toplam aktiften büyük olup olmama durumunu (büyük ise bu değer 1; küçük ise 0 olarak alınır) ifade etmektedir.

O – Skor modeli ile elde edilen değer finansal başarısızlık olasılığını temsil etmez, ancak lojistik dönüşümü kullanarak bir olasılık haline dönüştürülebilir (Kumar ve Kumar, 2012);

$$\frac{e^{O-score}}{1 + e^{O-score}}$$

O-Score değeri 0,50'den büyük ise işletme finansal başarısızlık riski taşımaktadır. Bu değer 0,50'den küçük ise işletmelerin iflas riski taşımadığı kabul edilmektedir.

- **Fulmer Modeli:** John G. Fulmer tarafından 1984 yılında geliştirilen model çok değişkenli diskriminant analizine dayanmaktadır. Fulmer (H-faktör)'in çok değişkenli diskriminant modeli ve oranları aşağıda sunulmuştur (Vickers, 2006: 69; www.bankruptcycanada.com);

$$H = 5,528(V1) + 0,212(V2) + 0,073(V3) + 1,270(V4) - 0,120(V5) + 2,335(V6) + 0,575(V7) + 1,083(V8) + 0,894(V9) - 6,075$$

Modelde;

V1 = Dağıtılmamış Karlar / Toplam Varlıklar Oranını

V2 = Satışlar / Toplam Varlıklar Oranını

V3 = Vergi Öncesi Kar / Öz Sermaye Oranını

V4 = Nakit / Toplam Borçlar Oranını

V5 = Borçlar / Toplam Varlıklar Oranını

V6 = Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Varlıklar Oranını

V7 = Log Maddi Varlıkları

V8 = Çalışma Sermayesi / Toplam Borçlar Oranını

V9 = Log Faiz ve Vergi Öncesi Karlar / Faizler Oranını göstermektedir.

Fulmer modelinde, bulunan H değeri sıfırdan küçük ise işletme başarısız, H değeri sıfırdan büyük ise işletme başarılı olarak kabul edilmektedir.

- **CA- Skoru (Kanada Skoru) Modeli:** Jean Legault tarafından 1987 yılında geliştirilmiştir. Kanada skoru modeline ait denklem aşağıdaki gibidir (www.bankruptcycanada.com);

$$CA-Skoru = 4,5913 (Ortakların Yatırımları^{**} / Toplam Varlıklar(1)) + 4,5080 (Faaliyetlerden Olağan Kar ya da Zarar + Finansman Giderleri(1) / Toplam Varlıklar(1)) + 0,3936(Satışlar(2) / Toplam Varlıklar(2)) - 2,76716$$

Modelde;

Bir yıl öncesine ait verileri (t-1)

İki yıl öncesine ait verileri (t-2) ifade etmektedir.

CA Skoru eğer -0,3'den küçük ise işletme başarısız olarak nitelendirilmektedir (Aydın, Başar, Coşkun, 2010).

5. Bulgular

Analiz bağlamında kullanılan Altman Z Skor, Altman Z' Skor, Springate, Ohlson Skor, Fulmer ve CA Skor (Kanada Skoru) modellerine ait sonuçlar çalışmanın bütünlüğünü bozmamak ve yer kısıtı nedeniyle ekler kısmında verilmiştir. Bu nedenle bu kısımda analiz sonucunda tüm modellerden elde edilen bulgulara analiz kapsamındaki halka açık konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık sonuçları sunulmaktadır. Bu bağlamda öncelikle Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık konaklama işletmelerinin iflas riski taşıma, iflas riski taşıyamama ve gri bölgede yer alma durumları daha sonra ise Avrupa ülkelerindeki halka açık konaklama işletmelerinin durumları sunulmakta ve elde edilen bulgular yorumlanmaktadır. Aşağıdaki Tablo 3'te Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama işletmelerinin 2012-2016 yılları arasındaki analizde kullanılan tüm modellere göre iflas durumları sunulmaktadır. Tabloda analize dâhil edilen her bir konaklama işletmesinin isimleri Borsa İstanbul'daki kısaltmalarıyla belirtilmektedir. Tabloda iflas riski içerisinde olmayan işletmeler 2 rakamıyla, iflas riski içerisinde olan işletmeler 0 rakamıyla ve gri bölgede yer alan, hakkında yorum yapılamayan işletmeler 1 rakamıyla ifade edilmiştir. Analizde BIST'de yer

alan on bir konaklama işletmesine beşer yıllık veriler kapsamında altı model uygulanmış ve 330 adet işletme sonucu yıllar ve modeller bağlamında tabloda sunulmuştur.

Tablo 3’de çalışmada kullanılan tüm iflas modelleri sonuçları değerlendirildiğinde, analize dâhil edilmiş BIST konaklama işletmelerinde finansal başarısızlık riski taşıyanların sayılarının modellere ve yıllara göre farklılaştığı gözlemlenmektedir. Tabloya göre bütün modellerin beş yıllık analiz sonuçlarında 149 finansal başarısızlık riski taşımayan sonuca, 165 finansal başarısızlık riski taşıyan sonuca ve 16 adet gri bölgede bulunan (finansal başarısızlık riski taşıyıp taşımadığı hakkında yorum yapılamayan) sonuca ulaşılmıştır. Analizde 2012-2016 yılları boyunca işletmeler arasında tüm modellere göre finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin MARTI işletmesi olduğu, buna karşın en az finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin ise KŞTUR olduğu belirlenmiştir.

Analize dâhil edilen işletmelerin modeller bağlamında finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde, Altman Z Skor modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 26 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme, 24 finansal başarısızlık riski gösteren işletme ve geriye kalan 5 işletmenin de gri bölgede yer aldığı görülmektedir. Altman Z’ Skor modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 22 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme, 22 finansal başarısızlık riski gösteren işletme ve geriye kalan 11 işletmenin de gri bölgede yer aldığı görülmektedir. CA modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 41 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 14 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu saptanmıştır. Springate modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 15 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 40 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu görülmektedir. Fulmer modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 12 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 43 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu görülmektedir. O-Skor modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 33 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 22 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu saptanmıştır.

Tablo 3. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Konaklama İşletmelerinin Analize Dâhil Edilen Tüm Modeller İçin Finansal Başarı Durumları

	ALTMAN					ALTMAN'					CA SKOR					SPRINGATE					FULMER					O-SKOR				
	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012
Türkiye																														
AYCES	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	0	2	2	2
AVTUR	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2
KŞTUR	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
MAALT	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	2	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2
MARTI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MERIT	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2
METUR	2	2	0	0	0	2	2	0	0	0	2	0	0	0	0	2	2	0	0	0	2	2	2	2	0	2	2	0	0	0
PKENT	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	0	2	0	2	0
TEKTU	0	0	1	2	2	0	0	1	2	2	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	2	2	2	2	2
ULAS	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1	0	0	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
UTPYA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2

Tablo 4'te ise Avrupa'da işlem gören konaklama işletmelerinin 2012-2016 yılları arasındaki analizde kullanılan tüm modellere göre finansal başarısızlık durumları sunulmaktadır. Tabloda finansal başarısızlık riski içerisinde olmayan işletmeler 2 rakamıyla, finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmeler 0 rakamıyla ve gri bölgede yer alan, hakkında yorum yapılamayan işletmeler 1 rakamıyla ifade edilmiştir. Analizde Avrupa ülke borsalarında yer alan altmış dört konaklama işletmesine beşer yıllık veriler kapsamında altı model uygulanmış ve 1.920 adet işletme sonucu yıllar ve modeller bağlamında finansal başarısızlık risk durumları tabloda sunulmuştur.

Tabloya göre bütün modellerin beş yıllık analiz sonuçlarında 743 finansal başarısızlık riski taşımayan sonuca, 1.031 finansal başarısızlık riski taşıyan sonuca ve 146 adet gri bölgede bulunan (finansal başarısızlık riski taşıyıp taşımadığı hakkında yorum yapılamayan) sonuca ulaşılmıştır. Ayrıca analizde 2012-2016 yılları boyunca işletmeler arasında tüm modellere göre finansal başarısızlık riski taşıyan 4 işletme olduğu ve bu işletmelerin; St St Constantine and Helena Holding AD (Bulgaristan), Regenbogen AG (Almanya), Imobiliaria Construtora Grao Para SA (Portekiz) ve Vektra Boka ad Herceg Novi (Karadağ Cumhuriyeti) olduğu belirlenmiştir. Analizde tüm modellerde finansal başarısızlık riski taşımayan üç tane işletme olduğu ve bu işletmelerin; Makedonijaturist AD Skopje (Makedonya), Athenee Palace SA (Romanya) ve Casa de Bucovina Club de Munte SA (Romanya) olduğu saptanmıştır.

Analize dâhil edilen işletmelerin modeller bağlamında finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde, Altman Z Skor modeline göre beş yıllık analiz sürecinde toplam 117 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme, 159 finansal başarısızlık riski gösteren işletme ve geriye kalan 44 işletmenin de gri bölgede yer aldığı gözlemlenmiştir. Altman Z' Skor modeline göre finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde beş yıllık analiz sürecinde toplam 71 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme, 147 finansal başarısızlık riski gösteren işletme ve geriye kalan 102 işletmenin de gri bölgede yer aldığı gözlemlenmiştir. CA Skor modeline göre finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde, beş yıllık analiz sürecinde toplam 219 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 101 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu gözlemlenmiştir. Springate modeline göre finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde beş yıllık analiz sürecinde toplam 72 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 248 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu saptanmıştır. Fulmer modeline göre finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde beş yıllık analiz sürecinde toplam 75 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 245 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu gözlemlenmiştir. O-Skor modeline göre finansal başarısızlık riskleri incelendiğinde beş yıllık analiz sürecinde toplam 189 finansal başarısızlık riski göstermeyen işletme ve 111 finansal başarısızlık riski gösteren işletme olduğu saptanmıştır.

Tablo 4. Avrupa Borsalarında İşlem Gören Konaklama İşletmelerinin Tüm Modeller İçin Finansal Başarı Durumları

	Altman					Altman'					Ca Skor					Springate					Fulmer					O-Skor						
	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012		
İşletmeler																																
ZTC Banja Vrucica ad Teslic	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	0	2	2	2	0	0	0	2	2	2	2	2	
Albena AD	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	1	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	
Sofia Hotel Balkan AD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
St St Constantine and Helena Holding AD																																
Sunny Day AD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Velina AD	2	2	2	1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
Zlatni Pyasatsi AD	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
Orpheus Club Wellness AD	2	2	2	2	1	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	2	0	2	0	2
Slanchev Bryag AD	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	2	2	2	2	2	0	
Vereya Tour AD	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
Arena Hospitality Group dd	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	0	2	2	2	2	2	
Plava Laguna dd	1	0	0	2	2	1	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	0	2	2	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	
Valamar Riviera dd	0	0	0	2	2	0	0	1	1	1	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
Imperial dd	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	0	0	0	
Liburnia Riviera Hoteli dd	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
Hoteli Makarska dd	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
Hoteli Maestral dd	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
Ilirija dd	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	
Solaris dd	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	
Maistra dd	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Olympia Vodice dd	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
HTP Korcula dd	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	0	2	0	

[illegible]

Aşağıdaki tabloda ise analiz sonucunda çalışmada kullanılan tüm modellerden elde edilen bulgulara göre Borsa İstanbul'da ve Avrupa ülkelerindeki halka açık konaklama işletmelerinin 2012-2016 yılları arasındaki toplam iflas riski taşıyan işletme sayıları sunulmakta ve elde edilen bulgular yorumlanmaktadır.

Tablo 5. Tüm Modeller İçin Türkiye ve Avrupa'da Finansal Başarısızlık Riski Taşıyan Konaklama İşletme Sayıları

	Altman Z					Altman Z'					Ca Skor					Springate					Fulmer					O-Skor				
	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012
Türkiye	5	5	5	5	4	5	4	5	4	4	3	3	3	3	2	9	8	8	8	7	9	8	8	9	9	6	3	6	4	3
Avrupa	31	31	31	34	32	28	28	28	31	32	16	19	20	23	23	43	51	51	53	50	48	49	49	49	50	20	20	27	20	24

Tablo 5'de analize dâhil edilmiş Borsa İstanbul'da (11 konaklama işletmesi) ve Avrupa ülke borsalarında işlem gören halka açık konaklama işletmelerinin (64 konaklama işletmesi) çalışmada uygulanan bütün finansal başarısızlık tahmin modellerinin sonuçları değerlendirildiğinde, finansal başarısızlık riski taşıyan işletmelerin sayılarının modellere ve yıllara göre farklılaştığı gözlemlenmektedir. Analizde 2012-2016 yılları arasında en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu model Türkiye için toplam 43 işletmeyle Fulmer modelidir. Fulmer modelini, 38 işletmeyle Springate modeli izlemektedir. Avrupa için 2012-2016 yılları arasında en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu model ise 248 işletmeyle Springate modelidir. Avrupa açısından Springate modelini, 245 işletmeyle Fulmer modeli izlemektedir. Buna karşın analizde 2012-2016 yılları arasında en az finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu model Türkiye için toplam tüm yıllarda 14 işletmeyle CA Skor modelidir. Avrupa için de toplam tüm yıllarda en az finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu model 101 işletmeyle yine CA Skor modelidir.

Tablo 5, model temelinde incelendiğinde ise Altman Z modeline göre Türkiye'de beş yıl boyunca toplam yirmi dört finansal başarısızlık riski taşıyan işletme ve Avrupa'da yüz elli dokuz finansal başarısızlık riski taşıyan işletme bulunduğu görülmektedir. Türkiye'de en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıllar beş işletmeyle 2013, 2014, 2015 ve 2016 yılları olurken Avrupa'da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu yıl otuz dört işletmeyle 2013 yılıdır. Altman Z' modeline göre Türkiye'de beş yıl boyunca toplam yirmi iki finansal başarısızlık riski taşıyan işletme ve Avrupa'da yüz kırk yedi finansal başarısızlık riski taşıyan işletme olduğu görülmektedir. Türkiye'de en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıllar beş işletmeyle 2014 ve 2016 yılları olurken Avrupa'da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu yıl otuz iki işletmeyle 2012 yılı-

dır. CA modeline göre Türkiye’de beş yıl boyunca toplam on dört finansal başarısızlık riski taşıyan işletme ve Avrupa’da yüz bir finansal başarısızlık riski taşıyan işletme saptanmıştır. Türkiye’de en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıllar üç işletmeyle 2013, 2014, 2015 ve 2016 yılları olurken Avrupa’da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu yıllar yirmi üç işletmeyle 2012 ve 2013 yıllarıdır. CA modeline göre Türkiye ve Avrupa’da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayısının bulunduğu yıllar açısından Altman Z modeliyle birbirine yakınlık göstermektedir. Springate modeline göre Türkiye’de beş yıl boyunca toplam kırk finansal başarısızlık riski taşıyan işletme ve Avrupa’da iki yüz kırk sekiz finansal başarısızlık riski taşıyan işletme görülmektedir. Türkiye’de en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıl dokuz işletmeyle 2016 yılı olurken Avrupa’da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu yıl elli üç işletmeyle 2013 yılıdır. Springate modeline göre Türkiye’deki en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletme yılı (2016) ile O-Skor modeline göre Türkiye’deki en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıl (2016) benzerlik göstermektedir. Buna karşın Springate modeline göre Avrupa’daki en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletme yılı (2013) ile Altman Z modeline göre Avrupa’daki en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletme yılı (2013) açısından benzerlik göstermektedir.

Analiz sonucunda Fulmer modeline göre Türkiye’de beş yıl boyunca toplam kırk üç finansal başarısızlık riski taşıyan işletme ve Avrupa’da iki yüz kırk beş finansal başarısızlık riski taşıyan işletme olduğu belirlenmiştir. Türkiye’de en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıllar dokuz işletmeyle 2012, 2013 ve 2016 yılları olurken Avrupa’da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu yıllar kırk dokuz işletmeyle 2013, 2014 ve 2015 yıllarıdır. O-Skor modeline göre Türkiye’de beş yıl boyunca toplam yirmi iki finansal başarısızlık riski taşıyan işletme ve Avrupa’da yüz on bir finansal başarısızlık riski taşıyan işletme saptanmıştır. Türkiye’de en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan yıl altı işletmeyle 2016 yılı olurken Avrupa’da en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu yıl yirmi yedi işletmeyle 2014 yılıdır.

Yapılan çalışmada analize dâhil edilen işletmeler ve tüm modellerden elde edilen sonuçlar yıllar bağlamında incelendiğinde, Türkiye’de 2012 yılında Altman Z, Altman Z’ ve Ohlson modellerinde finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirine yakın olduğu görülmektedir. Ayrıca Springate ve Fulmer modellerinin de yine 2012 yılında finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayıları açısından birbirine oldukça yakın olduğu saptanmıştır. Avrupa’da 2012 yılında Altman Z, Altman Z’ ve Ohlson modellerinde finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının aynı ya da yakın olduğu görülmektedir. Ayrıca Springate ve Fulmer modellerinin de yine 2012 yılı için finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayıları bağlamında diğer modellere göre daha çok birbirine yakın olduğu sap-

tanmıştır. 2013 yılında Türkiye’de Altman Z, Altman Z’ ve Ohlson modellerinde 2012 yılında olduğu gibi finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının oldukça birbirine yakın olduğu görülmektedir. Springate ve Fulmer modellerinin de finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirine yakın olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Avrupa’da Altman Z, Altman Z’ ve Ohlson modellerinde finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının 2012 yılında olduğu gibi birbirine yakın olduğu saptanmıştır. Yani sıra Springate ve Fulmer modellerinin de birbirleriyle diğer modellere finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayıları bağlamında birbirine yakın olduğu tespit edilmiştir. 2014 yılında Türkiye’de Altman Z, Altman Z’ ve Ohlson modellerinde 2012 ve 2013 yıllarında olduğu gibi finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının oldukça birbirine yakın olduğu görülmektedir. Yine 2012 ve 2013 yıllarındaki gibi Springate ve Fulmer modellerinin de finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının diğer modellere göre birbirine daha yakın olduğu görülmektedir. Avrupa’da Altman Z ve Altman Z’ modellerinde finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirine yakın olduğu belirlenmiştir. Ohlson modelinde finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayısının bu yıl için Altman Z’ modeline yakın olduğu gözlemlenmektedir. Aynı zamanda Springate ve Fulmer modellerinin yine diğerlerine nazaran birbirlerine yakın finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayısına sahip olduğu gözlemlenmiştir.

2015 yılında da Türkiye’de Altman Z, Altman Z’, CA ve Ohlson finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirine yakın olduğu görülmektedir. Springate ve Fulmer modellerinin de finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirleriyle diğer modellere göre birbirine daha yakın olduğu belirlenmiştir. Avrupa’da Altman Z ve Altman Z’ modellerinin; Springate ve Fulmer modellerinin; CA ve Ohlson modellerinin kendi aralarında finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirine yakın olduğu saptanmıştır. 2016 yılında Türkiye’de Altman Z, Altman Z’ ve Ohlson modellerinde finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının oldukça birbirine yakın olduğu görülmektedir. Ayrıca Springate ve Fulmer modellerinin de finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirleriyle diğer modellere göre birbirine daha yakın olduğu belirlenmiştir. Avrupa’da Altman Z ve Altman Z’ modellerinin; Springate ve Fulmer modellerinin; CA ve Ohlson modellerinin 2015 yılında da olduğu gibi kendi aralarında finansal başarısızlık riski taşıyan işletme sayılarının birbirine yakın olduğu görülmektedir.

6. Sonuç

Son yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan küreselleşmeyle sürekli değişen rekabet ortamı ve gün geçtikçe ağırlaşan şartlar, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmelerini ve amaçlarını gerçekleştirebilmelerini zorlaştırmaktadır. Finansal bağlamda işletmelerin, faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için hedeflenen amaçlar doğrultusunda kar elde etmelerinin yanı sıra yatırım ve faaliyet dönemindeki maliyetlerini kontrol edebilmeleri gerekmektedir. Ülkelerde yaşanan ekonomik sorunlar ve işletmelerin kontrolü dışındaki etmenlerden kaynaklı problemler, ülkelerin gelişmişlik düzeyini gözetmeksizin devletlerin ve işletmelerin finansal başarısızlıkla karşılaşabilmesine hatta iflas sürecini yaşamasına neden olabilmektedir.

Turizm sektörünün en önemli aktörlerinden biri olan konaklama işletmeleri, büyük miktarda sabit varlığa sahip olan ve bu nedenle yatırım aşamasında önemli miktarda sabit varlığa ihtiyaç duyan işletmelerdir. Bununla birlikte, konaklama işletmeleri faaliyet aşamasında da yenileme, genişleme ve modernleşme yatırımlarına ihtiyaç duyan; enerji, personel ve hammadde giderlerinin her gün yükseldiği, risk ve belirsizliğin her zaman var olduğu işletmelerdir. Konaklama işletmelerinin aktif yapısının büyük bir kısmını sabit varlıklar oluşturduğundan likidite ve karlılık açısından sorunlarla karşılaşabilme olasılığı bulunmakta ve bu varlıkların finansmanını sağlayabilmek için uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar büyük önem arz etmektedir. Bunların yanı sıra konaklama işletmeleri, tüketici davranışlarının sürekli olarak değişmesinden de etkilenmektedir. Bunun sonucu olarak, faaliyet aşamasında modern ve teknolojik gelişmeleri takip edebilmek için yenilenme, finansal amaçlar doğrultusunda birleşme ve satın alma yatırımları gerçekleştirme durumlarıyla karşılaşabilmektedir. Konaklama işletmelerinin kontrolü dışında olan sistematik risklere karşı hassas olması da bu işletmelerin finansal riskini yükseltmektedir. Bu bağlamda, finansal başarısızlık ve iflas riskinin konaklama işletmeleri açısından da ölçülmesi ve yönetilmesi önem arz etmektedir. Bahsedilen unsurların konaklama işletmeleri üzerinde olası etkilerini proaktif bir yaklaşımla önceden belirlenip buna uygun finansal stratejilerinin geliştirilmesi bu işletmelerin finansal sürdürülebilirlikleri açısından büyük önem taşımaktadır.

İşletmelerin finansal başarısızlıklarını konu alan literatür incelendiğinde iflas riski açısından çok fazla model olduğu görülmektedir. Literatürdeki çalışmalarda yer alan en temel modeller; Altman Z Skoru ve revize edilen Altman Z Skor modelleri, Beaver modeli, Springate modeli, Fulmer modeli, Weibel modeli, Ohlson Skor modeli ve Kanada (CA) Skor modelleridir. Bahsedilen modellerde birbirinden farklı değişkenler ve farklı skorların kullanıldığı görülmektedir. Literatürde bahsedilen modelleri içeren bu çalışmalarda en fazla tartışılan konunun iflas olduğu gözlemlenmiştir. Turizm sektörüne yönelik yapılan çalışma-

ların kısıtlı sayıda olduğu ve modeller bağlamında turizm sektörüne özel uyarlanmış model olmamasından kaynaklı çok fazla çalışma olmadığı görülmektedir.

Bu çalışmadaki temel amaç, Türkiye'deki ve Avrupa'daki borsalarda işlem gören konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık veya iflas risklerinin finans literatüründe kabul gören ve en çok kullanılan iflas riski modelleriyle ölçülmesi ve Türkiye ve Avrupa'daki halka açık konaklama işletmelerinin finansal başarısızlık riskleri arasında bir farklılık olup olmadığının hem genel hem de model bazında ortaya konmasıdır. Çalışmanın amacı doğrultusunda 21 ülkede faaliyet gösteren toplam 75 halka açık konaklama işletmesinin 2012-2016 yılları arasındaki 5 yıllık verileri, işletmelerin finansal durum tablosu, kapsamlı gelir-gider tablosu ve nakit akım tablolarından elde edilmiştir. İşletmelerin iflas riskini ölçmek için Altman Z' Skor modeli, Springate modeli, Ohlson Skor modeli, Fulmer modeli ve CA-Skor (Kanada Skoru) modelleri uygulanmıştır.

Çalışmada elde edilen analiz sonuçlarına göre çalışmaya dâhil edilen konaklama işletmelerinin tüm modellerde tamamıyla aynı sonucu vermediği ancak bazı modellerin birbirleriyle yaklaşık olarak aynı sonuçları verdiği saptanmıştır. Analize dâhil edilen tüm yıllar açısından modellerin iflas riski taşıyan işletme sayıları karşılaştırıldığında Altman Z, Altman Z' ile Ohlson modelleri ile Springate ve Fulmer modellerinde iflas riski gösteren işletme sayılarının birbirine yakın olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yine çalışma sonucunda Türkiye ve Avrupa'da 2012-2016 yılları arasında en fazla finansal başarısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu modellerin Fulmer ve Springate modelleri olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda hem BIST konaklama işletmeleri ile Avrupa'daki konaklama işletmelerinin bu iki modelde yer alan finansal oranlara (Dağıtılmamış Karlar / Toplam Varlıklar Oranı, Satışlar / Toplam Varlıklar Oranı, Vergi Öncesi Kar / Öz Sermaye Oranı, Nakit / Toplam Borçlar Oranı, Borçlar / Toplam Varlıklar Oranı, Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Varlıklar Oranı, Maddi Varlık Büyüklüğü, Çalışma Sermayesi / Toplam Borçlar Oranı, Faiz ve Vergi Öncesi Karlar / Faizler Oranı, Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar Oranı, Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Varlıklar Oranı, Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Kısa Vadeli Borçlar Oranı) dikkat etmeleri önerilebilir. Özellikle her iki modelde kullanılan 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. Bu bağlamda Türkiye'de ve Avrupa'da faaliyet gösteren iflas riski taşıyan işletmelerin likidite, karlılık, finansal yapı ve faaliyet etkinliğine dikkat etmelerinin ve özellikle işletmelerin likit varlıklarını, maddi duran varlıklarını ve toplam varlıklarının kompozisyonlarını ve finansmanını etkin bir şekilde önemli olacağı düşünülmektedir. Yine çalışma sonucunda analizde 2012-2016 yılları arasında en az finansal başa-

rısızlık riski taşıyan işletmenin olduğu modelin Türkiye ve Avrupa için CA Skor modeli olduğu belirlenmiştir.

Turizm sektöründe yer alan konaklama işletmeleri yapısı gereği yoğun sabit sermaye ihtiyacı olan ve operasyonel maliyetleri yüksek olan işletmelerdir. Bahsedilen özelliklerden dolayı konaklama işletmelerinin finansal sürdürülebilirliklerini ve firma değeri maksimizasyonunu sağlamaları, kar ve karlılıklarını devam ettirebilmeleri zorlaşmaktadır. Özellikle Türkiye’de, konaklama işletmeleri yöneticilerinin finansal bilgi düzeylerinin yeterli düzeyde olmaması, yanlış yönetim ve finansman politikaları konaklama işletmelerinin finansal sıkıntı yaşamalarına hatta iflas etmelerine neden olabilmektedir. Bu durumun son yıllarda yurt dışında da yaşandığı görülmektedir. Bu bağlamda, konaklama işletmelerinin uygulayacakları finansal yönetim kararlarında sektörün özelliklerine göre doğru bir analiz ve planlama yaparak finansal sürdürülebilirliğinin sağlanması büyük önem arz etmektedir. Bu açıdan bakıldığında konaklama işletmeleri yöneticileri, finansal analiz, finansal planlama ve kontrol, varlık yönetimi, finansal riskten korunma ve özel sorunların çözümünde pratik bir yaklaşımla doğru karar alabilmeleri için öncelikle finansal başarısızlık olasılıklarını ölçerek kontrol etmeleri ve buna göre önlemler almaları önemli olacaktır. Bunun gerçekleştirilebilmesi için konaklama işletmelerinde orta ve üst kademe yöneticilerin finansal yönetim bilgi ve becerisine sahip olması ve bu konuda eğitim almaları gerekmektedir. Bununla beraber konaklama işletmelerinde iflas olasılığının ölçülünerek ortaya çıkarılması için gereken bilgilerin etkili bir muhasebe bilgi sistemi ile toplanmasının; söz konusu modellerde uygulanmasının finansal başarısızlık olasılığını ortaya çıkarması açısından ve özellikle kısa, orta ve uzun dönemli yönetim kararlarında başarıya ulaşmaları açısından önemli olacağı tarafımızca düşünülmektedir.

Konaklama işletmelerinin finansal başarısızlığına neden olan etmenler açısından incelendiğinde, işletmelerin değişen koşullara uyum sağlaması gerekmektedir. Müşterilerin talepleri doğrultusunda sunulan hizmetlerin geliştirilmesinin, konaklama seçeneklerinin (yarım pansiyon-tam pansiyon-her şey dahil sistem) genişletilmesinin; eğitilmiş ve deneyimli personelin istihdam edilmesinin ve yenilenen teknolojiyi yakından takip etmelerinin yararlı olacağı düşünülmektedir. Düşük doluluk oranlarıyla karşılaşıldığında, esnek fiyat politikalarının benimsenmesi, etkin maliyet sisteminin oluşturulması, satılabilir odabaşına elde edilen gelirin (RevPAR) önceden tahmininin yapılması, mevsimlik konaklama işletmelerinin spa, fitness, kongre, spor v.b. hizmetler sunarak açık olduğu süreci uzatması tarafımızca önerilmektedir. Rose, Andrew ve Giroux (1982)’un çalışmalarında finansal başarısızlığın en önemli nedenlerinden biri olarak bulunan yükselen kredi faizlerine karşılık, işletmelerin borçlanma politikalarında değişikliğe gidilmesi ve yaşanan finansal problemlerde, işletme içi ve dışı borçlanma yoluyla (işletme içi kaynak olarak; alıkonan karlar,

işletme dışı kaynak olarak; banka kredileri, faktöring, risk sermayesi, leasing, faiz swapı, forfaiting ve franchising yöntemlerinden yararlanılabilir) finansal kaynak temin ederek çözüm yolu bulunmasının konaklama işletmeleri açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

Turizm sektörü ile ilgili literatür tarandığında, uluslararası karşılaştırma içeren özellikle Türkiye ve Avrupa’da yer alan konaklama işletmelerinin finansal başarısızlıklarının ölçüldüğü ve karşılaştırıldığı herhangi bir çalışmaya tarafımızca ulaşılamamıştır. Bu bağlamda, söz konusu çalışmanın literatürdeki eksikliği gidereceği ve hem Türkiye hem de Avrupa’daki konaklama işletmeleri bağlamında yatırımcılara ve yöneticilere yararlı bilgiler sunacağı düşünülmektedir. Böylelikle, Avrupa ve Türkiye’de faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin durumlarını gözden geçirmeleri ve işletmelerin taşıdığı iflas riskini ön görmede yardımcı olması açısından fayda yaratacağı düşünülmektedir. Ancak bulgular değerlendirilirken araştırma sınırlılıkları gözden kaçırılmamalıdır. Analizde verilerine ulaşılan halka açık konaklama işletmeleri ülkeler bağlamında homojen dağılıma sahip değildir. Analizin amacı doğrultusunda kullanılan verilerin veri tabanlarında eksik olması, uzun yılların analize tabi tutulması, ülkelerin ve borsaların gelişmişlik düzeylerinin farklı olması, işletmelerin büyüklüklerinin birbirinden farklı olması, işletmelerin bulundukları ülkeler bağlamında yaşanan sıkıntıların aynı olmaması çalışmanın sınırlılıklarını oluşturmaktadır. Gelecek çalışmalarda daha geniş süreyi içeren ve bununla beraber dünya üzerindeki farklı kıtalardaki turizm işletmelerini; ülkesel ve alt sektör bağlamında turizm endüstrisini oluşturan işletmelerin genel iflas risk düzeylerini çıkarması açısından daha önemli veriler sunacağı tarafımızca düşünülmektedir. Aynı zamanda konaklama işletmelerinin iflas risklerini ölçümleyebilmek için işletmelerin finansal verilerine ve finansal yapılarına uygun bir iflas risk modelini oluşturmaya yönelik gerçekleştirilecek çalışmaların konaklama işletmelerinde sağlıklı iflas risk tahminleri yapmada önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir. Bununla beraber alt sektör bağlamında turizm sektörünü oluşturan işletmelerin genel iflas risk düzeylerini ortaya çıkarabilecek modellerin oluşturulması da işletmeler açısından faydalı olacağı düşünülmektedir. Her ne kadar zor olsa da anket ya da yüz yüze görüşme yöntemiyle de küçük, orta ve büyük ölçekli konaklama işletmelerinin verileri toplanarak iflas risklerinin ölçülmesinin konaklama işletmelerine ve literatüre fayda sağlayacağı düşünülmektedir.

Kaynakça

- AKSOY, Ahmet ve Kürşat YALÇINER; (2013), *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Detay Yayıncılık, Ankara:
- AKSU, Akın; (2000), “Otel İşletmelerinin Başarısını Etkileyen Dış Çevre Faktörleri”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(4), ss. 269-281.
- AKTAŞ, Ramazan; (1993), Endüstri İşletmeleri İçin Mali Başarısızlık Tahmini (Çok Boyutlu Model Uygulaması), Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara.
- ALTMAN, Edward I. and Edith HOTCHKISS; (2006), *Corporate Financial Distress And Bankruptcy: Predict And Avoid Bankruptcy, Analyze And Invest In Distressed Debt, 3rd Edition*. John Wiley & Sons, New Jersey.
- ALTMAN, Edward I.; (1968), “Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction Of Corporate Bankruptcy”, *The Journal of Finance*, 23 (4), pp. 589-609.
- ALTMAN, Edward I.; (2000), “Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta Models”, *Journal of Banking & Finance*, 1, pp. 428-456.
- AYDIN, Nurhan, Mehmet BAŞAR ve Metin COŞKUN; (2014), *Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Bankruptcy Canada, <http://www.bankruptcycanada.com/insolart1.htm>, 15.03.2017.
- BARJAKTAROVİĆ, Dragoljub and Lidija BARJAKTAROVİĆ; (2009), “Possibilities Of Financial Support To Small And Medium Hotel Companies In Serbia”, *UTMS Journal of Economics*, 1(1), pp. 1-11.
- BEAVER, William H.; (1966), “Financial Ratios As Predictors Of Failure”, *Journal of Accounting Research*, 4, pp. 71-111.
- BLUM, Marc; (1974), “Failing Company Discriminant Analysis”, *Journal of Accounting Research*, 12(1), pp. 1-25.
- BRIGHAM, Eugene F. and Michael C. EHRHARDT; (2010), *Financial Management Theory And Practice, 13th Edition*, South Western Cengage Learning, USA.
- BÜYÜKARIKAN, Ulukan ve Birkan BÜYÜKARIKAN; (2014), “Bilişim Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmaların Finansal Başarısızlık Tahmin Modelleriyle İncelenmesi”, *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, (46), ss. 160-172.
- CASEY, Cornelius and Norman BARTCZAK; (1985), “Using Operating Cash Flow Data To Predict Financial Distress: Some Extensions”, *Journal of Accounting Research*, 23(1), pp. 384-401.
- CEYLAN, Ali; (2001), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- CHO, Min- Ho; (1994). *Predicting Business Failure In The Hospitality Industry: An Application Of Logit Model*. Unpublished doctoral thesis, Virginia Tech, United States.
- CLARK, Truman A. and Mark I. WEINSTEIN; (1983), “The Behavior Of The Common Stock Of Bankrupt Firms”, *The Journal of Finance*, 38(2), pp. 489-504.
- ÇAKICI, Celil, Meryem KOZAK, Murat AZALTUN, Alptekin SÖKMEN, Mehmet SARIİŞİK; (2002), *Otel İşletmeciliği*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- DALLARYAN, Sezar; (2007), “Küçük Ve Orta Ölçekli Konaklama İşletmelerinde Yönetim Sorunlarını Ortaya Çıkarmaya Yönelik Bir Uygulama-Sultanahmet Bölgesi Butik Otelleri”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, 1, ss. 31-42.

- DEAKIN, E. B.; (1972), "A discriminant analysis of predictors of business failure. *Journal of accounting Research*, 1(10), 167-179.
- DIAKOMIHALIS, Mihail; (2012), "The Accuracy of Altmans's Models In Predicting Hotel Bankruptcy", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), pp. 96-113.
- DIENER, Jeffrey D.; (2009), "Hotel Bankruptcies: Here Again—But With New Rules", *Cornell Hospitality Quarterly*, 50(3), pp. 292-300.
- EDMISTER, Robert O.; (1972), "An Empirical Test Of Financial Ratio Analysis For Small Business Failure Prediction", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), pp. 1477-1493.
- ELAM, Rick; (1975), "The Effect Of Lease Data On The Predictive Ability Of Financial Ratios", *The Accounting Review*, 50(1), pp. 25-43.
- FULMER, John G.; (1984), "A Bankruptcy Classification Model for Small Firms", *The Journal Of Commercial Bank Lending*, 66 (11), pp. 25-37.
- GU, Zheng and Luyuan GOA; (2000), "A Multivariate Model For Predicting Business Failures Of Hospitality Firms". *Tourism and Hospitality Research: The Surrey Quarterly Review*, 2(1), pp. 37-50.
- HOTCHKISS, Edith; (1995), "Post-Bankruptcy Performance And Management Turnover", *Journal of Finance*, (50), pp. 3-22.
- HUO, Yang Hwae; (2006), "Bankruptcy Situation Model In Small Business: The Case Of Restaurant Firms", *Hospitality Review*, 24(2), pp. 49-58.
- İSKENDEROĞLU, Ömer ve Özlem KARAKOZAK; (2013), "2008 Küresel Finansal Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: BIST'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), ss. 98-129.
- JANER, Joseph; (2011), *Bankruptcy Prediction And Its Advantages: Emprical Evidence From SME's In The French Hospitality Industry*. Unpublished Master's Thesis, University of Copenhagen, Denmark.
- JAWABREH, Omar A., Firas Al RAWASHDEH and Omar SENJELAWİ; (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), pp.141-157.
- KANDIR, Serkan Yılmaz, Erdinç KARADENİZ, Mehmet ÖZMEN ve Yıldırım Beyazıt ÖNAL; (2008), "Türk Turizm Sektöründe Büyüme Göstergelerinin Turizm İşletmelerinin Finansal Performansına Etkisinin İncelenmesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(1), ss. 211-237.
- KARACA, Samuray and Ercan ÖZEN; (2017), "Financial Failure Estimation Of Companies İn BIST Tourism Index By Altman Model And Its Effect On Market Prices", *BRAND. Broad Research in Accounting, Negotiation, and Distribution*, 8(2), pp. 11-23.
- KARADENİZ, Erdinç ve Ömer İSKENDEROĞLU; (2011), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi", *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), ss.65-75.
- KARADENİZ, Erdinç, Levent KOŞAN ve Selda KAHİLOĞULLARI; (2014), "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Spor Şirketlerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(2), ss. 129-144.
- KARADENİZ, Erdinç, Selda DALAK, Mehmet BEYAZGÜL ve Fatih GÜNAY; (2016), "Turizm Alt

- Sektörlerinin Finansal Performanslarının Oran Yöntemiyle Karşılaştırmalı Analizi”, *Muhasebe Denetime Bakış Dergisi*, 16(49), ss. 49-68.
- KAYALI, Nilgün ve İrem DOĞAN; (2018), “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 78, ss. 111-124.
- KIM, Hyunjoon and Zheng GU; (2006), “A Logistic Regression Analysis For Predicting Bankruptcy In The Hospitality Industry”, *The Journal of Hospitality Financial Management*, 14(1), pp. 17-34.
- KIM, Y. Soo and Arun UPNEJA; (2013), “Predicting Restaurant Financial Distress Using Decision Tree And Adaboosted Decision Tree Models”, *Economic Modelling*, 36, pp. 354-362.
- KIM, Y. Soo; (2011), “Prediction Of Hotel Bankruptcy Using Support Vector Machine, Artificial Neural Network, Logistic Regression, And Multivariate Discriminant Analysis”, *The Service Industries Journal*, 31(3), pp.441-468.
- KİYAK, Deimena and Davia LABANAUSKAİTE; (2012), “Assessment Of The Practical Application Of Corporate Bankruptcy Prediction Models”, *Economics and Management*, 17(3), pp. 895-905.
- KUMAR, Radha Ganesh and Kishore KUMAR; (2012), “A Comparison Of Bankruptcy Models”, *International Journal Of Marketing, Financial Services & Management Research*, 1(4), pp.76-86.
- LEGAULT, J.C.A.; (1987), “CA-Score, A Warning System For Small Business Failures”, *Bilan*, pp. 29-31.
- LI, Hui and Jie SUN; (2012), “Forecasting Business Failure: The Use Of Nearest-Neighbour Support Vectors And Correcting Imbalanced Samples – Evidence From The Chinese Hotel Industry”, *Tourism Management*, 33(3), pp. 622–634.
- MİZDRAKOVİĆ, Vule, Goranka KNEZEVIĆ and Nenad STANIĆ; (2015), “Bankruptcy Risk Exposure Of Serbian Hotels In The Period 2008-2012”, *International Conference in Tourism*, Singidunum University, Belgrade, pp. 164-167.
- MUZIR, Erol and Nazan ÇAĞLAR; (2009), “The Accuracy Of Financial Distress Prediction Models In Turkey: A Comparative Investigation With Simple Model Proposals”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(2), pp. 15–48.
- OHLSON, James A.; (1980), “Financial Ratios And The Probabilistic Prediction Of Bankruptcy”, *Journal of Accounting Research*, 18(1), pp. 109-131.
- OHLSON, James A.; (1980), “Financial Ratios And The Probabilistic Prediction Of Bankruptcy”, *Journal of Accounting Research*, 18(1), pp.109-131.
- ÖZDEMİR, Fevzi Serkan; (2011), “Finansal Raporlama Sistemlerinin Bilginin İhtiyaca Uygunluğu Açısından Değerlendirilmesi: İMKB Şirketlerinde Finansal Başarısızlık Tahminleri Yönüyle Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- ÖZDEMİR, Fevzi Serkan; (2014), “Halka Açık Ve Halka Açık Olmayan İşletmeler Yönüyle Tekdüzen Muhasebe Sistemi Ve Altman Z Skor Modellerinin Uygulanabilirliği”, *Ege Akademik Bakış*, 14, ss. 147-161.
- PARK, Soo Seon and Murat HANÇER; (2012), “A Comparative Study Of Logit And Artificial Neural Networks In Predicting Bankruptcy In The Hospitality Industry”, *Tourism Economics*, 18(2), pp. 311-338.
- POYRAZ, Erkan ve Tuğba UÇMA; (2006), “Türkiye’de Faaliyet Gösteren İhracatçı Sektörlerin Mali

- Kriz Ortamlarında Finansal Başarısızlıklarının Altman (Z-Score) Modeli Yardımıyla Ölçülmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (32), ss. 1-10.
- RAJASEKAR, T., Sania ASHRAF and Malabika DEO; (2014), “An Empirical Enquiry On The Financial Distress Of Navratna Companies In India”, *Journal of Accounting and Finance*, 14(3), pp. 100-110.
- ROSE, Peter, S., Wesley T. ANDREW and Gary A. GİROUX; (1982), “Predicting Business Failure: A Macroeconomic Perspective”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(1), pp. 20-31.
- SPRINGATE, Gordon L. V.; (1978), “Predicting The Possibility Of Failure In A Canadian Firm”, Master’s Thesis, Simon Eraser University.
- TAFFLER, R.J.; (1983), “The Assessment Of Company Solvency And Performance Using A Statistical Model”, *Accounting and Business Research*, 15(52), pp. 295–307.
- TAVLIN, Edward M., Elisa S. MONCARZ and Deb DUMONT; (1989), “Financial Failure İn The Hospitality Industry”, *Hospitality Review*, 1(7), pp. 55-77.
- TOKAT, Hakkı Arda, Şule ÇETİN ve Mustafa KARABULUT; (2012), “İMKB’de Sektörel Olarak Altman Z-Skor Yönteminin Uygulanması ve Yöntemin Yatırımcı için Kullanılabilirliğinin Tartışılması”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 49 (574), ss.101-108.
- TÜRK, Zeynep and Erdem KÜRKLÜ; (2017), “Financial Failure Estimate İn BIST Companies With Altman (Z-Score) And Springate (S-Score) Models”, *Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(1), pp. 1-14.
- TÜRKSOY, Adnan; (2007), “Konaklama İşletmelerinde Mali Başarısızlığa Yol Açan Etmenler”, *Ege Akademik Bakış*, 7(1), ss. 99-115.
- VASANTHA, S., V. DHANRAJ, T. THIAYALNAYAKI; (2013), “Prediction Of Business Bankruptcy For Selected Indian Airline Companies Using Altman’s Model”, *IMPACT: International Journal of Research in Business Management*, 1(4), pp. 19-26.
- VICKERS, Frank; (2006), *Recession Proofing Your Business*, Vickers Publishing, USA.
- WARNER, Jerold B.; (1977), “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, 32, pp. 337–347.
- 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, Wiley & Sons, USA.
- WU, Y., Clive GAUNT and Stephen GRAY; (2010), “A Comparison Of Alternative Bankruptcy Prediction Models”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 6, pp. 34–45.
- YILGÖR, Ayşe Gül, Ümit DOĞRUL, Gülhan OREKİCİ TEMEL ve İrem ERSÖZ KAYA; (2010), “Finansal Başarısızlık Tahmin Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi: Hisse Senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 47 (541), ss.31-50.
- YILMAZ, Hülya ve Mustafa YILDIRAN; (2015), “Borsada İşlem Gören İşletmelerde Mali Başarısızlık Tahmini: Altman Modeli’nin BIST Uygulaması”, *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(3), ss. 43-49.
- YOUN, Hyewon and Zheng GU; (2010). “Predicting Korean Lodging Firm Failures: An Artificial Neural Network Model Along With A Logistic Regression Model”, *International Journal of Hospitality Management*, 29(1), pp. 120-127.

EK

Ek Tablo 1. Türkiye ve Avrupa'da Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinin Tüm Modeller Açısından 2012 Yılı Finansal Başarısızlık Riski Bulguları

2012	Altman	Altman'	Springate	CA	Fulmer	Ohlson
Bosna Hersek						
ZTC Banja Vrucica ad Teslic	4,40	3,15	0,43	1,58	(3,60)	0,04
Bulgaristan						
Albena AD	3,99	2,82	0,62	0,73	0,67	0,08
Slanchev Bryag AD	6,10	4,13	(0,59)	1,19	(60,29)	1,00
Zlatni Pyasatsi AD	5,56	3,82	0,24	1,26	7,64	0,03
Sofia Hotel Balkan AD	(0,15)	(0,04)	(0,29)	(2,21)	(3,95)	0,99
St St Constantine and Helena Holding AD	0,78	0,58	0,15	(0,83)	(1,59)	0,83
Sunny Day AD	0,01	0,33	0,23	(1,94)	(2,93)	0,64
Vereya Tour AD	17,28	12,17	2,24	2,19	11,36	0,00
Velina AD	2,34	1,74	0,25	0,74	(1,89)	0,39
Orpheus Club Wellness AD	2,65	1,94	0,03	1,34	(4,90)	0,11
Arena Hospitality Group dd	2,12	1,50	0,19	0,26	0,46	0,21
Plava Laguna dd	6,56	4,70	1,06	1,76	4,37	0,00
Valamar Riviera dd	2,01	1,50	0,35	0,21	(9,91)	0,13
Imperial dd	1,28	0,99	0,24	0,34	(2,57)	0,79
Liburnia Riviera Hoteli	10,10	7,15	0,50	3,01	(1,45)	0,01
Hoteli Makarska dd	3,14	2,31	0,55	1,19	(2,92)	0,06
Hoteli Maestral dd	1,03	0,83	0,03	0,05	(2,36)	0,63
Ilirija dd	1,48	1,20	0,74	0,12	(2,11)	0,65
Solaris dd	1,13	0,83	(0,09)	0,26	(2,03)	0,27
Maistra dd	0,31	0,42	(0,19)	(0,27)	(3,22)	1,00
Olympia Vodice dd	0,37	0,39	0,33	(0,84)	(4,68)	0,64
HTP Korcula dd	(0,13)	0,05	(0,31)	(0,64)	(4,96)	1,00
Turisthotel dd	3,71	2,80	1,74	1,75	4,86	0,00
Constantinou Bros Hotels PCL	0,85	0,57	0,16	(0,56)	(3,49)	0,79
Stademos Hotels PLC	1,82	1,30	0,31	(0,01)	(2,39)	0,79
Agros Development Company Proodos Public Ltd	2,23	1,57	(0,02)	0,70	(3,13)	0,66
Amathus Public Ltd	0,74	0,57	0,01	(0,05)	(4,09)	0,80
Cyprus Cement PCL	1,71	1,15	(0,23)	0,06	(2,29)	0,98
Kıbrıs						

	Claridge Public Ltd	0,48	0,38	(0,30)	(4,51)	6,43	0,84
Fransa	Lordos Hotels Holdings Public Ltd	3,06	2,12	0,22	0,86	(1,30)	0,73
	Accor SA	1,18	1,10	0,54	(0,18)	(3,42)	0,53
	Les Hotels Baverez SA	3,32	2,42	0,83	1,06	1,49	0,06
Almanya	Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA	3,45	2,89	1,67	1,69	(2,61)	0,18
	Hotelim SA	2,84	2,17	1,19	1,09	(0,67)	0,04
	Les Hotels de Paris SA	0,63	0,62	0,40	(0,58)	(4,59)	0,90
Yunanistan	Pierre et Vacances SA	1,35	1,14	0,25	(1,04)	(1,92)	0,44
	IFA Hotel & Touristik AG	1,36	1,12	0,57	(0,94)	(3,00)	0,62
	Regenbogen AG	0,31	0,44	(0,05)	(1,59)	(4,60)	0,99
Jersey	Lampsa Hellenic Hotels SA	0,91	0,69	(0,22)	(0,29)	(4,19)	0,95
	Geke SA	3,95	2,72	1,90	1,20	(0,19)	0,22
	Action Hotels PLC	(1,09)	(0,58)	(0,59)	(2,06)	(4,61)	1,00
Makedonya	Internesnel Hotels AD Skopje	3,43	2,44	0,63	0,57	0,92	0,10
	Makedonijaturist AD Skopje	18,57	12,97	3,34	2,16	15,01	0,00
	International Hotel Investments PLC	0,77	0,57	(0,07)	3,90	(4,38)	0,64
Malta	PPHE Hotel Group Ltd	0,79	0,66	0,71	(1,36)	(1,98)	0,29
	Orbis SA	7,52	5,30	0,75	1,86	1,98	0,01
	Imobiliaria Construtora Grao Para SA	(0,28)	(0,09)	(0,64)	(1,63)	(8,01)	1,00
Portekiz	Sonae Capital SGPS SA	0,92	0,64	0,07	(0,47)	(3,25)	0,75
	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat	27,99	19,50	(1,46)	1,55	368,44	1,00
	Vektra Boka ad Herceg Novi	1,00	0,79	(0,35)	0,90	(11,06)	1,00
Karadağ Cumhuriyeti	HTP Albatros ad Ulcinj	4,08	2,85	(0,17)	1,21	(4,99)	0,97
	Athenee Palace SA	11,22	8,11	2,83	1,95	3,93	0,00
	Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA	7,91	5,55	0,26	1,38	(0,88)	0,04
Romanya	Compania Hoteliera InterContinental Romania SA	0,90	0,77	0,12	0,82	(5,87)	0,35
	Turism Felix SA	6,75	4,78	0,98	1,64	(0,27)	0,02
	Casa de Bucovina Club de Munte SA	7,63	5,38	1,43	1,56	0,30	0,03
Slovak Cumhuriyeti	Best Hotel Properties as	1,48	0,94	(0,89)	0,79	(1,26)	0,79
	Union Hoteli dd	2,41	1,75	0,13	0,63	(1,86)	0,87
	NH Hotel Group SA	0,18	0,20	(0,69)	(0,74)	(3,13)	0,99

	Melia Hotels International SA	1,02	0,84	0,30	(0,99)	(2,42)	0,72
İsveç	Pandox AB	0,87	0,67	1,00	(1,16)	(1,20)	0,64
Birleşik Krallık	CH Bailey PLC	3,94	3,03	3,06	(0,56)	1,18	0,00
	Hydro Hotel Eastbourne PLC	5,18	3,75	0,52	1,53	1,26	0,08
	InterContinental Hotels Group PLC	1,11	1,09	1,11	(0,74)	(1,66)	0,14
Türkiye	AYCES	2,89	2,10	0,08	1,13	(3,78)	0,08
	AVTUR	7,80	5,46	(0,07)	52,46	(3,37)	0,02
	KSTUR	10,10	7,27	2,34	2,89	7,04	0,00
	MAALT	5,5	3,99	2,21	1,78	(1,42)	0,02
	MARTI	0,23	0,25	(0,06)	(1,12)	(3,23)	0,54
	MERIT	8,20	5,86	1,14	2,27	(3,62)	0,00
	METUR	0,55	0,58	1,42	(2,77)	(7,66)	0,61
	PKENT	0,33	0,83	(0,37)	0,69	(3,27)	0,92
	TEKTU	5,73	4,08	0,28	1,61	2,28	0,03
	ULAS	3,72	2,62	(0,17)	0,68	(0,44)	0,17
	UTPYA	0,93	0,87	0,30	0,37	(2,74)	0,21

Not: Tabloda finansal başarısızlık riski içerisinde olmayan işletmeler mavi, finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmeler kırmızı, finansal başarısızlık riskleri hakkında yorum yapılamayan işletmelere ait veriler ise gri olarak vurgulanmıştır.

Ek Tablo 2. Türkiye ve Avrupa'da Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinin Tüm Modeller Açısından 2013 Yılı Finansal Başarısızlık Riski Bulguları

2013	Altman	Altman*	Springate	CA	Fulmer	Ohlson
Bosna Hersek Bulgaristan	ZTC Banja Vrucica ad Teslie	4,89	3,50	0,53	1,39 (2,27)	0,03
	Albena AD	4,48	3,15	0,45	0,99	0,11
	Slanchev Bryag AD	6,25	4,26	(0,36)	1,13 (347,34)	0,00
	Zlatni Pyasatsi AD	5,87	4,08	0,42	1,28	0,01
	Sofia Hotel Balkan AD	(0,01)	0,11	0,05	(1,96)	(4,03)
	St St Constantine and Helena Holding AD	0,95	0,73	0,32	(1,04)	(1,55)
	Sunny Day AD	0,01	0,39	0,25	(1,89)	(2,79)
	Vereya Tour AD	16,58	11,65	2,45	2,28	13,37
	Velina AD	2,08	1,62	0,37	0,90	(2,50)
	Orpheus Club Wellness AD	3,83	2,76	(0,25)	1,25	(4,12)
	Arena Hospitality Group dd	2,17	1,54	0,05	0,38	0,44
	Plava Laguna dd	6,48	4,66	1,21	1,78	7,28
	Valamar Riviera dd	2,07	1,55	0,32	0,39	(0,87)
	Imperial dd	1,46	1,12	0,45	0,27	(2,40)
Hrvatistan	Liburnia Riviera Hoteli	3,21	2,35	0,37	2,24	(2,51)
	Hoteli Makarska dd	3,48	2,55	0,72	1,31	(2,23)
	Hoteli Maestral dd	1,31	1,01	0,23	0,22	(1,47)
	Ilirija dd	1,58	1,28	0,75	0,25	(2,05)
	Solaris dd	1,11	0,85	0,09	0,12	(2,42)
	Maistra dd	0,54	0,59	(0,07)	(0,14)	(3,02)
	Olympia Vodice dd	0,34	0,37	0,12	(0,40)	(4,75)
	HTP Korcula dd	(0,08)	0,09	(0,20)	(0,73)	(4,79)
	Turisthotel dd	3,93	2,94	2,92	1,54	2,58
	Constantinou Bros Hotels PCL	0,93	0,68	0,39	(0,99)	(3,42)
	Stademos Hotels PLC	1,80	1,28	0,21	0,07	(2,57)
	Agros Development Company Proodos Public Ltd	1,51	1,10	(0,10)	0,63	(4,46)
	Amathus Public Ltd	0,97	0,69	(0,25)	(0,28)	(4,10)
	Cyprus Cement PCL	1,61	1,06	(0,21)	0,16	(2,41)
Kıbrıs	Claridge Public Ltd	(0,08)	(0,04)	(0,11)	(12,81)	(6,29)

	Lordos Hotels Holdings Public Ltd	2,68	1,83	(0,05)	0,93	(2,19)	0,95
Fransa	Accor SA	1,53	1,32	0,63	(0,53)	(2,06)	0,21
	Les Hotels Bavez SA	2,80	2,04	0,46	0,95	(0,30)	0,12
	Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA	3,23	2,69	1,61	1,93	(2,23)	0,18
	Hotelim SA	3,14	2,38	1,46	1,15	0,21	0,02
	Les Hotels de Paris SA	0,33	0,33	(0,06)	(0,88)	(4,41)	0,99
Almanya	Pierre et Vacances SA	1,28	1,12	0,30	(1,16)	(2,29)	0,36
	IFA Hotel & Touristik AG	1,45	1,18	0,54	(0,80)	(2,83)	0,63
	Regenbogen AG	0,61	0,67	0,07	(1,61)	(4,53)	0,97
Yunanistan	Lampsa Hellenic Hotels SA	1,23	0,93	0,18	(0,17)	(3,83)	0,65
	Geke SA	3,14	2,14	0,72	1,16	(0,66)	0,39
Jersey	Action Hotels PLC	0,89	0,65	(0,03)	(1,80)	(2,91)	0,39
Makedonya	Internesnel Hotels AD Skopje	3,74	2,63	0,39	1,00	0,96	0,16
	Makedonijaturist AD Skopje	28,12	19,63	3,37	2,09	24,64	0,00
Malta	International Hotel Investments PLC	0,92	0,70	0,03	(0,65)	(4,36)	0,48
Hollanda	PPHE Hotel Group Ltd	0,86	0,70	0,51	(1,20)	(1,84)	0,45
Polonya	Orbis SA	10,90	7,67	0,94	1,73	3,66	0,00
Portekiz	Imobiliaria Construtora Grao Para SA	(0,66)	(0,42)	(0,73)	(0,70)	(7,63)	1,00
	Sonae Capital SGPS SA	1,00	0,73	0,13	(0,55)	(3,29)	0,64
Karadağ Cumhuriyeti	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat	23,47	16,35	0,20	1,60	462,84	1,00
	Vektra Boka ad Herceg Novi	0,81	0,66	(0,30)	0,68	(11,47)	1,00
	HTP Albatros ad Ulcinj	4,09	2,86	(0,12)	1,19	(4,94)	0,92
	Athene Palace SA	42,24	29,75	6,76	2,33	30,16	0,00
Romanya	Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA	6,91	4,84	0,26	1,60	(0,98)	0,04
	Compania Hoteliera InterContinental Romania SA	0,92	0,79	0,19	0,62	(5,84)	0,16
	Turism Felix SA	8,37	5,86	0,83	1,66	2,26	0,02
Slovak Cumhuriyeti	Casa de Bucovina Club de Munte SA	8,54	5,99	1,54	1,57	1,05	0,03
	Best Hotel Properties as	1,03	0,72	0,26	0,06	(3,85)	0,20
Slovenya	Union Hoteli dd	2,52	1,80	0,14	0,72	(1,60)	0,69
İspanya	NH Hotel Group SA	1,08	0,87	0,14	(1,59)	(2,68)	0,45
	Melia Hotels International SA	1,11	0,92	0,30	(0,98)	(2,47)	0,83
İsviçre	Pandox AB	0,71	0,52	0,52	(1,18)	(1,18)	0,70

Birleşik Krallık	CH Bailey PLC	2,09	1,45	0,30	2,24	0,50	0,35
	Hydro Hotel Eastbourne PLC	5,44	3,97	0,70	1,46	1,54	0,04
	InterContinental Hotels Group PLC	1,03	1,13	1,32	(1,26)	(3,03)	0,05
Türkiye	AYCES	2,69	1,98	0,02	1,13	(3,69)	0,27
	AVTUR	6,01	4,21	(0,14)	2,05	(3,20)	0,03
	KSTUR	7,30	5,35	2,22	2,74	3,41	0,00
	MAALT	24,0	16,81	1,11	1,70	0,49	0,14
	MARTI	(0,06)	0,01	(0,23)	(1,50)	(2,78)	0,76
	MERIT	6,77	5,24	4,03	2,25	(2,38)	0,00
	METUR	(0,89)	(0,62)	(0,53)	(1,21)	(7,29)	0,95
	PKENT	1,69	1,79	0,80	(0,57)	(1,99)	0,23
	TEKTU	4,39	3,15	0,30	1,48	(0,86)	0,03
	ULAS	0,81	0,64	(0,40)	1,18	(4,58)	0,71
	UTPYA	0,22	0,41	(0,33)	0,19	(3,62)	0,79

Not: Tabloda finansal başarısızlık riski içerisinde olmayan işletmeler mavi, finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmeler kırmızı, finansal başarısızlık riskleri hakkında yorum yapılamayan işletmelere ait veriler ise gri olarak vurgulanmıştır.

Ek Tablo 3. Türkiye ve Avrupa'da Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinin Tüm Modeller Açısından 2014 Yılı Finansal Başarısızlık Riski Bulguları

2014	Altman	Altman'	Springate	CA	Fulmer	Ohlson
Bosna Hersek						
Bulgaristan						
ZTC Banja Vrucica ad Teslic	5,10	3,64	0,47	1,43	(2,08)	0,02
Albena AD	3,68	2,57	0,23	1,02	0,40	0,18
Slanchev Bryag AD	7,56	5,19	(0,20)	1,28	0,49	0,18
Zlatni Pyasatsi AD	10,36	7,24	0,39	1,34	18,17	0,00
Sofia Hotel Balkan AD	(0,17)	0,04	(0,07)	(1,89)	(4,05)	1,00
St St Constantine and Helena Holding AD	0,77	0,59	0,16	(0,91)	(1,57)	0,83
Sunny Day AD	0,01	1,56	1,38	(1,77)	(1,61)	0,10
Vereya Tour AD	15,70	10,86	0,75	2,25	11,89	0,02
Velina AD	3,30	2,41	0,31	0,79	(1,36)	0,10
Orpheus Club Wellness AD	7,36	5,25	0,10	1,59	16,02	0,00
Arena Hospitality Group dd	1,93	1,36	0,07	0,18	0,41	0,25
Plava Laguna dd	1,03	0,78	0,41	1,83	(2,04)	0,25
Valamar Riviera dd	1,77	1,36	0,37	0,43	(1,93)	0,20
Imperial dd	1,63	1,23	0,48	0,42	(2,22)	0,34
Liburnia Riviera Hoteli	3,48	2,54	0,82	2,42	(1,61)	0,02
Hoteli Makarska dd	3,41	2,48	0,51	1,43	(1,94)	0,04
Hoteli Maestral dd	1,17	0,93	0,25	0,32	(1,64)	0,15
Ilirija dd	1,60	1,29	0,63	0,41	(2,02)	0,57
Solaris dd	1,04	0,81	0,08	0,10	(2,48)	0,42
Maistra dd	0,61	0,63	(0,03)	0,05	(2,77)	1,00
Olympia Vodice dd	0,34	0,36	0,04	(0,40)	(4,78)	0,98
HTP Korcula dd	2,34	1,71	2,83	(0,77)	(1,82)	0,09
Turisthotel dd	3,36	2,53	2,12	1,67	1,78	0,01
Constantinou Bros Hotels PCL	1,09	0,81	0,31	(0,78)	(3,50)	0,69
Stademos Hotels PLC	1,96	1,42	0,50	(0,00)	(2,42)	0,58
Agros Development Company Proodos Public Ltd	1,29	0,95	(0,05)	0,28	(4,67)	0,74
Amathus Public Ltd	1,99	1,42	(0,14)	(0,23)	(4,86)	0,45
Cyprus Cement PCL	2,66	1,78	(0,25)	0,05	(2,92)	0,73
Claridge Public Ltd	(0,79)	(0,55)	(1,81)	(7,51)	(9,25)	1,00
Kıbrıs						

	Lordos Hotels Holdings Public Ltd	2,89	1,98	0,15	0,73	(1,76)	0,47
Fransa	Accor SA	1,52	1,27	0,78	(0,52)	(2,35)	0,17
	Les Hotels Baverez SA	2,06	1,48	0,03	0,72	(1,68)	0,58
	Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA	3,56	2,90	1,82	1,75	(1,60)	0,12
	Hotelim SA	3,36	2,53	1,45	1,26	2,54	0,01
	Les Hotels de Paris SA	0,28	0,34	0,10	(1,23)	(5,03)	0,98
Almanya	Pierre et Vacances SA	1,32	1,16	0,35	(1,28)	(2,01)	0,32
	IFA Hotel & Touristik AG	2,26	1,69	0,94	(0,67)	(1,94)	0,17
	Regenbogen AG	0,76	0,83	0,18	(0,88)	(4,10)	0,95
Yunanistan	Lampsas Hellenic Hotels SA	1,41	1,12	(0,12)	0,02	(3,89)	0,80
	Gieke SA	3,03	2,08	0,93	0,86	(0,78)	0,55
Jersey	Action Hotels PLC	0,88	0,68	0,12	(0,07)	(3,29)	0,35
Makedonya	Internesnel Hotels AD Skopje	4,23	2,96	0,23	1,15	1,06	0,19
	Makedonijaturist AD Skopje	27,01	18,84	2,72	2,08	24,83	0,00
Malta	International Hotel Investments PLC	0,87	0,65	(0,29)	75,64	(4,58)	0,72
Hollanda	PPHE Hotel Group Ltd	0,97	0,77	0,77	(1,10)	(1,63)	0,29
Polonya	Orbis SA	9,54	6,73	1,03	1,86	3,79	0,00
Portekiz	Imobiliaria Construtora Grao Para SA	(0,44)	(0,23)	(0,52)	(1,17)	(7,13)	1,00
	Sonae Capital SGPS SA	1,13	0,84	0,28	(0,48)	(3,17)	0,50
Karadağ Cumhuriyeti	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat	3,38	2,30	0,18	1,56	(0,38)	0,19
	Vektra Boka ad Herceg Novi	0,51	0,46	(0,36)	0,62	(12,14)	1,00
	HTP Albatros ad Ulcinj	4,07	2,84	(0,14)	1,20	(5,09)	0,93
	Athenae Palace SA	119,84	83,93	3,89	2,32	37,51	0,00
Romanya	Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA	8,46	5,94	0,26	1,51	0,55	0,01
	Compania Hoteliera InterContinental Romania SA	(0,11)	0,15	0,04	0,64	(7,82)	0,65
	Turism Felix SA	10,09	7,06	0,74	1,70	1,87	0,02
	Casa de Bucovina Club de Munte SA	8,14	5,73	1,35	1,58	1,02	0,03
Slovak Cumhuriyeti	Best Hotel Properties as	1,08	0,75	0,35	(0,14)	(3,88)	0,39
Slovenya	Union Hoteli dd	2,42	1,75	0,05	0,67	(2,01)	0,60
İspanya	NH Hotel Group SA	1,24	0,98	0,20	(0,78)	(2,20)	0,37
	Melia Hotels International SA	1,21	0,99	0,34	(0,74)	(2,41)	0,54
İsviçre	Pandox AB	0,99	0,74	0,57	(1,41)	(1,54)	0,69

Birleşik Krallık	CH Bailey PLC	1,29	0,86	(0,16)	0,07	(0,37)	0,64
	Hydro Hotel Eastbourne PLC	5,32	3,87	0,75	1,56	1,72	0,05
	InterContinental Hotels Group PLC	0,45	0,74	1,18	(1,53)	(4,25)	0,14
	AYCES	2,83	2,07	(0,05)	1,11	(4,72)	0,55
Türkiye	AVTUR	7,62	5,28	(0,27)	1,79	(1,95)	0,01
	KSTUR	5,07	3,81	1,65	2,86	1,12	0,00
	MAALT	27,6	19,36	2,49	1,73	13,03	0,00
	MARTI	(0,09)	0,06	(0,23)	(2,03)	(3,52)	0,91
	MERIT	7,46	5,60	3,02	3,83	1,12	0,00
	METUR	(1,38)	(0,93)	(0,32)	(2,79)	(9,22)	0,98
	PKENT	0,07	0,98	(0,05)	0,79	(3,29)	0,81
	TEKTU	2,01	1,47	0,16	1,37	(3,61)	0,07
	ULAS	0,49	0,42	(0,02)	0,02	(3,93)	0,73
	UTPYA	0,86	0,81	(0,06)	(0,53)	(1,53)	0,58

Not: Tabloda finansal başarısızlık riski içerisinde olmayan işletmeler mavi, finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmeler kırmızı, finansal başarısızlık riskleri hakkında yorum yapılamayan işletmelere ait veriler ise gri olarak vurgulanmıştır.

Ek Tablo 4. Türkiye ve Avrupa'da Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinin Tüm Modeller Açısından 2015 Yılı Finansal Başarısızlık Riski Bulguları

2015	Altman	Altman'	Springate	CA	Fulmer	Ohlson
Bosna Hersek						
Bulgaristan						
ZTC Banja Vrucica ad Teslic	6,01	4,30	0,59	1,43	(1,83)	0,01
Albena AD	3,79	2,64	0,18	0,80	0,30	0,15
Slanchev Bryag AD	6,71	4,57	(0,47)	1,39	0,73	0,46
Zlami Pyasatsi AD	10,19	7,10	0,44	1,66	21,33	0,00
Sofia Hotel Balkan AD	(0,17)	0,04	(0,02)	(1,87)	(4,06)	1,00
St St Constantine and Helena Holding AD	1,01	0,77	0,26	(1,00)	(1,42)	0,55
Sunny Day AD	0,01	0,28	(0,28)	(0,52)	(3,27)	0,85
Vereya Tour AD	13,54	9,51	2,39	1,89	12,48	0,00
Velina AD	3,66	2,65	0,33	1,27	(1,45)	0,14
Orpheus Club Wellness AD	7,00	4,98	(0,50)	1,87	11,62	1,00
Hrvatistan						
Arena Hospitality Group dd	2,02	1,45	0,53	0,10	0,42	0,08
Plava Laguna dd	1,55	1,23	0,66	(0,14)	(1,59)	0,17
Valamar Riviera dd	1,43	1,14	0,61	0,43	(1,84)	0,20
Imperial dd	1,77	1,34	0,66	0,53	(1,91)	0,19
Liburnia Riviera Hoteli	3,03	2,19	0,16	1,28	(1,55)	0,08
Hoteli Makarska dd	3,92	2,86	0,65	1,32	(0,99)	0,01
Hoteli Maestral dd	1,32	1,04	0,37	0,35	(1,46)	0,09
Ilirija dd	2,23	1,74	0,80	0,46	(1,61)	0,24
Solaris dd	1,04	0,80	0,12	0,02	(2,55)	0,24
Maistra dd	0,85	0,81	0,04	0,03	(2,47)	1,00
Olympia Vodice dd	0,67	0,62	0,28	(0,31)	(4,49)	0,47
HTP Korcula dd	1,87	1,35	0,11	0,77	(1,41)	0,59
Turisthotel dd	4,01	2,97	3,39	1,43	1,45	0,01
Kıbrıs						
Constantinou Bros Hotels PCL	1,26	0,94	0,61	(0,59)	(3,26)	0,41
Stademos Hotels PLC	1,59	1,15	0,39	0,14	(2,80)	0,44
Agros Development Company Proodos Public Ltd	1,34	1,00	0,07	0,17	(4,67)	0,65
Amathus Public Ltd	2,11	1,50	0,26	0,65	(4,14)	0,21
Cyprus Cement PCL	2,67	1,79	0,19	0,69	(2,94)	0,26
Claridge Public Ltd	0,31	0,23	0,53	(17,67)	(5,96)	0,01

	Lordos Hotels Holdings Public Ltd	2,99	2,06	0,16	0,83	(1,54)	0,48
Fransa	Accor SA	0,99	0,73	0,45	(0,24)	(2,30)	0,22
	Les Hotels Baveze SA	2,02	1,47	(0,00)	0,19	(1,93)	0,51
	Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA	3,72	3,00	1,98	1,87	(0,74)	0,08
	Hotelim SA	3,07	2,29	1,43	1,36	1,02	0,02
	Les Hotels de Paris SA	0,09	0,19	(0,20)	(1,11)	(5,16)	1,00
Almanya	Pierre et Vacances SA	1,52	1,36	0,45	(1,27)	(1,91)	0,29
	IFA Hotel & Touristik AG	1,94	1,47	0,65	0,20	(2,37)	0,29
	Regenbogen AG	0,88	0,86	0,23	(0,77)	(4,11)	0,92
Yunanistan	Lampsia Hellenic Hotels SA	1,55	1,21	0,32	0,21	(3,39)	0,44
	Geke SA	2,86	1,99	1,45	0,82	(0,84)	0,30
	Action Hotels PLC	0,46	0,38	0,11	0,13	(3,17)	0,59
Makedonya	Internesnel Hotels AD Skopje	6,53	4,56	0,37	1,21	2,01	0,04
	Makedonijaturist AD Skopje	37,84	26,41	3,25	2,03	36,75	0,00
	International Hotel Investments PLC	0,75	0,59	0,08	(16,71)	(4,54)	0,56
Malta	PPHE Hotel Group Ltd	1,06	0,84	0,62	(1,03)	(1,27)	0,36
Hollanda	Orbis SA	3,04	2,29	1,12	1,86	0,74	0,05
Portekiz	Imobiliaria Construtora Grao Para SA	(0,44)	(0,23)	(0,49)	(1,04)	(7,07)	1,00
	Sonae Capital SGPS SA	1,24	0,94	0,28	(0,47)	(3,00)	0,36
	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat	2,14	1,44	0,01	0,89	(2,44)	0,24
Karadağ Cumhuriyeti	Vektira Boka ad Herceg Novi	0,29	0,30	(0,37)	0,51	(12,52)	1,00
	HTP Albatros ad Ulcinj	3,19	2,29	(0,14)	1,19	(8,18)	0,88
	Athenee Palace SA	110,89	77,66	4,32	1,96	40,90	0,00
	Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA	6,53	4,63	0,26	1,70	(3,34)	0,03
	Compania Hoteliera InterContinental Romania SA	0,29	0,49	0,59	(0,16)	(7,61)	0,35
Romanya	Turism Felix SA	11,78	8,26	0,78	1,75	2,16	0,01
	Casa de Bucovina Club de Munte SA	8,44	5,95	1,13	1,58	1,59	0,03
	Best Hotel Properties as	(0,01)	0,03	0,09	(0,05)	(3,72)	0,11
Slovak Cumhuriyeti	Union Hoteli dd	3,07	2,23	0,50	0,70	(1,11)	0,20
Slovenya	NH Hotel Group SA	1,26	1,03	0,28	(0,55)	(2,55)	0,38
İspanya	Melia Hotels International SA	1,35	1,13	0,41	(0,55)	(2,19)	0,50
İsviçre	Pandox AB	1,01	0,74	0,78	(0,66)	(1,59)	0,52

Birleşik Krallık	CH Bailey PLC	3,27	2,45	2,05	(0,62)	0,94	0,01
	Hydro Hotel Eastbourne PLC	5,42	3,95	0,80	1,58	1,78	0,05
	InterContinental Hotels Group PLC	1,80	1,71	2,11	(2,58)	(1,34)	0,03
Türkiye	AYCES	3,37	2,41	(0,18)	1,13	(3,43)	0,17
	AVTUR	4,93	3,47	0,04	1,71	1,54	0,02
	KSTUR	4,01	2,83	0,72	2,91	0,82	0,01
	MAALT	14,7	10,34	1,78	1,91	7,37	0,01
	MARTI	(0,06)	0,03	(0,24)	(2,09)	(3,43)	0,79
	MERIT	8,47	6,22	3,00	3,33	(0,20)	0,00
	METUR	3,55	3,11	5,64	(4,09)	(3,53)	0,20
	PKENT	0,76	1,27	0,32	(0,28)	(2,24)	0,48
	TEKTU	1,16	0,84	0,44	0,99	(3,79)	0,15
	ULAS	(0,13)	(0,15)	(0,52)	(0,56)	(4,07)	0,68
	UTPYA	0,89	0,74	(0,31)	(0,18)	(1,57)	0,74

Not: Tabloda finansal başarısızlık riski içerisinde olmayan işletmeler mavi, finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmeler kırmızı, finansal başarısızlık riskleri hakkında yorum yapılamayan işletmelere ait veriler ise gri olarak vurgulanmıştır.

Ek Tablo 5. Türkiye ve Avrupa'da Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinin Tüm Modeller Açısından 2016 Yılı Finansal Başarısızlık Riski Bulguları

2016	Altman	Altman'	Springate	CA	Fulmer	Ohlson
Bosna Hersek						
Bulgaristan						
ZTC Banja Vrucica ad Teslic	7,07	5,06	0,87	1,57	1,65	0,00
Albena AD	4,47	3,12	0,27	0,88	0,73	0,07
Slanchev Bryag AD	6,97	4,77	(0,25)	1,23	(1,72)	0,08
Zlatni Pyasatsi AD	10,02	6,95	0,63	1,70	41,02	0,00
Sofia Hotel Balkan AD	0,14	0,25	0,22	(1,78)	(3,92)	0,99
St St Constantine and Helena Holding AD	0,73	0,57	(0,01)	(0,67)	(1,38)	0,83
Sunny Day AD	0,00	0,26	(0,09)	(1,41)	(3,42)	0,80
Vereya Tour AD	14,34	10,05	2,49	2,11	14,76	0,00
Velina AD	4,23	3,05	0,32	1,28	(1,20)	0,08
Orpheus Club Wellness AD	23,29	16,45	(2,00)	1,34	(5,54)	0,93
Hrvatistan						
Arena Hospitality Group dd	1,20	0,82	(0,47)	(0,22)	(0,04)	0,75
Plava Laguna dd	2,06	1,59	1,87	0,35	(1,02)	0,08
Valamar Riviera dd	1,43	1,14	0,67	0,09	(1,54)	0,20
Imperial dd	1,50	1,12	0,36	0,60	(1,88)	0,27
Liburnia Riviera Hoteli	3,54	2,57	0,30	1,83	(1,69)	0,02
Hoteli Makarska dd	4,34	3,14	0,95	1,46	(1,24)	0,01
Hoteli Maestral dd	1,48	1,15	0,60	0,46	(0,87)	0,02
Ilirija dd	2,08	1,59	0,95	1,01	(1,63)	0,30
Solaris dd	0,99	0,77	0,13	(0,03)	(2,42)	0,32
Maistra dd	0,97	0,88	0,12	0,18	(2,07)	0,99
Olympia Vodice dd	0,40	0,37	0,04	(0,00)	(4,08)	0,76
HTP Korcula dd	2,24	1,59	0,22	0,54	(1,39)	0,12
Turisthotel dd	4,19	3,11	3,40	1,68	1,85	0,01
Kıbrıs						
Constantinou Bros Hotels PCL	1,38	1,02	0,69	(0,25)	(2,96)	0,40
Stademos Hotels PLC	1,61	1,17	1,13	(0,20)	(2,68)	0,41
Agros Development Company Proodos Public Ltd	1,42	1,05	0,16	0,22	(4,62)	0,55
Amathus Public Ltd	2,70	1,90	(0,09)	0,88	(6,04)	0,70
Cyprus Cement PCL	2,82	1,90	1,74	1,69	(3,50)	0,44
Claridge Public Ltd	0,53	0,20	(6,55)	1,21	6,43	0,55

	Lordos Hotels Holdings Public Ltd	3,20	2,22	1,41	0,87	0,79	0,02
Fransa	Accor SA	0,79	0,61	0,19	(0,42)	(3,75)	0,26
	Les Hotels Baverez SA	2,29	1,69	0,18	0,16	(1,73)	0,28
	Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA	4,18	3,29	2,14	1,92	(0,60)	0,04
	Hotelim SA	2,86	2,08	0,88	1,14	0,31	0,07
	Les Hotels de Paris SA	(0,11)	(0,12)	(0,44)	(1,22)	(5,95)	1,00
Almanya	Pierre et Vacances SA	1,52	1,35	0,43	(1,05)	(2,00)	0,31
	IFA Hotel & Touristik AG	1,99	1,52	0,84	(0,04)	(2,36)	0,30
	Regenbogen AG	0,93	0,91	0,24	(0,67)	(4,15)	0,95
	Lampsa Hellenic Hotels SA	1,68	1,30	0,38	0,32	(3,40)	0,37
Yunanistan	Geke SA	2,91	2,01	1,08	0,82	(0,73)	0,35
Jersey	Action Hotels PLC	0,46	0,37	(0,14)	(0,62)	(1,97)	0,98
Makedonya	Internesnel Hotels AD Skopje	4,54	3,19	0,57	1,31	1,29	0,06
	Makedonijaturist AD Skopje	43,16	30,12	3,18	2,03	42,45	0,00
Malta	International Hotel Investments PLC	0,74	0,56	0,00	109,68	(4,47)	0,61
Hollanda	PPHE Hotel Group Ltd	0,88	0,73	0,49	(0,99)	(1,51)	0,50
Polonya	Orbis SA	2,87	2,15	1,22	1,10	0,93	0,07
Portekiz	Imobiliaria Construtora Grao Para SA	(0,49)	(0,26)	(0,52)	(1,02)	(7,07)	1,00
	Sonae Capital SGPS SA	2,04	1,54	0,87	(0,15)	(1,99)	0,07
Karadağ Cumhuriyeti	Primorje Hotels & Restaurants ad Tivat	1,42	0,97	(0,25)	0,55	(3,43)	0,82
	Vektro Boka ad Herceg Novi	0,29	0,31	(0,29)	0,40	(12,76)	1,00
	HTP Albatros ad Ulcinj	3,26	2,36	(0,13)	1,21	(8,27)	0,90
	Athenee Palace SA	115,60	80,95	3,01	1,96	43,66	0,00
Romanya	Turism Hoteluri Restaurante Marea Neagra SA	6,20	4,39	0,26	1,58	(2,11)	0,03
	Compania Hoteliera InterContinental Romania SA	0,96	0,94	0,68	0,37	(5,69)	0,20
	Turism Felix SA	13,75	9,65	0,86	1,81	2,89	0,00
	Casa de Bucovina Club de Munte SA	8,21	5,80	1,14	1,61	1,71	0,03
Slovak Cumhuriyeti	Best Hotel Properties as	(0,11)	0,00	(0,02)	(2,72)	(3,95)	0,68
Slovenya	Union Hoteli dd	3,50	2,56	0,74	1,00	0,09	0,08
İspanya	NH Hotel Group SA	1,36	1,09	0,35	(0,54)	(2,27)	0,29
	Melia Hotels International SA	1,51	1,24	0,46	(0,42)	(1,97)	0,30
İsviçre	Pandox AB	1,95	0,76	1,38	(0,70)	(1,61)	0,42

Birleşik Krallık	CH Bailey PLC	2,07	1,45	0,13	1,51	0,16	0,38
	Hydro Hotel Eastbourne PLC	5,27	3,90	1,08	1,58	2,15	0,03
	InterContinental Hotels Group PLC	0,31	0,64	1,10	(0,29)	(4,41)	0,15
Türkiye	AYCES	2,14	1,52	(0,78)	1,22	(4,21)	0,64
	AVTUR	3,15	2,19	(0,41)	1,86	(1,77)	0,03
	KSTUR	12,46	8,76	0,44	2,41	5,30	0,00
	MAALT	4,6	3,17	0,29	1,85	(0,26)	0,17
	MARTI	(0,50)	(0,28)	(0,29)	(1,17)	(4,25)	0,96
	MERIT	8,68	6,40	2,85	3,01	(5,36)	0,00
	METUR	9,45	7,80	6,77	0,71	23,38	0,00
	PKENT	(1,50)	(0,61)	(1,34)	(0,09)	(4,52)	1,00
	TEKTU	0,42	0,30	(0,13)	0,27	(4,38)	0,59
	ULAS	(0,80)	(0,50)	(0,61)	(1,60)	(6,07)	0,94
	UTPYA	(0,36)	(0,11)	(0,00)	(0,36)	(4,67)	0,85

Not: Tabloda finansal başarısızlık riski içerisinde olmayan işletmeler mavi, finansal başarısızlık riski içerisinde olan işletmeler kırmızı, finansal başarısızlık riskleri hakkında yorum yapılamayan işletmelere ait veriler ise gri olarak vurgulanmıştır.

