

MALİYET YAPIŞKANLIĞININ PAY GETİRİSİNE ETKİSİ: TURİZM ALT SEKTÖRLERİNDE BİR UYGULAMA*

Dr. Öğr. Üyesi Fatih GÜNAY^a
Doç. Dr. Levent KOŞAN^b

Ampirik Araştırma
(Empirical Research)

*Muhasebe ve Vergi
Uygulamaları Dergisi*
Kasım 2020; 13 (3): 667-707

ÖZ

Bu çalışmada, dünyada payları borsada işlem gören konaklama hizmetleri, eğlence hizmetleri ve yiyecek içecek hizmetleri alt sektörlerinde ve alt sektörlerin dâhil edildiği turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmeler örnekleminde maliyet yapışkanlığı davranışının pay getirisine etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Satışların maliyeti, satış ve genel yönetim giderleri ile toplam faaliyet giderleri maliyet yapışkanlığının ayrı ayrı incelendiği çalışma, 2008-2017 dönemi yıllık verilerini kapsamaktadır. Çalışmada analizler havuzlanmış en küçük kareler yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, maliyet yapışkanlığının pay getirisine etkisinin maliyet unsuru ve sektöre bağlı olarak farklılık gösterdiği bunun yanı sıra turist sayılarındaki değişimin eğlence hizmetleri sektörü dışında pay getirisinde etkili olduğu saptanmıştır.

Anahtar Sözcükler: Maliyet Yapışkanlığı, Pay Getirisi, Turizm Sektörü.

JEL Kodları: M49, G39, L83.

APA Stili Kaynak Gösterimi:

Günay, F., Koşan, L. (2020). Maliyet Yapışkanlığının Pay Getirisine Etkisi: Turizm Alt Sektörlerinde Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 13 (3), 667-707.

* Makalenin gönderim tarihi: 08.12.2019; Kabul tarihi: 01.05.2020, iThenticate benzerlik oranı %8
^aAğrı İbrahim Çeçen Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu, fgunay@agri.edu.tr,
ORCID: [0000-0003-0892-514X](https://orcid.org/0000-0003-0892-514X)

^bMersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi, lkosan@mersin.edu.tr, ORCID: [0000-0001-7630-6354](https://orcid.org/0000-0001-7630-6354)

THE EFFECT OF COST STICKINESS ON STOCK RETURN: AN APPLICATION ON TOURISM SUB-SECTORS

ABSTRACT

In this study, it is aimed to determine the effect of cost stickiness behaviour on the return on stock in the sample of the companies operating in the world, which are traded in the stock exchange, accommodation services, leisure and recreation services and food and beverage services sub-sectors and tourism sectors including sub-sectors. The stickiness of cost of sales, sales and general administrative expenses and total operating expenses are examined separately, and study covers the yearly data of 2008-2017 periods. In the study, analyses were performed by pooled least squares method. It was found that the effect of cost stickiness on the share return varies depending on the cost element and the sector, as well as the change in the number of tourists affected the stock return except leisure and recreation services sub-sector.

Keywords: Cost Stickiness, Stock Return, Tourism Sector.

JEL Codes: M49, G39, L83.

1. GİRİŞ¹

İşletmelerin amacı uzun yıllar kârın ve kârlılığın arttırılması olarak kabul edilmiştir. Günümüzde ise işletme amacı, faaliyetlerde sorumluluk bilincine sahip olunması ve firma değeri maksimizasyonu olarak kabul görmektedir. Hissedar ve potansiyel yatırımcılar için firma değeri işletme performansının göstergesidir. İşletme amacı konusunda süregelen tartışmalar bir tarafa, işletme amacı ne olursa olsun her zaman geçerli olan ise her durumda işletme performansını etkilemesi nedeniyle başarılı bir maliyet yönetiminin gerekliliğidir. Yöneticilerin maliyetlerle ilişkili alacakları kararlar işletmelerin nakit akışlarını ve riskini dolayısıyla firma değerini etkileyecektir. İşletmenin faaliyet sonuçları, finansal performansları firma değerini etkileyecektir. Turizm talebinin ve arzının özellikleri dikkate alındığında turizm sektörü işletmelerinin performansı başarılı bir maliyet yönetimine bağlıdır. Başarılı bir maliyet yönetimi, maliyetle ilişkili bilgilerin, maliyet davranışının bilinmesini ve gelişmelere bağlı olarak maliyetlerle ilgili kararların işletme amacına uygun olarak alınmasını gerektirmektedir.

Yeni bir ürünün üretilmesinden faaliyetin sonlandırılmasına, üretim hacminin arttırılmasından satış fiyatının belirlenmesine kadar birçok konuda karar alan yöneticilerin maliyet hacim kâr ilişkisini ve maliyet davranışını bilmesi gerekir. Pay senedi yatırımcılarının temettü ve sermaye kazancı işletme maliyetlerinden etkileneceğinden maliyet bilgisi kapsamında maliyet davranışının bilinmesi yöneticiler kadar işletme paydaşları açısından

¹ Thomson Reuters EIKON veritabanı üyeliği Mersin Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri birimince desteklenen 2017-2-TP3-2655 kodlu proje ile sağlanmıştır.

Mersin Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Birimine teşekkür ederiz.

da önemlidir. Uygulamalı ve teorik araştırmalar, maliyet davranışının faaliyet etkinliğini (Ryu, Lee ve Won, 2014), işletme performansını (Anderson ve Yu, 2015), ihtiyatlı politikaları benimseyen muhasebe muhafazakârlığına bağlı olarak pay senedi değerini (Mahdavinia ve Zolfaghari, 2017) ve hisse başı kazançları (Ciftci ve Salama, 2018) etkilediğini ortaya koymaktadır. İşletmelerin faaliyet giderlerinde maliyet asimetrisinin artması işletme faaliyet etkinliğini azaltıcı rol oynamaktadır (Ryu vd., 2014: 28). Faaliyet hacmi veya satışlardaki artış durumunda maliyetlerde yaşanan artışın faaliyet hacmi veya satışlardaki azalış durumunda maliyetlerde yaşanan azalıştan yüksek olduğu maliyet davranışı maliyet yapışkanlığı olarak adlandırılmaktadır. Yönetici kararlarına bağlı olan maliyet yapışkanlığı, satışların azaldığı dönemlerde işletme kârını azaltacağından işletmelerin nakit akışlarını etkileyecektir. Bununla beraber satış gelirlerinin maliyetlerin altında olması işletmelerin zarar etmelerine, zararın sürekliliği ise işletme iflasına neden olacaktır. Maliyet unsuru olan kaynakların elde edilmesi, dağıtılması, atıl kaynakların elde tutulması ile ilgili kararlar gelecek beklentilerine bağlı olabileceği gibi mevcut koşulların da sonucu olabilir. İşletmelerde ihtiyaç duyulan kaynaklara olan erişim sınırlamaları ve kaynak yatırım kararlarını etkileyen yasal mevzuat maliyet yapışkanlığı davranışını etkilemektedir.

Turizm belirli dönemlerde yaşanan şoklara rağmen zaman içinde neredeyse kesintisiz bir büyüme göstermiştir (World Tourism Organization, 2017: 2). Turizmde talep esnekliğinin yüksek olması ise sektörde faaliyet gösteren işletmeler açısından atıl kapasite sorununa yol açmaktadır (Coşar, 2008: 48). Bu kapsamda çalışmada, turizm alt sektörlerinde faaliyet gösteren ve payları borsada işlem gören işletmelerde maliyet yapışkanlığının pay getirilerine etkisinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Literatürde, turizm sektöründe pay senedi değeri ve getirisi üzerinde etkili olan faktörleri tespit etmeyi amaçlayan çalışmalar bulunmakla birlikte maliyet yapışkanlığının pay getirisine olan etkisini ele alan bir çalışmaya yapılan taramada rastlanmamıştır. Bu doğrultuda turizm sektöründe maliyet yapışkanlığının pay getirisine etkisinin incelenmesi gerek turizm işletmelerinin paydaşları açısından gerekse literatürdeki eksikliği gidermesi açısından önem taşımaktadır. Bu kapsamda çalışma giriş bölümü dâhil altı bölüme oluşmaktadır. Girişin ardından ikinci bölümde kavramsal çerçeve başlığı alt başlıklarında maliyet yapışkanlığı davranışı ve pay getirisi kavramları sunulmaktadır. Üçüncü bölümde turizm sektöründe pay getirisini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik yapılan çalışmalar özetlenmektedir. Dördüncü bölümde araştırma amacı ve önemi, araştırma modeli, veri ve örneklem ile analiz yöntemi olmak üzere dört alt başlık altında araştırma yöntemi açıklanmaktadır. Beşinci bölümde elde edilen bulgular raporlanmıştır. Altıncı bölümde çalışmada elde edilen bulgulardan hareketle sonuçlar özetlenerek ilgili taraflara önerilerle çalışma tamamlanmıştır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

İşletme amaçlarından biri de kâr elde etmektir. Kârın elde edilmesi işletme kaynaklarının etkin kullanımına bağlıdır. Dolayısıyla işletme yöneticilerinin; yatırım, finansman ve faaliyetlerden kaynaklanan gider ve maliyetleri aşacak düzeyde gelir elde etmeye yönelik kararlar alma sorumluluğu bulunmaktadır (Crosson ve Needles, 2010: 46). İşletme kazançlarında etkili olduğundan yöneticiler maliyetleri etkin biçimde yönetmelidir. Etkin maliyet yönetimi, işletme ve yönetim performans göstergelerinden biridir. Özellikle, fiyatların önceden belirlendiği rekabetçi piyasalarda yöneticiler maliyetlere odaklanarak kârlılığı arttırabilirler (Reimer, 2019: 1). Maliyet konusunda yapılan tahminler ve bu tahminlerden sapmalar rekabet ve sürdürülebilirlik açısından önem arz etmektedir (Savcı, 2018: 30). Dolayısıyla işletme amacı kapsamında yöneticilerin, işletmede oluşan maliyetin doğasını, yapısını ve davranışını anlaması gerekmektedir (Stenzel ve Stenzel, 2003: 60). Böylece işletme paydaşlarının beklentileri karşılanacak, hissedar servetinin arttırılması sağlanmış olacaktır. Bu kapsamda çalışmanın bu bölümünde maliyet yapışkanlığı davranışı ve pay getirisi kavramı kısaca açıklanmaktadır.

2.1. Maliyet Yapışkanlığı Davranışı

Maliyet muhasebesinin temel konularından biri maliyet davranışdır. Davranışları açısından maliyetler, maliyetlerin üretim ve faaliyet hacmindeki değişime verdiği tepkiyle ilgilidir. Maliyet davranışı, işletmelerin faaliyet düzeyi veya hacimdeki değişime karşı maliyetlerdeki değişimi ifade etmektedir (Shim ve Siegel, 1998: 31; Hansen vd., 2007: 51). Yöneticiler maliyet davranış biçimlerini analiz ederek alınacak kararlar için bilgi sağlar (Crosson ve Needles, 2010: 48). Genellikle maliyet muhasebesi sistemleri genel yönetim giderlerinin faaliyetlerle orantılı olduğunu varsaymaktadır (Noreen ve Soderstrom, 1997: 89). Maliyet davranışına ilişkin geleneksel bakış, maliyetleri sabit ve değişken olarak ayırmakta, değişken maliyetlerle faaliyet düzeyleri arasında orantılı bir ilişki kurmaktadır (Guenther, Riehl ve Röbber, 2014: 302). Yöneticilerin gelecekle ilgili beklentileri, faaliyetlerle ilgili “sabit” kaynak taahhütlerini etkileyebilmektedir. Diğer ifadeyle yöneticilerin gelecekte beklenenleri sabit ve değişken maliyet karmasını etkileyen kaynak taahhüt kararlarında belirleyici olmaktadır. Geleceğe ilişkin belirsizliğin artması sabit maliyetlerin daha yüksek, değişken maliyetlerin daha düşük düzeyde olduğu katı maliyet yapısına neden olmaktadır (Banker, Byzalov ve Plehn-Dujowich, 2014: 860).

Yönetim muhasebesi çalışmaları, birim değişken maliyetlerin faaliyet hacmindeki değişimlerle doğrusal ilişkili ve sabit maliyetlerin faaliyetlerdeki değişimlerden bağımsız olarak sabit olduğunu varsaymaktadır. Maliyetler ve faaliyet hacmi arasındaki orantılılık ve

simetri, faaliyetteki %1’lik bir artışın maliyetlerde %1 düzeyinde artışa neden olduğu ve faaliyette %1’lik bir düşüşün maliyetlerde %1’lik düşüşe yol açtığı anlamına gelmektedir (Calleja, Steliaros ve Thomas, 2006: 127). Maliyet davranışının simetrik olması, yönetici kararlarının talep düzeyindeki eşit değişikliklere aynı düzeyde tepki verdiği durumu ifade etmektedir. Talep arttığında, yöneticilerin talebi karşılamak için yeni kaynak kullanımına bağlı olarak kaynak maliyetlerini yukarı doğru arttıracaktır. Öte yandan talep düştüğünde yöneticiler fazla kaynakları azaltarak işletme maliyetlerinde düşüşe neden olacaktır. Talep düştüğünde maliyetlerdeki değişim düzeyi, talebin arttığı durumdaki değişime eşit olduğunda maliyet tepkisi simetrik olacaktır (İbrahim, 2018: 302).

Maliyet yapışkanlığı davranışı ise satış ve maliyetteki değişimler hakkında tahminler yürütürken aralarındaki asimetric ilişkiyi dikkate almaktadır (Banker ve Byzalov, 2014: 46). Maliyet davranışını test eden Brasch (1927), faaliyet seviyelerinin arttığı durumda maliyet eğrisinin, faaliyet seviyesinin azalması durumunda gözlenen maliyet eğrisinden farklı olduğunu ve maliyetlerin asimetric bir fonksiyona sahip olduğunu tespit etmiştir (akt. Guenther vd., 2014: 302). Bu durum Alman literatüründe uzun yıllar maliyet miktazlanması (cost remanence) olarak tartışılmıştır (Guenther vd., 2014: 302). Noreen ve Soderstrom (1997) ise çalışmalarında maliyetlerdeki değişimlerin faaliyetlerle tam doğrusal ilişkili olduğu yönündeki varsayımın hatalı olduğunu ve faaliyetteki azalış durumunda gözlenen maliyet tepkisine kıyasla faaliyetlerdeki artış durumunda maliyetlerdeki tepkinin daha kolay değiştiği yönünde kanıtlar elde etmiştir. Noreen ve Soderstrom (1997)’un elde ettiği bulgu, Anderson, Banker ve Janakiraman (2003: 48) tarafından “yapışkan” olarak adlandırılmakta ve maliyet yapışkanlığı kavramının temelini oluşturmaktadır. Genel ifadeyle maliyet yapışkanlığı, faaliyet hacminde meydana gelecek bir artış durumunda ilişkili maliyetlerdeki artış düzeyinin, hacimde eşdeğer bir azalma meydana gelmesi durumunda ilişkili maliyetlerdeki azalış düzeyinden daha büyük olması halidir (Anderson vd., 2003: 48).

Geleneksel maliyet davranış modeli, yönetim müdahalesinin kaynaklarla ilgili süreci nasıl etkilediğini dikkate almamakta ve maliyetleri faaliyet düzeyleriyle ilişkilendirmektedir. Ancak, yöneticiler kaynak ayarlama maliyet yapılarına dayalı olarak karar alırlar. Çeşitli maliyetler, talepteki küçük değişimlere karşılık verebilecek ayarlamalara imkân tanımamaktadır. Maliyetlerin bu özelliği atıl (aşırı) veya yetersiz kapasiteye yol açabilmektedir, ancak tek başına maliyet yapışkanlığına yol açmayabilir. Maliyet yapışkanlığı, maliyetlerin özelliğinin yanında, kaynak ayarlama asimetric tepkilere dayalı olarak ortaya çıkmaktadır. Kaynak ayarlama asimetric tepkiler, azaltma işlemini arttırma işleminden daha fazla kısıtlamak ya da yavaşlatmak için etki eden kuvvetleri ifade etmektedir (Anderson vd., 2003: 49). Satışlar azaldığında yöneticiler, işten çıkarma

durumunda işçilere yapılacak olan kıdem tazminatı ödemeleri ve malzemeleri elden çıkarma kayıpları gibi maliyetlerden kaçınmak için atıl kaynakları elde tutmayı tercih etmektedir. Buna karşılık talep mevcut kaynak kapasitesinin ötesinde arttığında, yöneticiler artan talebi ancak gerekli kaynakları arttırdıklarında karşılayabilmektedir. Dolayısıyla kaynak ayarlamadaki bu asimetri maliyet yapışkanlığına yol açmaktadır (Banker, Byzalov, Ciftci ve Mashruwala, 2014: 221-222). İşletmelerde ihtiyari olmayan, kiralama ve kamu hizmetleri gibi faaliyet giderleri sözleşmelere bağlıdır. Bu sözleşmeler işletmelere yükümlülük getirmektedir. Doğası gereği yöneticiler bu yükümlülüklerden kaynaklanan giderlerden kolaylıkla vazgeçememektedir (Uy, 2016: 112). Bu nedenle, maliyet yapışkanlığı, yöneticilerin önleyemediği bir durum olmayıp yönetici kararlarının bir sonucudur (Guenther vd., 2014: 303).

Maliyet yönetimi konusunda yapılan araştırmalarda, gerçekleşen maliyetlerin ardındaki temel itici gücün yöneticilerin faaliyetlerle ilgili kararları olduğu görülmektedir. Yöneticiler faaliyet kararlarını çeşitli kısıtlara, teşviklere ve önyargılara bağlı olarak almaktadır. Bu faktörlerin tümü, maliyetleri sistematik biçimde etkilemektedir. Gözlenen maliyet davranışları; talep belirsizliğinden, kaynak ayarlama maliyetlerinden, yönetsel beklentilerden, kurumsal yönetimden, stratejik konumlandırmadan, kazanç hedeflerinden, aşırı güvenden, yasal düzenlemelerden ve ulusal kültürden etkilenmektedir (Banker, Byzalov, Feng ve Liang, 2018: 202). Cayma, yeniden müzakere etme ve yeniden anlaşmanın maliyetli olduğu kaynaklarla ilgili yöneticilerce imzalanan sözleşmeler maliyet yapışkanlığı davranışının ortaya çıkmasındaki temel nedenlerdendir (Calleja vd., 2006: 127). Talep arttığında yöneticiler ilave satışları karşılamak için gerektiği ölçüde taahhüt edilen kaynakları arttırmaktadır (Anderson vd., 2003: 49). Talebin azalması durumunda ise, sözleşmeden cayma maliyetlerinden ziyade atıl kaynakları elde tutmaya karar verebilirler. Dolayısıyla işletme gelirlerinde azalış yaşanırken maliyetler gelirlerdeki azalışla aynı oranda düşmeyecektir (Calleja vd., 2006: 127).

2.2. Pay Getirisi

Finansın temel konularından olan firma değerinin artırılması günümüzde kabul edilen işletme nihai amaçlarından (Ceylan ve Korkmaz, 2008). Firma değerinin artırılması diğer ifadeyle hissedar servetinin en çoklanması kapsamında hissedar serveti hissedarların sahip olduğu pay senedi piyasa değeri ile belirlenmektedir. Pay senedi yatırımcı kararlarına etki eden temel faktör, firma değeri ve sahip olunan pay senetlerinden elde edilecek getiridir (Biçen ve Sezgin, 2017: 26). Ekonomide tasarrufların tahsisi ve yatırıma yönlendirilmesi ise büyük ölçüde beklenen getiri ve riske dayalı olarak gerçekleşmektedir (Van Horne, 2002: 5).

İşletme pay senetlerinin piyasada alınıp satıldığı fiyata pay senedi piyasa (borsa, pazar) değeri denilmektedir. Bu fiyat genel olarak arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır. İşletme şartlarında veya kârlılığında herhangi bir değişim olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak pay senedi piyasa fiyatı zaman içinde değişebilir, gerçek değerinin üzerinde veya altında bir fiyat oluşabilir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2007: 231; Okka, 2009: 764). Pay senedi değeri, bir sonraki dönem pay senedi fiyatı ile kâr payları toplamının indirgenmiş bugünkü değeri veya gelecek kâr paylarının indirgenmiş bugünkü değerini ifade etmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2002: 108). İşletme pay senetlerinin piyasa değeri, risk ve getiri faktörlerinin her ikisini de içermekte dolayısıyla piyasadaki risk ve getiri arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadır (Van Horne, 2002: 5). Pay senedi fiyatları, işletmelerin gelecekteki nakit akışı yaratma kabiliyetleri olarak da algılanmaktadır. Geleneksel analizlere göre işletme değeri, işletme durumu ve performansının yer aldığı mali tablolarındaki bilgilerden etkilenir (Aydemir vd., 2012: 286).

En temel haliyle getiri, belirli bir süre boyunca, bir yatırımdan kaynaklanan toplam kazanç veya kayıp şeklinde tanımlanmaktadır (Gitman, 2009: 228). Bir yatırımın veya finansal varlığın gerçekleşen getirisi, belirli bir süre boyunca ortaya çıkan toplam getiriyi ifade etmektedir (Berk, DeMarzo ve Harford, 2012: 321). Yatırımcılar açısından pay senedi değeri kadar önemli olan diğer faktör pay getirisidir. Pay getirisi, pay senedinin yatırımcıya gelecekte sağlayacağı kâr payları (temettü kazancı) ile pay senedi alış ve satış fiyatı arasındaki farkı ifade eden sermaye kazancından oluşmaktadır (Okka, 2009: 300). Sermaye kazancı işletme pay senetlerinin satış fiyatı ile alış fiyatı arasındaki pozitif farkı ifade etmektedir (Ross vd., 2002: 223). Temettü kazancı ise işletmeler tarafından hissedarlara nakit veya pay senedi olarak yapılan ödemelerdir (Ross vd., 2002: 495-496). İşletme firma değerine yönelik çeşitli hesaplama yöntemleri bulunmakla birlikte halka açık işletmelerde pay performans ölçütü olarak genellikle pay senedi getirileri ele alınmaktadır (Yener ve Karakuş, 2012; Johnson, 2016).

Yatırımcıların pay senedi alım satım kararları işletmenin çeşitli göstergelerinden etkilenir. Alım satım yapılabilecek tek bir yatırım fırsatı olmadığından, yatırımcılar alternatiflerin risk ve getirisi hakkında bilgi sahibi olmaya çalışmaktadır (Van Horne, 2002: 49). Bu nedenle yöneticiler için, firma değeri yani hissedar değeri yaratmaya odaklanmak anlık bir görev değil süreklilik gerektiren bir süreçtir (Copeland, Koller ve Murrin, 2000: 17). Günümüzde düşük gidere karşı yüksek gelir, düşük sermaye maliyetine karşı sermayenin getirisinin yüksek olması firma değeri yaratmanın anahtarı olarak görülmektedir. Finans dışı ölçütlerde sağlanan başarı, finansal yönetim açısından alınan kararlar ve atılan adımlarla desteklenmezse firma değerinin dolayısıyla hissedar servetinin en

çoklanmasında tek başına yeterli olmayacaktır (Karadeniz, Koşan, Günay ve Dalak, 2018: 297).

3. LİTERATÜR TARAMASI

Finans kuramı çerçevesinde pay değeri ve getirisini doğrudan ve dolaylı yönden etkileyen faktörlerin tespit edilmesine yönelik yapılan çalışmalarda pay getirisini etkileyen faktörler makroekonomik ve işletmeye özgü faktörler olarak sınıflandırılmaktadır. Makroekonomik ve işletmeye özgü faktörlerin yanı sıra turizm sektörü özelinde yapılan çalışmalarda salgın hastalık, doğal afet, terör gibi faktörler turizm işletmeleri pay değeri ve getirisini etkileyen diğer faktörler olarak ifade edilebilmektedir.

Literatürde turizm sektörü pay getirilerinde merkez bankası para politikası, enflasyon, işsizlik oranı, sanayi üretimi, döviz kuru, ekonomik durum, tüketici güven endeksi, krizler gibi makroekonomik faktörlerin etkisini inceleyen çalışmalar (Barrows ve Naka, 1994; Chan ve Lim, 2011; Dewally, Shao ve Singer, 2013; Demir, Alıcı ve Lau, 2017) sıklıkla yer almaktadır. Diğer yandan sermaye yapısı ve finansal kaldıraç (Hsu ve Jang, 2008; Kim ve Kim, 2014; Muradoğlu ve Sivaprasad, 2014), büyüklük (Hsu ve Jang, 2008; Chen, 2010; Kim ve Kim, 2014) ve işletmeye özgü diğer özellikler (Chen, 2010; Chen, Koh ve Lee, 2011; Korkmaz ve Yaman, 2017) turizm sektöründe pay getirisine etkisi incelenen işletmeye özgü faktörlerdendir. Turizm sektörüne yönelik talebi etkileyen ve ülke riskinde etkili olan savaş, krizler, seçimler, terör eylemleri, spora dayalı etkinlikler, salgınlar, doğal afet gibi diğer faktörlerin etkilerini inceleyen çalışmalar yapılmış olup faktörlerin doğrudan veya dolaylı olarak etkilerinin farklı yönde olduğu gözlenmiştir (Chen, Kim ve Liao, 2009; Chang ve Zeng, 2011; Dewally vd., 2013; Zopiatis vd., 2018). Turist sayılarındaki değişim ile ölçülen turizmdeki büyüme diğer ifadeyle turizm talebinin pay getirilerine etkisi (Chen, 2010; Chan ve Lim, 2011; Demir vd., 2017) incelenen faktörlerden olup turizm talebinin pay getirisine etkisinin işletme hedef pazarına bağlı olarak farklılaştığı saptanmıştır (Chan ve Lim, 2011).

İşletmelerde maliyetlerin kâra doğrudan etkisi nedeniyle maliyet ve maliyet davranışının kâr payı kararlarını etkilemesi beklenmektedir. Borde, Byrd ve Atkinson (1999) yaptıkları çalışmada temettü artışlarının piyasa tarafından olumlu karşılandığını ve pay senedi değerine pozitif yönde etki ettiğini tespit etmişlerdir. Sheel ve Zhong (2005) ise konaklama işletmeleri ve restoran işletmelerinde nakit kâr payı artışlarının getiri üzerinde pozitif yönde etkili olduğunu saptamışlardır. Hsu ve Jang (2008) oteller ve restoranların sistematik olmayan risklerini etkileyen faktörleri belirlemeyi amaçladıkları çalışmada turizm sektörü açısından sistematik olmayan risk üzerinde, finansal kaldıraç ve faaliyet kaldırıcının pozitif, işletme büyüklüğünün ise negatif yönde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Lee ve

Jang (2012) ise yaptıkları çalışmada, turizm sektörü işletmeleri açısından büyük öneme sahip maddi duran varlık yatırımlarının neden olduğu risklerin pay getirisi üzerine etkilerini ölçmeyi amaçlamışlardır. Bu kapsamda çalışmada, ABD’de payları işlem gören konaklama işletmelerinin 2005-2009 dönemi günlük getirileri ile maddi duran varlık ilişkisi incelenmiştir. Çalışma bulguları turizm işletmelerinin %88’inin maddi duran varlık riskine maruz kaldığını ve maruz kalınan riskin işletme finansal durumuna bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca çalışmada işletmelerde sermaye yatırımlarının, faaliyet nakit akışlarının ve nakit oranının işletmelerin risk düzeylerinde etkili olduğu gözlenmiştir.

İncelenen literatürde işletmelerde maliyetlerin ve maliyet davranışlarının pay getirisine doğrudan etkileri ele alınmamaktadır. Ancak incelenen birçok faktör satış gelirlerini ve kârı dolaylı olarak etkilemekte veya maliyete etki eden unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Tarafımızca yapılan literatür taramasında turizm sektöründe maliyet yapışkanlığı davranışının pay getirisine etkisini tespit etmeyi amaçlayan bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bununla birlikte Mahdavinia ve Zolfaghari (2017) tarafından turizm sektörü örnekleme dışında maliyet yapışkanlığının pay senedi değerine etkisi ele alınmaktadır. Mahdavinia ve Zolfaghari (2017) tarafından yapılan bu çalışmada maliyet yapışkanlığı yoğunluğunun pay senedi fiyatlarındaki oynaklığa etkisi incelenmiştir. Satış ve Genel Yönetim Giderleri (SGYG)’nin maliyet yapışkanlığı davranışının ele alındığı çalışmada Tahran borsasında işlem gören 93 işletmenin 2009-2015 dönemi verileri incelenmiştir. Çalışmada maliyet yapışkanlığının, ihtiyatlılık, büyüklük, kaldıraç, piyasa değeri defter değeri, aktif kârlılığı ve satışlardaki büyümeden oluşan işletmeye özgü değişkenlerin hisse senedi fiyat oynaklığı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular, maliyet yapışkanlığının hisse senedi fiyat oynaklığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını ancak muhasebe muhafazakârlığı gözlenen işletmelerde maliyet yapışkanlığının hisse senedi oynaklığı üzerinde pozitif etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmada ayrıca kaldırıcın, piyasa değeri defter değerinin, satışlardaki büyümenin ve işletme büyüklüğünün oynaklığı pozitif, aktif kârlılığının ise negatif yönde etkilediği saptanmıştır.

Turizm sektöründe pay getirisini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik yapılan çalışmaların özetlendiği bu bölümde literatür incelendiğinde çalışmalar genel olarak makroekonomik faktörlerin ve turizm sektörünü etkileyen çeşitli olayların etkilerini tespit etmeye dönüktür. Yapılan çalışmalarda özellikle para politikasının, terör, salgın hastalık gibi olayların pay getirilerini etkilediği bununla birlikte pay getirilerinin alt sektörler bazında farklılaştığı tespit edilmiştir. Bu çalışmaların yanı sıra turizm sektörü işletmeleri satış performansı ve kârlılığın pay getirilerine etkileri ele alınmaktadır. Maliyetlerin işletme nakit akışları ve kârlılığın bir unsuru

olduğu dikkate alındığında çalışmalardan elde edilen sonuçlardan hareketle maliyet ve maliyet davranışlarının pay getirisinde etkili olduğu söylenebilir.

4. YÖNTEM

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Maliyet yönetimi, işletmelerin mevcut ve gelecek performanslarında önemlidir. İş dünyasında performansın göstergesi olarak sayılar önem arz ederken önemli olan sayılardan biri; gelir tablosunda yer alan dönem kârıdır. Kârı belirleyen iki temel unsur ise gelir ve maliyettir (Stenzel ve Stenzel, 2003: 27). Turizm sektöründe kâr marjı düşük, satışların maliyeti ve faaliyet giderleri ise yüksektir (Kim ve Ayoun, 2005: 29-30; Ecer ve Günay, 2014: 44). Turizm sektörü işletmeleri açısından maliyetler son derece önemli olmakla birlikte maliyetlerle ilişkili olan kararlar firma değerinin artırılmasıyla yakından ilgilidir. İşletmelerde maliyet davranışlarının bilinmesi finansal performans ve firma değeri açısından önem taşımaktadır. İşletmelerde özkaynak maliyetini etkileyen unsurlardan biri maliyet yapışkanlığıdır (Reimer, 2019: 117). Ayrıca maliyet yapışkanlığı işletmelerde kredi riskini artıran önemli bir faktördür (Reimer, 2019: 130). İşletme içi tüm paydaşlar maliyetten sorumlu olmakla birlikte birçok yönetici; yatırım kararları, tahmin, fiyatlandırma ve ürün yönetimi konuları ve alınan kararlara katılır. Faaliyetlerin tümü, maliyet muhasebesi çalışmalarına dâhil edilir ve maliyetle ilgili görevler, kuruluşun her düzeyinde önemli miktarda yönetsel çaba gerektirir (Stenzel ve Stenzel, 2003: 30).

Yöneticiler, faaliyet dönemi boyunca maliyet davranışı bilgilerini toplamakta ve bilgileri karar almada kullanmaktadır (Crosson ve Needles, 2010: 208). İşletme kazançları gelirlerden maliyetlerin düşülmesiyle hesaplandığından maliyet davranışlarının yöneticiler tarafından anlaşılması ve kararlarda kullanılması işletme kazanç ve kârlarında etkilidir. Yöneticilerce kârların analizi ve projelerin gelecek nakit akışlarının hesaplanması için maliyet davranışının anlaşılması ve analiz edilmesi gerekmektedir (Banker, Chen ve Park, 2014: 2). Yatırımcılar, kazanç beklentilerine maliyet davranışının tahmini değerini tam olarak dâhil etmediklerinde beklentiler hatalı olmakta ve bu beklentiler kazanç duyuruları çevresinde sistematik anormal getiriye neden olmaktadır (Banker vd., 2018: 199). İşletme dışı paydaşlar, yönetim performansını maliyetleri etkin bir şekilde kontrol edebilme yetenekleri açısından değerlendirmektedir ve maliyet davranışını anlamak sermaye piyasası tarafları açısından önemlidir (Reimer, 2019: 1). Dolayısıyla kredi riskini arttırarak sermaye maliyeti ve performans üzerinde etkili olan maliyet yapışkanlığının payları borsada işlem gören işletmelerde incelenmesi önem taşımaktadır. Bu kapsamda çalışmada turizm sektörü ve turizm alt sektörlerinde maliyet yapışkanlığının pay getirisine etkisinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Maliyet yapışkanlığı incelenen maliyetler; satışların maliyeti, satış ve genel yönetim giderleri ile toplam faaliyet giderleridir. Maliyet yapışkanlığının yanı sıra literatürde incelenen işletmeye özgü faktörler ve turist sayısındaki değişim kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmektedir.

Yönetim tarafından alınan kararlarda tüm işletme paydaşlarının çıkarlarının korunduğu anlayışla maliyetlere neden olan faktörlerin dikkate alınması ve maliyet davranışının kontrol edilmesi firma değerinin maksimize edilmesine olanak sağlamaktadır. Bu kapsamda gerek paydaşlara bilgi sağlaması gerekse literatürdeki eksikliği gidermesi araştırmayı önemli kılmaktadır.

4.2. Araştırma Modeli

Anderson, Banker ve Janakiraman (2003: 52) tarafından ortaya koyulan maliyet yapışkanlığı olgusu, işletme satışlarındaki değişime karşın maliyetlerdeki değişimlerin simetrik olmadığı durumu ifade etmektedir. Satışlarda yaşanan artış durumlarında maliyetlerdeki artış düzeyinin, satışlarda yaşanan azalış durumlarında maliyetlerde gözlenen azalış düzeyinden yüksek olduğu durum maliyet yapışkanlığını ifade etmektedir. Literatürde maliyet yapışkanlığının ölçümüne yönelik çeşitli yöntemler bulunmakla birlikte turizm sektörü örnekleminde maliyet yapışkanlığının işletme pay getirisine etkisinin test edildiği bu çalışmada maliyet yapışkanlığı Anderson, Banker ve Janakiraman (2003) tarafından geliştirilen yöntemle tespit edilmektedir. Anderson vd. (2003: 52)'nin geliştirdiği ve literatürde ABJ Yöntemi olarak anılan yöntemle göre maliyet yapışkanlığı Eşitlik 1'de sunulan regresyon modeli ile tespit edilmektedir.

Eşitlik (1):

$$\ln \left[\frac{\text{Maliyet}_{i,t}}{\text{Maliyet}_{i,t-1}} \right] = \beta_0 + \beta_1 \times \ln \left[\frac{\text{Satışlar}_{i,t}}{\text{Satışlar}_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \times \left(d_{i,t} \times \ln \left[\frac{\text{Satışlar}_{i,t}}{\text{Satışlar}_{i,t-1}} \right] \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Eşitlikte yer alan;

Maliyet_{i,t}=i işletmesinin t dönemindeki maliyet tutarını,

Maliyet_{i,t-1}=i işletmesinin t-1 dönemindeki maliyet tutarını,

Satışlar_{i,t}=i işletmesinin t dönemindeki satış gelirlerini,

Satışlar_{i,t-1}=i işletmesinin t-1 dönemindeki satış gelirlerini,

d_{i,t}=Azalış kukla değişkenini (d_{i,t} = S_{i,t} < S_{i,t-1} => 1 ∧ S_{i,t} ≥ S_{i,t-1} => 0)

β₁=Satış gelirlerindeki %'lik artışa karşı maliyetlerde gözlenen %'lik artış düzeyini,

β₁+β₂=Satış gelirlerindeki %'lik azalışa karşı maliyetlerde gözlenen % azalış düzeyini,

ε_{i,t}= Regresyon eşitliğinde gözlenen artıkları (hata terimini) ifade etmektedir.

Kurulan regresyon eşitliğinde logaritmik dönüşümler katsayıların basit bir şekilde yorumlanmasına imkân sağlamaktadır. Satış gelirlerindeki azalışın kukla değişkenle (d) dâhil edildiği modelde β_1 katsayısı; satış gelirlerinde gözlenen yüzde 1'lik artışın maliyette yarattığı yüzdeler artışını ifade etmektedir. Satış gelirlerindeki azalışı ele alan kukla değişkenden dolayı β_1 ve β_2 katsayılarının toplamı, satış gelirlerindeki yüzde 1'lik azalış durumunda maliyetlerdeki yüzdeler azalışını ifade etmektedir. İncelenen maliyet değişkeni yapışkanlık özelliği taşıyorsa, satış gelirlerindeki artışa karşın maliyette gözlenen değişim düzeyi satış gelirlerindeki azalış durumunda maliyette gözlenen değişimden daha büyük olacaktır. Bu nedenle, yapışkanlık için kurulan ampirik hipotezin; $\beta_1 > 0$ ve $\beta_2 < 0$ koşullarını birlikte sağlaması beklenmektedir (Anderson vd., 2003: 52-53). Bu koşuldan hareketle çalışmada Eşitlik 1 işletme bazlı test edilerek β_2 katsayıları elde edilmiştir. Elde edilen katsayıların -1'le çarpılmasıyla maliyet yapışkanlığı düzeyi tespit edilmiştir. Buna göre β_2 düzeyi arttıkça yapışkanlık düzeyi artmaktadır. Araştırma modelinde pay getirilerini etkileyen ve literatürde ele alınan işletmeye özgü göstergeler ve turist sayısındaki değişim kontrol değişkenleri olarak dâhil edilmiştir. Çalışmada kurulan ve test edilen regresyon eşitliği Model 1'de sunulmaktadır.

Model 1:

$$\ln[PSG_{i,t}] = \beta_0 + \beta_1 \times MY_{i,t} + \beta_{2.1} \times AK_{i,t} + \beta_{2.2} \times \text{ÖK}_{i,t} + \beta_{2.3} \times NKM_{i,t} + \beta_3 \times CO_{i,t} + \beta_4 \times KO_{i,t} + \beta_5 \times VDH_{i,t} + \beta_6 \times TSD_{n,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Çalışmada satışların maliyeti, satış ve genel yönetim giderleri ile toplam faaliyet giderleri için ayrı ayrı yapışkanlık düzeyi hesaplanmıştır. Maliyet yapışkanlığının tespitine yönelik modellerde yer alan değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan finansal veriler enflasyondan (yıllık tüfe) arındırılmıştır. Bununla birlikte kârlılık göstergelerinden aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve net kâr marjı ayrı ayrı analiz edilmiştir. Araştırma modelinde yer alan değişkenler, kodları ve hesaplama şekilleri Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. Modelde Yer Alan Değişkenler, Kodları ve Hesaplama Şekilleri

Değişken	Kod	Hesaplama Şekli
Pay getirisi	PSG	$\ln\left(\frac{\text{Pay senedi piyasa fiyatı}_{i,t}}{\text{Pay senedi piyasa fiyatı}_{i,t-1}}\right)$
Maliyet Yapışkanlığı	MY	ABJ yönteminden elde edilen β_2 'nin -1 ile çarpımıyla elde edilmektedir.
Aktif Kârlılığı	AK	$\left(\frac{\text{Net kâr}_{i,t}}{\text{Toplam varlık}_{i,t}}\right)$
Özkaynak Kârlılığı	ÖK	$\left(\frac{\text{Net kâr}_{i,t}}{\text{Özkaynak}_{i,t}}\right)$

Net Kâr Marjı	NKM	$\left(\frac{Net\ kâr_{i,t}}{Net\ satışlar_{i,t}} \right)$
Cari Oran	CO	$\left(\frac{Dönen\ varlıklar_{i,t}}{Kısa\ vadeli\ yabancı\ kaynaklar_{i,t}} \right)$
Kaldıraç Oranı	KO	$\left(\frac{Toplam\ yabancı\ kaynaklar_{i,t}}{Toplam\ varlık_{i,t}} \right)$
Varlık Devir Hızı	VDH	$\left(\frac{Net\ satışlar_{i,t}}{Toplam\ varlık_{i,t}} \right)$
Turist Sayısındaki Değişim	TSD	$\left(\frac{Uluslararası\ turist\ sayısı_t - Uluslararası\ turist\ sayısı_{t-1}}{Uluslararası\ turist\ sayısı_{t-1}} \right)_n$

Tablo 1’de yer alan $PSG_{i,t}$ i işletmesinin t dönemindeki pay fiyatının bir önceki döneme (t-1) oranının doğal logaritması şeklinde hesaplanan pay getirisini ifade etmektedir. Maliyet yapışkanlığı değişkeni (MY) ABJ yöntemine göre belirlenmektedir. İşletme ve değişken bazında test edilen regresyon eşitliğinde tespit edilen β_2 değerleri -1 ile çarpılarak yapışkanlık değişkeni oluşturulmuştur. β_2 düzeyi arttıkça (azaldıkça) yapışkanlık düzeyi artmaktadır (azalmaktadır). Çalışmada pay getirisine etkisi tespit edilen işletmeye özgü faktörlerden kârlılık göstergeleri aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve net kâr marjı ayrı ayrı modele dâhil edilmektedir. Kâr ve kârlılığın artması işletmelerde yükümlülüklerin yerine getirilmesi, kâr dağıtımını veya firma değerini arttıracak yatırımlara kaynak yaratma kabiliyetini arttırması nedeniyle pay getirisine etkisinin pozitif olması beklenmektedir (Demir, 2001: 129; Güngör ve Yerdelen Kaygın, 2015: 161). Finansal performans göstergelerinden likidite oranları işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetini göstermektedir (Aydemir vd., 2012: 286). Likidite oranlarının pay getirilerine etkisinin pozitif olması beklenmektedir (Uluyol ve Türk, 2013: 381; Yaman, Korkmaz ve Açıkgöz, 2017: 196). Ancak likidite oranlarının yüksek olması atıl fonlara neden olacağı ve işletme kârlılıklarında yaratacağı negatif etki nedeniyle negatif etkinin görülmesi de mümkündür (Düzer, 2008: 69-70; Kurtaran vd., 2015: 43). Çalışmada likidite göstergesi olarak cari oran ele alınmaktadır. Modele dâhil edilen işletmeye özgü diğer kontrol değişkeni işletme kaldıraç oranıdır. Kaldıraç oranı işletme sermaye yapısında sahip olunan yabancı kaynak düzeyini ifade etmektedir. İşletmeler açısından kaldıraç kullanımı vergi etkisi nedeniyle kârlılık ve firma değeri üzerinde etkili olmaktadır. Bunun yanı sıra kaldıraç kullanımı işletmelerin sermaye maliyetine etki etmektedir. Bu kapsamda kaldıraç oranının pay getirisini pozitif etkilemesi beklenmektedir (Aydemir vd., 2012: 286; Mahdavinia ve Zolfaghari, 2017: 1094-1095). Ancak işletmelerde borç kullanımının yüksek olması finansal sıkıntı göstergesi olarak piyasada olumsuz bir sinyal

şeklinde algılanabilecektir. Dolayısıyla yüksek düzeyli kaldıraç kullanımı pay getirilerini negatif etkileyebilmektedir (Demir, 2001: 129; Düzer, 2008: 70-71; Ayrıçay ve Türk, 2014: 66). Modelde yer alan işletmeye özgü diğer faktör varlık devir hızıdır. Varlık devir hızı, işletme yatırımlarının nasıl kullanıldığına bir göstergesidir. Diğer şartlar sabitken varlık devir hızının yüksekliği işletmenin varlıklarını daha verimli kullandığını göstermektedir. Varlık devir hızının yükselmesi firma kârlılığını dolayısıyla hisse başı kârı artırır (Okka 2012: 112). İşletmelerin varlıklarını ne düzeyde etkin kullandığını göstermesi nedeniyle varlık devir hızı önem arz etmektedir. İşletme finansal performansında varlıkların etkin kullanımı kontrol edilebilen ve kararlarda etkili olan bir faktördür (Ayrıçay ve Türk, 2014: 67). Etkinliğin artmasının elde edilen kâra bağlı olarak firma performansını dolayısıyla firma değerini artırması beklenmektedir (Gümüş vd., 2017: 19). Turizmin ve pazarın özelliklerinin bir göstergesi olarak turist sayılarındaki değişimin modele dâhil edilmesi, turizm sektörünün özelliklerinin pay getirisine etkisini göstermesi nedeniyle önem arz etmektedir.

4.3. Veri ve Örneklem

Araştırmada kullanılan işletmeye özgü veriler, borsa ve işletmelere ilişkin finansal bilgilerin yer aldığı Thomson Reuters EIKON veritabanından elde edilmiştir. İşletmelerle ilgili veri kaynakları finansal tablolarıdır. İlgili tablolara Haziran 2018 - Temmuz 2018 döneminde ulaşılmıştır. İşletmelere özgü veriler işletmeler tarafından yıllık olarak açıklanan finansal durum tablosu (bilanço) ve kapsamlı kâr zarar durum tablosundan (gelir tablosu), pay senedi değerleri ise ilgili veritabanından doğrudan elde edilmiştir. Ülkelerin enflasyon oranları ve uluslararası turist sayıları Dünya Bankası Açık Veri sisteminden (The Worldbank, 2019) Haziran 2019'da elde edilmiştir.

Araştırma, turizm sektöründe maliyet yapışkanlığının pay senedi getirisine etkisinin tespit edilmesini amaçlamaktadır. Turizm alt sektörlerinden konaklama hizmetleri, eğlence hizmetleri ve yiyecek içecek hizmetlerini kapsayan çalışma farklı özellikleri ve sayıları nedeniyle üç alt sektörde sınıflandırılmış ve sınırlandırılmıştır. Thomson Reuters EIKON veritabanında, farklı kıta ve ülkelerde payları borsada işlem gören; konaklama hizmetleri sektörü, eğlence hizmetleri sektörü ve yiyecek içecek hizmetleri sektörü sınıflamaları altında 1.561 işletme yer almaktadır. Alt sektörler bağlamında en geniş örnekleme ulaşılması nedeniyle çalışma 2008-2017 dönemi yıllık verileri üzerinde gerçekleştirilmiştir. Örneklem, finansal tablolarına, değişkenler açısından verilerine ulaşılabilen, düzenli verisi bulunan ve maliyet yapışkanlığı ölçümü yapılabilen payları borsalarda işlem gören turizm işletmeleri gözlemlerini kapsamaktadır. Araştırma dönemi itibarıyla tabloları, test edilen modellerde yer alan değişkenlere yönelik verileri bulunmayan ve değişkenleri analize uygun olmayan işletmeler örnekleme dâhil edilmemiştir.

4.4. Analiz Yöntemi

Çalışmada turizm sektörü ve turizm alt sektörlerinde satışların maliyeti, satış ve genel yönetim giderleri ve toplam faaliyet giderleri maliyet yapışkanlığının pay getirisine etkileri analiz edilmektedir. Ampirik araştırmalarda regresyon modellerinin test edilmesinde üç tür veri söz konusudur. Veriler, sadece çok sayıda birimin tek dönemlik gözlemlerinden oluşan yatay kesit, tek bir birimin birden çok dönemini kapsayan zaman serisi ve yatay kesit ile zaman serilerinin birlikte alındığı havuzlanmış diğer ifadeyle panel olarak sınıflandırılmaktadır (Gujarati, 2004: 25; 636). Çalışmada regresyon analizleri panel veri setine dayalı olarak yapılmaktadır.

Büyük yatay kesit kısa zaman serisi (N>T) panel veri çalışmalarında genellikle eğim katsayılarının homojen olduğu varsayımı altında gözlemler havuzlanmakta ve yapılan çalışmalar özellikle uzun zaman serisine sahip panel verilerde bu varsayımın geçersiz olduğu yönünde bulgular ortaya koymaktadır (Baltagi, 2005: 201-202). Özellikle mevcut tüm verilerin kullanımı söz konusu olduğunda örneklem büyüklüğünü arttırmak mümkün olmamaktadır. Bununla birlikte çalışmalarda çoklu doğrusal bağlantı sorununa potansiyel bir çözüm olarak mevcut veri miktarını arttırmanın diğer yöntemi havuzlanmış bir örnek kullanmaktır. Panel verilerin havuzlanması yatay kesit ve zaman serisi boyutlarının birlikte kullanımını içermektedir (Brooks, 2008: 174). Havuzlanmış panelde veriler hem zaman serilerine hem de kesitsel boyutlara sahip olduğundan havuzlanmış regresyon analiziyle çözümlenmektedir. Diğer ifadeyle, veriler aynı zaman döneminde birden çok kesitten elde edilmekte ve analiz için veriler tek sütunda toplanmaktadır (Brooks, 2008: 280; 488). Panel verilerin havuzlanması işletmeye özgü ve spesifik birçok konunun çözümlenmesinin önüne geçmektedir (Brooks, 2008: 488) ancak kısa zaman serisinde belirli bir amaca yönelik kurulan modellerde panel veri analizinin yapılması mümkün olmamakta bu nedenle havuzlanmış regresyon analizi uygulanabilmektedir. Belirli varsayımlar altında havuzlanmış en küçük kareler tahmincisi tutarlı β 'ların elde edilmesinde kullanılmaktadır. Havuzlanmış en küçük kareler (HEKK) yönteminde regresyon eşitliği Formül 1'de yer aldığı şekildedir (Wooldridge, 2002: 256; Greene, 2012: 349);

$$y_{i,t} = \alpha + \beta x_{i,t} + v_{i,t} \quad (1)$$

Formül 1’de, $i = 1, \dots, N$ yatay kesitleri, $t = 1, \dots, T$ zamanı olmak üzere modelde yer alan $v_{i,t} \equiv \alpha_i + u_{i,t}$ bileşik hataları ifade etmektedir. Her t için $v_{i,t}$ gözlenemeyen etki ve hata terimleri toplamıdır. Bu modelde havuzlanmış EKK tahmincisi değişkenlerle $(x_{i,t})$ bileşik hata teriminin $(v_{i,t})$ korelasyonsuz ($E(x'_{i,t} v_{i,t}) = 0$) olduğu durumlarda tutarlı sonuçlar vermektedir (Wooldridge, 2002: 256).

Panel verilerde havuzlanmış en küçük kareler ile tahminlerin yapılmasında temel olarak iki varsayımın sağlanması gerekmektedir. Birincisi, her x açıklayıcı değişkenle bileşik hata teriminin korelasyonsuz olmasını diğer ifadeyle ekonometrik analizlerde, değişkenlerin dışsal olması gerektiğini ifade etmektedir (Gujarati, 2004: 701). İkinci varsayım ise açıklayıcı değişkenler arasında doğrusal bağlantının olmamasıdır. Bu varsayım olmaması model parametrelerinin etkinliği için gereklidir (Greene, 2012: 16). Bu çalışmada çoklu doğrusal bağlantı varsayımı Ender (2010) tarafından önerilen çoklu doğrusal bağlantı test yöntemi ile sınanmıştır. Test sonucunda elde edilen koşul sayısı (condition number) genel bir kural olarak 15’in üzerinde olduğunda çoklu doğrusal bağlantının varlığını göstermektedir (Williams, 2015: 4).

İki temel varsayımın yanı sıra HEKK regresyon tahmininin yapılması için değişen varyans ve otokorelasyonun olmaması gerekir (Wooldridge, 2002: 171). Bu varsayım hata terimlerinin varyansların sabit ve kovaryanslarının sifıra eşit olduğunu ifade etmektedir (Wooldridge, 2002: 171). Bu varsayımın sağlanamaması modelin genelliğini bozmaktadır (Greene, 2012: 16). Tahmin edilen modellerde hata terimlerinin sabit varyans varsayımı White (1980)’in genel değişen varyans testi ile otokorelasyon varsayımı ise Wooldridge (2002)’in testi ile sınanmıştır. HEKK regresyon tahminlerinde değişen varyans ve otokorelasyonun olması durumunda tutarlı β için dirençli standart hataların hesaplanması gerekir (Wooldridge, 2002: 175-176). Otokorelasyonun olmadığı (Wooldridge testi p değeri $>.05$) ancak değişen varyansın varlığı durumunda White’in değişen varyansa dirençli standart hatalar elde edilmesi gerekir (Wooldridge 2002: 56-57; Hoechle, 2007: 283). Değişen varyansa dirençli standart hataların hesaplanmasında değişen varyans dirençli $\hat{\beta}$ tahminci matrisi, $\hat{A}^{-1}\hat{B}\hat{A}^{-1}/N$ ’dir. Diğer ifadeyle $\hat{\beta}$ ’nin asimptotik varyansı ($Avâr(\hat{\beta})$) Formül 2’de gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır (Wooldridge, 2002: 57).

$$Avâr(\hat{\beta}) = (X'X)^{-1}(\sum_{i=1}^N \hat{u}_i^2 x_i' x_i)(X'X)^{-1} \quad (2)$$

Değişen varyansla birlikte otokorelasyon sorunu tespit edilen modellerde yatay kesit kümelenmiş dirençli standart hatalarla regresyon tahminleri gerçekleştirilmelidir (Wooldridge, 2002: 134-135; Hoechle, 2007: 285). Kümelenmiş dirençli standart hatalarla tahmin edilen regresyonda varyans hesaplaması Formül 3’te gösterildiği şekildedir (Rogers, 1993: 20).

$$var(b) = E(X'WX)^{-1}X'W(y - Ey)(y - Ey)'WX(X'WX)^{-1} \quad (3)$$

Çalışmada değişen varyans sorunu tespit edilen modeller White'ın değişen varyans dirençli standart hatalarla tahmin edilmiştir. Değişen varyansla birlikte otokorelasyon sorunu tespit edilen modeller ise yatay kesit kümelenmiş dirençli standart hatalarla tahmin edilmiştir. Zaman serisini içeren verilerde ele alınan değişkenlerde zamana bağlı dinamik etkinin varlığının incelenmesi yani birim kök etkisinin araştırılması T'nin sınırlı, N'nin büyük olduğu durumlarda gerekmemektedir (Wooldridge, 2002: 175). Bu nedenle analizlerde değişkenlerde birim kök etkisi incelenmemiştir. Değişkenlere ait gözlemlerin model tahminlerinde kullanımında uç gözlemlerin varlığı birçok istatistiki uygulama için önemli bir problem oluşturmaktadır (Ramsey ve Ramsey, 2007: 355). Veri setinde yer alan belirli gözlemlerin diğer gözlemlerle uyumsuz olduğu gözlemler uç olarak nitelendirilmektedir (Barnett ve Lewis, 1978: 4). Değişkenlere yönelik gözlemlerin uç değerlerinden arındırılması uç gözlemlerden kaynaklanan problemlerin giderilmesi açısından fayda sağlamaktadır (Wilcox, 2010: 163). Genel olarak çalışmalarda %10'u geçmeyen uç gözlemlerin arındırılması uygundur (Ramsey ve Ramsey, 2007: 360). Bu kapsamda çalışmada modellerde yer alan değişkenlerin minimum ve maksimum %2,5 içinde kalan uç gözlemleri arındırılarak modeller tahmin edilmiştir.

5. BULGULAR VE TARTIŞMA

Çalışmada turizm sektörü işletmelerinde satışların maliyeti, satış ve genel yönetim giderleri ile toplam faaliyet giderleri maliyet yapışkanlığı davranışının pay getirisine etkisi tespit edilmektedir. Bu bölümde maliyet yapışkanlığı davranışının turizm sektörü pay getirilerine olan etkisine ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve test edilen model bulguları sunulmaktadır.

Turizm sektörü genel örnekleminde satışların maliyeti (Panel A), SGYG (Panel B) ve toplam faaliyet giderleri (Panel C) maliyet yapışkanlığının pay senedi getirisine etkisine ilişkin modellerde yer alan değişkenler tanımlayıcı istatistikleri Tablo 2'de sunulmaktadır. Modellerde aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve net kâr marjına ilişkin tanımlayıcı istatistikler kendi örneklem değerleri iken diğer değişkenler (PSG, SMY, SGYG, TFGY, CO, KO, VDH) aktif kârlılığı örnekleminde yer alan gözlem istatistikleridir.

Tablo 2. Turizm sektöründe satışların maliyeti, SGYG ve toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisine ilişkin model değişkenleri tanımlayıcı istatistikleri

Panel A	PSG	SMY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.014	0.209	0.029	0.055	0.050	1.399	0.483	0.814	0.086
Ortanca	0.022	0.026	0.027	0.054	0.039	1.065	0.482	0.589	0.061
Maksimum	0.970	4.631	0.179	0.522	0.631	9.502	1.018	2.842	0.471
Minimum	-1.228	-1.983	-0.177	-0.672	-0.698	0.167	0.070	0.047	-0.278
SS	0.360	0.915	0.053	0.129	0.133	1.124	0.220	0.654	0.145
n	3691	3691	3691	3676	3718	3691	3691	3691	-
Panel B	PSG	SGYGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.019	0.396	0.032	0.060	0.052	1.379	0.485	0.881	0.088
Ortanca	0.028	0.084	0.029	0.058	0.039	1.059	0.482	0.665	0.061
Maksimum	0.953	6.649	0.180	0.488	0.610	6.943	1.005	2.991	0.471
Minimum	-1.215	-3.564	-0.185	-0.672	-0.728	0.170	0.085	0.046	-0.278
SS	0.354	1.334	0.053	0.129	0.123	1.073	0.213	0.676	0.152
n	3288	3288	3288	3286	3321	3288	3288	3288	-
Panel C	PSG	TFGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.023	0.160	0.031	0.059	0.046	1.297	0.495	0.894	0.088
Ortanca	0.030	0.073	0.028	0.058	0.037	1.024	0.497	0.682	0.061
Maksimum	0.970	3.468	0.180	0.508	0.405	6.049	1.005	2.985	0.471
Minimum	-1.186	-3.294	-0.171	-0.694	-0.482	0.181	0.093	0.082	-0.278
SS	0.362	0.852	0.051	0.129	0.098	0.960	0.208	0.666	0.150
n	3288	3288	3288	3288	3296	3286	3286	3286	-

PSG: Pay senedi getirisi; SMY: Satışların maliyeti yapışkanlığı; AK: Aktif kârlılığı; ÖK: Özkaynak kârlılığı; NKM: Net kâr marjı; CO: Cari oran; KO: Kaldıraç oranı; VDH: Varlık devir hızı; TSD: Turist sayısındaki değişim; SGYGY: Satış ve genel yönetim giderleri yapışkanlığı; TFGY: Toplam faaliyet giderleri yapışkanlığı; SS: Standart sapma; n: Gözlem sayısı

Tablo 2 Panel A’da yer alan turizm sektöründe satışların maliyeti yapışkanlığının pay getirisine etkisine yönelik modellerde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.014, satışların maliyeti yapışkanlık düzeyi (SMY) 0.209, aktif kârlılığı (AK) 0.029, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.055, net kâr marjı (NKM) 0.050, cari oran (CO) 1.399, kaldıraç oranı (KO) 0.483, varlık devir hızı (VDH) 0.814 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.086 olarak gözlenmiştir. Standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapmanın cari oran ve satışların maliyeti yapışkanlık değişkenleri olduğu görülmektedir. SMY minimum değerleri incelendiğinde negatif değerler satışlardaki azalışa karşı maliyetlerde artışın devam ettiğine işaret etmektedir.

Turizm sektörü genel örnekleminde SGYG yapışkanlığının pay getirisine etkisine yönelik model değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistiklerin yer aldığı Tablo 2 Panel B incelendiğinde işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.019, SGYG yapışkanlık ölçüsü (SGYGY) 0.396, aktif kârlılığı (AK) 0.032, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.06, net kâr marjı (NKM) 0.052, cari oran (CO) 1.379, kaldıraç oranı (KO) 0.485, varlık devir hızı (VDH) 0.881 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.088 olarak gözlenmiştir. Değişkenlere ilişkin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapma değerinin SGYG yapışkanlık değişkeni olduğu görülmektedir. Yüksek standart sapma işletmelerin satışlardaki azalışlara karşı SGYG’de gözlenen yapışkanlık davranışının değişkenlik gösterdiği ayrıca negatif minimum değerler bazı işletmelerde satışlardaki azalışlara karşı SGYG’deki değişimin artış yönünde olduğunu göstermektedir.

Toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının turizm sektörü pay getirisine etkisine yönelik modellerde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklerin yer aldığı Tablo 2 Panel C incelendiğinde işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.023, ortalama toplam faaliyet giderleri yapışkanlık düzeyi (TFGY) 0.160, aktif kârlılığı (AK) 0.031, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.059, net kâr marjı (NKM) 0.046, cari oran (CO) 1.297, kaldıraç oranı (KO) 0.495, varlık devir hızı (VDH) 0.894 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.088 olarak gözlenmiştir. Standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapmanın sırasıyla cari oran ve toplam faaliyet giderleri yapışkanlığı değişkenlerinde olduğu Panel C’de görülmektedir. Tanımlayıcı istatistiklere göre turizm sektöründe SGYG yapışkanlık düzeyine karşın toplam faaliyet giderleri yapışkanlık düzeyinin daha düşük olduğu söylenebilir.

Turizm sektöründe satışların maliyeti, satış ve genel yönetim giderleri ve faaliyet giderleri yapışkanlık davranışının pay getirisine etkisinin tespitine yönelik kurulan model test sonuçları Tablo 3’te sunulmaktadır. Modellerde aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve net kâr marjına birlikte yer verilmemiş olup kârlılık düzeyleri ayrı ayrı test edilmiştir. Aktif kârlılığının dâhil edildiği model sonuçları (a) sütununda, özkaynak kârlılığının yer aldığı model sonuçları (b) sütununda ve net kâr marjının dâhil edildiği model sonuçları (c) sütununda yer almaktadır.

Tablo 3. Turizm sektöründe satışların maliyeti, SGYG ve toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisi

	Satışların Maliyeti			SGYG			Toplam Faaliyet Giderleri		
	Yapışkanlığı			Yapışkanlığı			Yapışkanlığı		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
β_0	-0.10***	-0.09***	-0.11***	-0.09***	-0.07***	-0.09***	-0.11***	-0.08***	-0.11***
Sabit	(-6.09)	(-5.04)	(-5.32)	(-4.42)	(-3.57)	(-4.10)	(-4.77)	(-3.54)	(-4.51)
β_1	.01*	.01*	.005	-.01*	-.01**	-.01*	-.01**	-.01*	-.01**
MY	(1.80)	(1.76)	(0.87)	(-1.88)	(-2.00)	(-1.85)	(-2.07)	(-1.82)	(-2.07)
β_2	1.16***			1.14***			1.27***		
AK	(10.42)			(10.36)			(10.99)		
β_3		.47***			.48***			.46***	
ÖK		(10.32)			(10.87)			(9.93)	
β_4			.34***			.40***			.55***
NKM			(6.30)			(6.30)			(7.35)
β_5	.001	.003	.001	-.001	-.000	-.003	.001	.002	-.002
CO	(0.25)	(0.55)	(0.19)	(-0.23)	(-0.08)	(-0.45)	(0.10)	(0.36)	(-0.38)
β_6	.12***	.08***	.09***	.11***	.08***	.09***	.14***	.08***	.12***
KO	(4.62)	(3.03)	(3.58)	(3.91)	(2.58)	(3.23)	(4.46)	(2.68)	(3.91)
β_7	.03**	.03***	.05***	.02**	.02***	.04***	.02*	.02*	.04***
VDH	(3.48)	(4.44)	(7.01)	(2.26)	(2.92)	(5.49)	(1.91)	(2.76)	(5.02)
β_8	.16***	.16***	.15***	.13***	.14***	.13*	.15***	.16***	.15***
TSD	(5.40)	(5.48)	(5.06)	(4.39)	(4.59)	(4.21)	(4.81)	(4.90)	(4.61)
R^2	%3.9	%4.2	%2.7	%3.7	%4.1	%2.8	%4	%3.8	%3.2
F istatistiği	30.2	33.6	19.9	26.9	32.4	16.8	29.1	26.8	18.54
n	3691	3676	3718	3288	3286	3321	3288	3288	3296
Wooldridge testi	101.4	102.1	107.1	103.5	104.0	105.7	86.1	87.4	87.8
p değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
White testi	120.7	127.8	125.0	148.1	161.7	162.1	162.8	170.0	165.4
CN	8.9	8.7	8.8	9.4	9.2	9.3	9.7	9.5	9.6

t değerleri parantez içinde yer almaktadır. Test sonuçları dirençli standart hatalara dayanmaktadır.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. n: Gözlem sayısı

Turizm sektöründe satışların maliyeti yapışkanlık düzeyinin pay getirisine etkisinin analiz edildiği model test sonuçlarının yer aldığı Tablo 3 incelendiğinde, satışların maliyeti yapışkanlığı arttıkça pay getirisi artmaktadır ($\beta_1: .01$ $p<.10$). Elde edilen bu bulgu işletmelerde satışlardaki düşüşe karşı satışların maliyetindeki artışların piyasa tarafından olumlu algılandığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Modelde yer alan kontrol değişkenlerine yönelik bulgular incelendiğinde turizm sektörü pay getirisinde işletmelerin kârlılık düzeyinin ($\beta_2: 1.16$; $\beta_3: .47$; $\beta_4: .34$ $p<.01$), kaldıraç oranının (β_6 $p<.01$), varlık devir hızının (β_7 $p<.01$) pozitif anlamlı etkisinin olduğu saptanmıştır. Turizm sektörü pay getirisinde cari oranın (β_5 $p>.10$) anlamlı bir etkisi saptanmamıştır. Bununla birlikte turist sayısındaki değişimin turizm sektörü pay getirilerini pozitif (β_8 $p<.01$) yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Turizm sektöründe SGYG yapışkanlık düzeyinin pay getirisine etkisinin incelendiği model test sonuçlarına göre SGYG maliyet yapışkanlığı arttıkça pay getirisi azalmaktadır ($\beta_1: -.01$ $p<.10$). Elde edilen bu bulgu işletmelerde satışlardaki düşüşe karşı SGYG'deki azalış düzeyinin azaldığı ölçüde pay getirisinin azaldığını göstermektedir. Satışlara karşı SGYG'deki azalış düzeyinin %1 oranında daha az azalması, yani yapışkanlığın gözlenmesi pay getirilerinin 0.01 oranında azalmasına neden olmaktadır. Elde edilen bu bulgu Johnson (2016)'ın gelecek anormal pay getirilerinde SGYG'deki değişimlerin etkili olduğu ve SGYG'deki yapışkanlık durumunun anormal pay getirilerini negatif etkilediği bulgusuyla örtüşmektedir. Çalışmada elde edilen bu bulgu piyasalarda işletme SGYG maliyet davranışlarının pay senedi getirisini etkilediğini, yatırımcılar tarafından maliyet davranışının dikkate alındığını göstermektedir. He vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada Japonya'da varlık krizi öncesi dönemde SGYG yapışkanlığının daha yüksek olduğu saptanmıştır. 2007 krizi sonrasını kapsayan bu çalışmada yapışkanlık düzeyinin etkisinin kriz sonrası işletmelerin kaynak ayarlama davranışlarına bağlı olarak düşük düzeyde gözlendiği söylenebilir. SGYG maliyet yapışkanlığının pay getirisine etkisinin incelendiği modelde ele alınan kontrol değişkenlerine yönelik bulgular turizm sektörü pay getirisinde işletmelerin kârlılık düzeyinin ($\beta_2: 1.14$; $\beta_3: .48$; $\beta_4: .40$ $p<.01$), kaldıraç oranının (β_6 $p<.01$), varlık devir hızının (β_7 $p<.01$) anlamlı pozitif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Turizm sektörü pay getirisinde cari oranın (β_5 $p>.10$) anlamlı bir etkisi saptanmamıştır. Turist sayısındaki değişimin (β_8 $p<.01$) ise turizm sektörü pay getirilerini pozitif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Turizm sektöründe toplam faaliyet giderleri yapışkanlık düzeyinin pay getirisine etkisinin incelendiği model test sonuçları Tablo 3'te yer almaktadır. Elde edilen bulgular SGYG yapışkanlık sonuçlarıyla benzerlik göstermekte olup turizm sektöründe toplam faaliyet giderleri maliyet yapışkanlığı pay senedi getirilerini 0.01 (β_1 $p<.10$) düzeyinde azaltmaktadır.

İşletmelerin maliyet yapışkanlık düzeyi arttıkça pay getirileri azalmaktadır. Turizm sektörü işletmelerinin aktif kârlılığı (β_2 : 1.27 p<.01), özkaynak kârlılığı (β_3 : .46 p<.01) ve net kâr marjı (β_4 : .55 p<.01) arttığında pay getirileri artmaktadır. İşletmelerde kaldıraç oranı (β_6 p<.01) ve varlık devir hızı (β_7 p<.10) turizm sektörü pay getirilerini pozitif etkilemektedir. Turizm sektöründe faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirilerine etkisinin test edildiği modellerde de cari oranın anlamlı etkisi saptanamamıştır. Turizm sektöründe büyümenin göstergesi olan turist sayısındaki değişimin pay getirisini pozitif yönde (β_8 p<.01) etkilediği gözlenmiştir.

Turizm alt sektörleri örneklerinde satışların maliyeti yapışkanlık davranışının pay getirisine etkisine ilişkin test edilen modellerde yer alan değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine Tablo 4'te yer verilmektedir. Modellerde kârlılık değişkenlerinin yer aldığı ayrı örnekler üzerinden analizler gerçekleştirilmiş olup tanımlayıcı istatistikler özkaynak kârlılığı ve net kâr marjına ilişkin tanımlayıcı istatistikler kendi örneklerindeki değerleri iken diğer değişkenler aktif kârlılığına ilişkin örnekte yer alan gözlem tanımlayıcı istatistikleridir.

Tablo 4. Turizm alt sektörlerinde satışların maliyeti yapışkanlığının pay getirisine etkisine ilişkin model değişkenleri tanımlayıcı istatistikleri

Konaklama	PSG	SMY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	-0.024	0.368	0.024	0.039	0.071	1.471	0.438	0.359	0.073
Ortanca	-0.017	0.072	0.021	0.041	0.065	1.060	0.428	0.289	0.057
Maksimum	0.966	4.631	0.178	0.522	0.631	9.502	1.008	2.546	0.471
Minimum	-1.215	-1.983	-0.166	-0.617	-0.686	0.170	0.071	0.047	-0.278
SS	0.389	1.071	0.047	0.099	0.164	1.304	0.224	0.280	0.106
n	1518	1518	1518	1501	1482	1518	1518	1518	-
Eğlence	PSG	SMY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.028	0.257	0.028	0.060	0.048	1.343	0.529	0.736	0.072
Ortanca	0.031	0.063	0.029	0.063	0.043	1.062	0.538	0.601	0.050
Maksimum	0.970	3.523	0.179	0.519	0.623	7.821	1.018	2.842	0.471
Minimum	-1.228	-1.555	-0.168	-0.672	-0.589	0.167	0.073	0.052	-0.278
SS	0.375	0.858	0.048	0.132	0.134	0.978	0.209	0.549	0.135
n	952	952	952	954	967	952	952	952	-
Yiyecek İçecek	PSG	SMY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.051	-0.028	0.037	0.070	0.028	1.353	0.502	1.439	0.111
Ortanca	0.056	-0.030	0.035	0.074	0.025	1.073	0.497	1.421	0.082
Maksimum	0.963	2.113	0.179	0.520	0.546	7.729	1.017	2.835	0.471
Minimum	-1.218	-1.911	-0.177	-0.672	-0.698	0.179	0.070	0.110	-0.278
SS	0.302	0.667	0.061	0.155	0.075	0.976	0.212	0.555	0.186
n	1221	1221	1221	1221	1269	1221	1221	1221	-

PSG: Pay senedi getirisi; SMY: Satışların maliyeti yapışkanlığı; AK: Aktif kârlılığı; ÖK: Özkaynak kârlılığı; NKM: Net kâr marjı; CO: Cari oran; KO: Kaldıraç oranı; VDH: Varlık devir hızı; TSD: Turist sayısındaki değişim; SS: Standart sapma; n: Gözlem sayısı

Turizm alt sektörlerinde satışların maliyeti yapışkanlığının pay getirisine etkisine yönelik modellerin testinde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklerin bulunduğu Tablo 4 incelendiğinde, konaklama hizmetleri sektöründe işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) -0.024, satışların maliyeti yapışkanlığı (SMY) 0.368, aktif kârlılığı (AK) 0.024, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.039, net kâr marjı (NKM) 0.071, cari oran (CO) 1.471, kaldıraç oranı (KO) 0.438, varlık devir hızı (VDH) 0.359 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.073 olarak gözlenmiştir. Eğlence hizmetleri sektörü tanımlayıcı istatistikleri incelendiğinde işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.028, satışların maliyeti yapışkanlık düzeyi (SMY) 0.257, aktif kârlılığı (AK) 0.028, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.060, net kâr marjı (NKM) 0.048, cari oran (CO) 1.343, kaldıraç oranı (KO) 0.529, varlık devir hızı (VDH) 0.736 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.072'dir. Yiyecek içecek hizmetleri sektörü tanımlayıcı istatistikleri incelendiğinde işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.051, satışların maliyeti yapışkanlık düzeyi (SMY) -0.028, aktif kârlılığı (AK) 0.037, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.070, net kâr marjı (NKM) 0.028, cari oran (CO) 1.353, kaldıraç oranı (KO) 0.502, varlık devir hızı (VDH) 1.439 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.111'dir. Satışların maliyeti yapışkanlık ölçümüne göre yiyecek içecek işletmelerinde yapışmazlık davranışının gözlemlendiği söylenebilmektedir. Turizm alt sektörlerinde satışların maliyeti yapışkanlığının pay getirisine etkisine yönelik kurulan model test sonuçları Tablo 5'te sunulmaktadır.

Tablo 5. Satışların maliyeti yapışkanlık davranışının turizm alt sektörleri pay getirisine etkisi

Satışların Maliyeti Yapışkanlığı									
	Konaklama Hizmetleri			Eğlence Hizmetleri			Yiyecek İçecek Hizmetleri		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
β_0	.10***	-.08***	-.10***	-.14***	-.11***	-.11**	-.10***	-.10***	-.11**
Sabit	(-3.56)	(-2.97)	(-3.47)	(-3.63)	(-2.86)	(-2.56)	(-2.71)	(-2.72)	(-2.81)
β_1	.02**	.02***	.01**	.01	.01	.01	-.01	-.00	-.002
SMY	(2.34)	(2.65)	(1.99)	(0.92)	(0.86)	(0.92)	(0.37)	(-0.03)	(-0.18)
β_2	1.30***			1.02***			1.15***		
AK	(6.10)			(3.65)			(8.21)		
β_3		.48***			.45***			.47***	
ÖK		(4.39)			(4.62)			(8.52)	
β_4			.30***			.28**			0.83***
NKM			(4.48)			(2.58)			(4.67)
β_5	-.01*	-.01	-.01*	.02	.01	.02	.01	.02***	.01*
CO	(-1.67)	(-1.32)	(-1.67)	(1.47)	(1.08)	(1.12)	(1.61)	(2.76)	(1.74)
β_6	.13***	.10**	.11***	.17***	.11**	.13***	.11**	.08*	.08*
KO	(3.15)	(2.35)	(2.82)	(3.18)	(2.09)	(2.29)	(2.37)	(1.77)	(1.73)
β_7	-.06**	-.06**	-.03	.03	.03	.04*	.02	.03**	.05***
VDH	(-2.22)	(-2.07)	(-0.96)	(1.38)	(1.53)	(2.19)	(1.09)	(2.01)	(3.14)
β_8	.31***	.35***	.33***	.06	.08	.06	.13***	.12***	.12***
TSD	(4.32)	(4.60)	(4.44)	(0.83)	(1.15)	(0.83)	(4.10)	(3.72)	(3.82)
R^2	%3.3	%2.8	%2.6	%2.4	%3.2	%1.5	%6.1	%7.1	%5.1
F istatistiği	11.1	9.0	7.6	4.8	7.2	2.97	15.9	17.1	8.7
N	1518	1501	1482	952	954	967	1221	1221	1269
Wooldridge testi	49.3	50.0	52.2	24.2	26.1	25.8	20.1	21.1	24.3
p değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
White testi	35.9	33.9	35.8	30.6	38.7	33.1	94.9	96.1	115.8
CN	7.7	7.6	7.6	10.7	10.2	10.5	12.5	12.6	12.3

t değerleri parantez içinde yer almaktadır. Test sonuçları dirençli standart hatalara dayanmaktadır.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. n: Gözlem sayısı

Tablo 5’te yer alan konaklama hizmetleri sektöründe pay getirisini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik kurulan model test sonuçlarına göre satışların maliyeti yapışkanlık davranışının pay getirisine etkisinin pozitif yönde anlamlı (β_1 $p < .05$) olduğu saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu konaklama hizmetleri sektöründe satışlardaki düşüş dönemlerinde satışların maliyetindeki yapışkanlığın pay getirisini arttırdığını ortaya koymaktadır. Modellerde konaklama hizmetleri sektörü pay getirisinde etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı (β_2 : 1.30 $p < .01$), özkaynak kârlılığı (β_3 : .48 $p < .01$), net kâr marjı (β_4 : .30 $p < .01$), cari oran (β_5 $p < .10$), kaldıraç oranı (β_6 $p < .05$) ve varlık devir hızı (β_7 $p < .05$) olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte konaklama hizmetleri sektörü pay getirileri turist sayısındaki değişimden (β_8 $p < .01$) pozitif etkilenmektedir.

Eğlence hizmetleri sektörü pay getirilerinde satışların maliyeti yapışkanlık davranışının (β_1 $p > .10$) anlamlı bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Modellerde eğlence hizmetleri sektöründe etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı (β_2 : 1.02 $p < .01$), özkaynak kârlılığı (β_3 : .45 $p < .01$), net kâr marjı (β_4 : 0.28 $p < .05$) ve kaldıraç oranı (β_6 $p < .05$) olduğu ayrıca varlık devir hızının (β_7 $p < .10$) kısmen etkili olduğuna yönelik bulgulara rastlanmıştır. Bununla birlikte eğlence hizmetleri sektörü pay getirilerinde turist sayısındaki değişimin anlamlı bir etkisinin olmadığı (β_8 $p > .10$) gözlenmiştir.

Yiyecek içecek hizmetleri sektöründe satışların maliyeti yapışkanlığının pay getirilerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı (β_1 $p > .10$) gözlenmiştir. Modellerde yiyecek içecek hizmetleri sektörü pay getirilerinde aktif kârlılığı (β_2 : 1.15 $p < .01$), özkaynak kârlılığı (β_3 : .47 $p < .01$), net kâr marjı (β_4 : .83 $p < .01$), cari oran (β_5 $p < .10$), kaldıraç oranı (β_6 $p < .10$) ve varlık devir hızının (β_7 $p < .10$) etkili olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte turist sayısındaki değişimin yiyecek içecek hizmetleri sektörü pay getirilerini pozitif (β_8 $p < .01$) etkilediği saptanmıştır.

Turizm alt sektörlerinde SGYG yapışkanlığı davranışının pay senedi getirisine etkisine ilişkin test edilen modellerde yer alan değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine Tablo 6’da yer verilmektedir. Modellerde kârlılık değişkenlerinin yer aldığı ayrı örneklemeler üzerinden analizler gerçekleştirilmiş olup tanımlayıcı istatistikler özkaynak kârlılığı ve net kâr marjına ilişkin tanımlayıcı istatistikler kendi örneklemelerindeki değerleri iken diğer değişkenler aktif kârlılığına ilişkin örneklemde yer alan gözlem istatistikleridir.

Tablo 6. Turizm alt sektörleri SGYG yapışkanlığının pay getirisine etkisine ilişkin model değişkenleri tanımlayıcı istatistikleri

Konaklama	PSG	SGYGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	-0.020	0.569	0.026	0.042	0.077	1.532	0.423	0.388	0.074
Ortanca	-0.022	0.274	0.023	0.043	0.070	1.119	0.408	0.310	0.059
Maksimum	0.932	6.218	0.179	0.409	0.610	6.903	1.002	2.546	0.471
Minimum	-1.215	-3.564	-0.185	-0.648	-0.686	0.170	0.085	0.046	-0.278
SS	0.384	1.394	-0.111	0.097	0.152	1.266	0.216	0.314	0.109
n	1238	1238	1238	1233	1204	1238	1238	1238	-
Eğlence	PSG	SGYGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.028	0.192	0.031	0.070	0.052	1.287	0.540	0.780	0.071
Ortanca	0.035	-0.008	0.031	0.069	0.045	1.022	0.548	0.636	0.050
Maksimum	0.953	4.736	0.179	0.466	0.531	6.943	0.999	2.979	0.471
Minimum	-1.210	-3.440	-0.183	-0.662	-0.728	0.175	0.087	0.052	-0.278
SS	0.376	1.293	0.049	0.126	0.138	0.992	0.189	0.563	0.140
n	876	876	876	883	942	876	876	876	-
Yiyecek İçecek	PSG	SGYGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.055	0.365	0.038	0.072	0.028	1.288	0.510	1.476	0.115
Ortanca	0.059	0.026	0.035	0.074	0.024	1.042	0.505	1.434	0.089
Maksimum	0.935	6.649	0.180	0.488	0.480	6.845	1.005	2.991	0.471
Minimum	-1.181	-2.330	-0.171	-0.672	-0.698	0.179	0.111	0.110	-0.278
SS	0.293	1.275	0.060	0.156	0.069	0.875	0.209	0.567	0.190
n	1174	1174	1174	1170	1217	1174	1174	1174	-

PSG: Pay senedi getirisi; SGYGY: Satış ve genel yönetim giderleri yapışkanlığı; AK: Aktif kârlılığı; ÖK: Özkaynak kârlılığı; NKM: Net kâr marjı; CO: Cari oran; KO: Kaldıraç oranı; VDH: Varlık devir hızı; TSD: Turist sayısındaki değişim; SS: Standart sapma; n: Gözlem sayısı

Turizm alt sektörlerinde SGYG yapışkanlığının pay getirisine etkisine yönelik modellerin testinde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler tablosu (Tablo 6) incelendiğinde konaklama hizmetleri sektöründe işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) -0.020, SGYG yapışkanlık düzeyi (SGYGY) 0.569, aktif kârlılığı (AK) 0.026, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.042, net kâr marjı (NKM) 0.077, cari oran (CO) 1.532, kaldıraç oranı (KO) 0.423, varlık devir hızı (VDH) 0.388 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.074 olarak gözlenmiştir. Eğlence hizmetleri sektörü işletmeleri ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.028, SGYG yapışkanlık düzeyi (SGYGY) 0.192, aktif kârlılığı (AK) 0.031, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.070, net kâr marjı (NKM) 0.052, cari oran (CO) 1.287, kaldıraç oranı (KO) 0.540, varlık devir hızı (VDH) 0.780 ve turist

sayısındaki değişim (TSD) 0.071 olarak gözlenmiştir. Örneklemeye ilişkin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapma değerinin SGYG yapışkanlık değişkeni olduğu görülmektedir. Yiyecek içecek hizmetleri sektörü işletmelerinin ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.055, SGYG yapışkanlık düzeyi (SGYGY) 0.365, aktif kârlılığı (AK) 0.038, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.072, net kâr marjı (NKM) 0.028, cari oran (CO) 1.288, kaldıraç oranı (KO) 0.510, varlık devir hızı (VDH) 1.476 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.115 olarak gözlenmiştir. Örneklemeye ilişkin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapma değerinin SGYG yapışkanlık değişkeni olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin satışlardaki azalışlara karşı SGYG’de gözlenen yapışkanlık davranışının değişkenlik gösterdiğini ayrıca minimum değerler belirli işletmelerde satışlardaki azalışlara karşı SGYG’deki değişimin artış yönünde olduğunu göstermektedir. Turizm sektöründe SGYG yapışkanlık davranışının turizm alt sektörleri pay getirisine etkisinin tespit edilmesine yönelik kurulan model test sonuçları Tablo 7’de sunulmaktadır.

Tablo 7. Turizm alt sektörlerinde toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisine ilişkin model değişkenleri tanımlayıcı istatistikleri

SGYG Yapışkanlığı									
	Konaklama Hizmetleri			Eğlence Hizmetleri			Yiyecek İçecek Hizmetleri		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
β_0	-0.09***	-0.08**	-0.10***	-0.06	-0.04	-0.02	-0.07**	-0.07	-0.09**
Sabit	(-2.78)	(-2.55)	(-3.14)	(-1.50)	(-0.85)	(-0.90)	(-1.83)	(-1.64)	(-2.19)
β_1	-0.01	-0.01	-0.01	-0.001	-0.001	-0.001	-0.01**	-0.01**	-0.01*
SGYGY	(-0.98)	(-0.91)	(-0.99)	(-0.26)	(-0.80)	(-0.17)	(-1.80)	(-1.87)	(-1.69)
β_2	1.19**			0.99***			1.19**		
AK	(5.12)			(3.76)			(9.15)		
β_3		.49***			.45***			.50***	
ÖK		(4.48)			(4.66)			(9.02)	
β_4			.33***			.35***			1.00***
NKM			(4.16)			(3.22)			(6.06)
β_5	-0.01	-0.01	-0.01	.002	-0.003		.01	.02*	.01
CO	(-1.31)	(-1.01)	(-1.23)	(0.17)	(-0.27)		(1.33)	(1.67)	(1.23)
β_6	.14***	.13***	.13***	.07	.03		.13**	.09*	.10**
KO	(3.02)	(2.81)	(2.93)	(1.18)	(0.38)		(2.95)	(1.75)	(2.36)
β_7	-0.06**	-0.06**	-0.01	.03	.03	.04*	-0.01	.01	.02
VDH	(-2.29)	(-2.21)	(-0.43)	(1.27)	(1.44)	(1.94)	(-0.52)	(0.57)	(1.61)
β_8	.25***	.29***	.28***	.01	.02	.01	.13***	.12***	.13***
TSD	(3.25)	(3.84)	(3.60)	(0.11)	(0.29)	(0.07)	(4.07)	(3.72)	(4.07)
R^2	%2.7	%2.6	%2.5	%1.9	%2.7	%1.7	%6.4	%7.8	%6.1
F istatistiği	8.3	8.1	6.4	2.9	5.1	2.9	16.1	17.1	14.3
n	1238	1233	1204	876	883	942	1174	1170	1217
Wooldridge testi	48.4	51.4	45.7	29.0	30.0	33.1	19.1	18.3	22.9
p değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
White testi	40.1	44.1	42.5	42.9	53.1	51.3	69.0	71.2	90.6
CN	7.9	7.8	7.9	11.1	10.7	3.6	13.2	13.2	12.8

t değerleri parantez içinde yer almaktadır. Test sonuçları dirençli standart hatalara dayanmaktadır.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. n: Gözlem sayısı

Tablo 7’de sunulan turizm alt sektörlerinde pay getirisini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik kurulan model test sonuçlarına göre konaklama hizmetleri sektörü SGYG yapışkanlık davranışının pay getirisinde etkisinin anlamlı olmadığı ($\beta_1 p > .10$) saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu konaklama hizmetleri sektöründe satışlardaki değişime karşı SGYG’de gözlenen değişimlerin pay getirisinde etkili olmadığını göstermektedir. Modellerde konaklama hizmetleri sektöründe etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı ($\beta_2: 1.19 p < .01$), özkaynak kârlılığı ($\beta_3: .49 p < .01$), net kâr marjı ($\beta_4: .33 p < .01$), kaldıraç oranı ($\beta_6 p < .01$) ve varlık devir hızı ($\beta_7 p < .05$) olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte turist sayısındaki değişim ($\beta_8 p < .01$) konaklama hizmetleri sektörü pay getirilerini pozitif etkilemektedir.

Eğlence hizmetleri sektörü örneğinde pay getirisinde SGYG yapışkanlık davranışının ($\beta_1 p > .10$) anlamlı olmadığı saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu eğlence hizmetleri sektöründe satışlardaki değişime karşı SGYG’deki değişimlerin pay getirilerinde etkili olmadığını göstermektedir. Test edilen modellerde eğlence hizmetleri sektörü pay getirilerinde aktif kârlılığı ($\beta_2: .99 p < .01$), özkaynak kârlılığı ($\beta_3: 0.45 p < .01$), net kâr marjı ($\beta_4: .35 p < .01$) ve varlık devir hızının ($\beta_7 p < .10$) etkili olduğu bulgularına ulaşılmıştır. Bununla birlikte eğlence hizmetleri sektörü pay getirilerinde turist sayısındaki değişimin etkisinin anlamsız ($\beta_8 p > .10$) olduğu saptanmıştır.

Yiyecek içecek hizmetleri sektörü pay getirisinde SGYG yapışkanlık davranışının pay getirilerini negatif ($\beta_1 p < .10$) etkilediğine yönünde bulgular elde edilmiştir. Modellerde yiyecek içecek hizmetleri sektöründe etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı ($\beta_2: 1.19 p < .01$), özkaynak kârlılığı ($\beta_3: .50 p < .01$), net kâr marjı ($\beta_4: 1.00 p < .01$) ve kaldıraç oranı ($\beta_6 p < .10$) olduğu saptanmıştır. Yiyecek içecek hizmetleri sektöründe özkaynak kârlılığının ele alındığı (b) model test sonuçlarına göre cari oranın pay getirisini pozitif ($\beta_5: .02 p < .10$) etkilediğine yönelik bulgulara rastlanmıştır. Bununla birlikte yiyecek içecek hizmetleri sektöründe varlık devir hızının ($\beta_7 p > .10$) pay getirisine anlamlı etkisi saptanmamıştır. Turist sayısındaki değişimin yiyecek içecek hizmetleri sektörü pay getirilerini pozitif ($\beta_8 p < .01$) etkilediği saptanmıştır.

Turizm alt sektörlerinde toplam faaliyet giderleri yapışkanlığı davranışının pay senedi getirisine etkisine ilişkin test edilen modellerde yer alan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 8’de sunulmaktadır. Modellerde kârlılık değişkenlerinin yer aldığı ayrı örneklemeler üzerinden analizler gerçekleştirilmiş olup tanımlayıcı istatistikler çok küçük farklar olmakla birlikte yaklaşık olarak aynı olduğu için özkaynak kârlılığı ve net kâr marjına ilişkin tanımlayıcı istatistikler kendi örneklemelerindeki değerleri iken diğer değişkenler aktif kârlılığına ilişkin örnekleme yer alan gözlem istatistikleridir.

Tablo 8. Turizm alt sektörlerinde toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisine ilişkin model değişkenleri tanımlayıcı istatistikleri

Konaklama	PSG	TFGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	-0.019	0.314	0.027	0.048	0.063	1.389	0.438	0.410	0.073
Ortanca	-0.019	0.166	0.023	0.044	0.063	1.051	0.429	0.338	0.056
Maksimum	0.966	3.468	0.179	0.504	0.403	6.043	0.975	2.546	0.471
Minimum	-1.186	-2.381	-0.166	-0.617	-0.482	0.181	0.093	0.082	-0.278
SS	0.393	0.912	0.044	0.093	0.124	1.109	0.205	0.308	0.107
n	1236	1236	1236	1235	1203	1236	1236	1236	-
Eğlence	PSG	TFGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.037	0.064	0.030	0.066	0.047	1.200	0.555	0.808	0.072
Ortanca	0.038	0.039	0.029	0.067	0.040	1.018	0.563	0.670	0.050
Maksimum	0.970	2.332	0.179	0.508	0.405	5.971	0.999	2.979	0.471
Minimum	-1.142	-3.294	-0.171	-0.672	-0.405	0.186	0.105	0.083	-0.278
SS	0.383	0.768	0.048	0.133	0.094	0.818	0.192	0.565	0.139
n	873	873	873	876	880	873	873	873	-
Yiyecek İçecek	PSG	TFGY	AK	ÖK	NKM	CO	KO	VDH	TSD
Ortalama	0.058	0.070	0.037	0.070	0.028	1.272	0.511	1.463	0.114
Ortanca	0.061	0.006	0.0235	0.074	0.024	1.010	0.507	1.428	0.089
Maksimum	0.963	2.818	0.180	0.504	0.370	6.049	1.005	2.985	0.471
Minimum	-1.181	-3.255	-0.171	-0.694	-0.406	0.196	0.111	0.128	-0.278
SS	0.305	0.824	0.059	0.155	0.064	0.878	0.208	0.572	0.188
n	1179	1179	1179	1177	1213	1179	1179	1179	-

PSG: Pay senedi getirisi; TFGY: Toplam faaliyet giderleri yapışkanlığı; AK: Aktif kârlılığı; ÖK: Özkaynak kârlılığı; NKM: Net kâr marjı; CO: Cari oran; KO: Kaldıraç oranı; VDH: Varlık devir hızı; TSD: Turist sayısındaki değişim; SS: Standart sapma; n: Gözlem sayısı

Turizm alt sektörlerinde toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisinin test edildiği modellerde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler tablosu (Tablo 8) incelendiğinde konaklama hizmetleri sektöründe işletmelerin ortalama pay senedi getirisi (PSG) -0.019, toplam faaliyet giderleri yapışkanlık düzeyi (TFGY) 0.314, aktif kârlılığı (AK) 0.027, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.048, net kâr marjı (NKM) 0.063, cari oran (CO) 1.389, kaldıraç oranı (KO) 0.438, varlık devir hızı (VDH) 0.410 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.073 olarak gözlenmiştir. Örneklemeye ilişkin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapma değerinin cari oran ve faaliyet giderleri yapışkanlık değişkenlerinde olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin satışlardaki azalışlara karşı SGGY'de gözlenen yapışkanlık davranışının değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Eğlence hizmetleri sektörü örnekleme ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.037, toplam faaliyet giderleri yapışkanlık düzeyi (TFGY)

0.064, aktif kârlılığı (AK) 0.030, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.066, net kâr marjı (NKM) 0.047, cari oran (CO) 1.2, kaldıraç oranı (KO) 0.555, varlık devir hızı (VDH) 0.808 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.072 olarak gözlenmiştir. Örnekleme ilişkin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapma değerinin faaliyet giderleri yapışkanlık değişkeni olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin satışlardaki azalışlara karşı SGYG'de gözlenen yapışkanlık davranışının değişkenlik gösterdiğini göstermektedir. Yiyecek içecek hizmetleri sektörü tanımlayıcı istatistikleri incelendiğinde ortalama pay senedi getirisi (PSG) 0.058, toplam faaliyet giderleri yapışkanlık düzeyi (TFGY) 0.070, aktif kârlılığı (AK) 0.037, özkaynak kârlılığı (ÖK) 0.070, net kâr marjı (NKM) 0.028, cari oran (CO) 1.272, kaldıraç oranı (KO) 0.511, varlık devir hızı (VDH) 1.463 ve turist sayısındaki değişim (TSD) 0.114 olarak gözlenmiştir. Değişkenlerin standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek sapma değerinin cari oran ve TFG yapışkanlık değişkenleri olduğu görülmektedir. Ortalama değerlerinden en fazla sapmaya sahip gözlemlerin bu değişkenler olduğunu göstermektedir. TFGY'nin standart sapma değeri işletmelerin satışlardaki azalışlara karşı SGYG'de gözlenen yapışkanlık davranışının değişkenlik gösterdiğini göstermektedir. Turizm sektöründe toplam faaliyet giderleri yapışkanlık davranışının turizm alt sektörleri pay getirisine etkisinin tespit edilmesine yönelik kurulan model test sonuçları Tablo 9'da yer almaktadır.

Tablo 9. Toplam faaliyet giderleri yapışkanlık davranışının turizm alt sektörleri pay getirisine etkisi

Toplam Faaliyet Giderleri Yapışkanlığı									
	Konaklama Hizmetleri			Eğlence Hizmetleri			Yiyecek İçecek Hizmetleri		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
β_0	-12***	-10***	-13***	-05	-.01	-.03	-.07*	-.06	-.06
Sabit	(3.45)	(-2.97)	(-3.81)	(-1.00)	(-0.13)	(-0.61)	(-1.71)	(-1.41)	(-1.62)
β_1	-.005	-.004	-.01	-.03**	-.02	-.02*	-.002	-.01	.002
TFGY	(-0.52)	(-0.42)	(-0.94)	(-2.56)	(-1.59)	(-1.94)	(-0.19)	(-0.54)	(0.17)
β_2	1.34***			1.04**			1.33***		
AK	(5.29)			(3.73)			(9.81)		
β_3		.41***			.42***			.49***	
ÖK		(3.27)			(3.99)			(10.31)	
β_4			.50***			.47***			1.02***
NKM			(4.93)			(2.69)			(5.99)
β_5	-.003	.001	-.01	-.003	-.02	-.02	.01	.02	.01
CO	(-0.37)	(0.15)	(-0.96)	(-0.24)	(-0.97)	(-0.89)	(0.56)	(1.62)	(0.91)
β_6	.17***	.13***	.18***	.08	.03	.07	.13***	.08	.09**
KO	(3.44)	(2.74)	(3.76)	(1.21)	(0.38)	(0.96)	(2.73)	(1.55)	(1.95)
β_7	-.06**	-.05*	-.02	.02	.02	.03	-.01	.01	.02
VDH	(-2.13)	(-1.77)	(-0.72)	(0.86)	(0.86)	(1.61)	(-0.62)	(0.39)	(1.03)
β_8	.30***	.36***	.32***	.01	.03	.02	.14***	.13***	.13***
TSD	(3.71)	(4.37)	(3.83)	(0.17)	(0.43)	(0.26)	(4.39)	(3.72)	(4.07)
R^2	%3	%2.3	%3.5	%2.2	%2.8	%1.6	%6.8	%6.9	%5
F istatistiği	7.87	6.60	8.10	4.4	4.5	2.9	19.1	20.4	10.6
n	1236	1235	1203	873	876	880	1179	1177	1213
Wooldridge testi	37.6	40.0	40.2	21.5	24.2	20.2	23.0	19.4	22.1
p değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
White testi	45.9	42.3	49.0	53.2	60.3	44.3	79.0	77.8	117.4
CN	8.2	8.1	8.1	12.0	11.3	11.8	12.9	13.0	12.6

t değerleri parantez içinde yer almaktadır. Test sonuçları dirençli standart hatalara dayanmaktadır.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. n: Gözlem sayısı

Tablo 9’da sunulan konaklama hizmetleri sektörü örneklemini toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisini belirlemeye yönelik kurulan model test sonuçlarına göre toplam faaliyet giderleri yapışkanlık davranışının (β_1 $p > .10$) pay getirisine etkisinin anlamlı olmadığı saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu konaklama hizmetleri sektöründe satışlardaki değişime karşı toplam faaliyet giderlerindeki değişimlerin pay getirilerinde etkili olmadığını göstermektedir. Modellerde konaklama hizmetleri sektöründe etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı (β_2 : 1.34 $p < .01$), özkaynak kârlılığı (β_3 : .41 $p < .01$), net kâr marjı (β_4 : .50 $p < .01$), kaldıraç oranı (β_6 $p < .01$) ve varlık devir hızı (β_7 $p < .10$) olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte konaklama hizmetleri sektörü pay getirilerine turist sayısındaki değişimin etkisinin (β_8 $p < .01$) pozitif olduğu bulgulanmıştır.

Toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının eğlence hizmetleri sektörü pay getirisini negatif etkilediği (β_1 $p < .10$) yönünde zayıf bulgulara ulaşılmıştır. Elde edilen bu bulgu eğlence hizmetleri sektöründe satışlardaki değişime karşı faaliyet giderlerindeki değişimlerin pay getirilerinde etkili olduğunu göstermektedir. Modellerde eğlence hizmetleri sektöründe etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı (β_2 : 1.04 $p < .01$), özkaynak kârlılığı (β_3 : .42 $p < .01$) ve net kâr marjının (β_4 : .47 $p < .01$) etkili olduğuna yönelik bulgulara rastlanmıştır. Eğlence hizmetleri sektöründe faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirisine etkisinin incelendiği modellerde cari oranın (β_5), kaldıraç oranının (β_6), varlık devir hızı (β_7) ve turist sayısındaki değişimin (β_8) anlamlı etkisi saptanmamıştır.

Yiyecek içecek hizmetleri sektöründe toplam faaliyet giderleri yapışkanlığının (β_1) pay getirisinde anlamlı bir etkisi saptanmamıştır. Modellerde yiyecek içecek hizmetleri sektöründe etkili olan finansal oranların aktif kârlılığı (β_2 : 1.33 $p < .01$), özkaynak kârlılığı (β_3 : .49 $p < .01$) ve net kâr marjı (β_4 : 1.02 $p < .01$) olduğuna yönelik bulgulara rastlanmıştır. Tüm modellerde cari oranın anlamlı bir etkisi saptanmamış olup (β_5 $p > .10$) kaldıraç oranının pozitif etkili (β_6 $p < .05$) olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte yiyecek içecek hizmetleri sektöründe varlık devir hızının (β_7 $p > .10$) pay getirisine anlamlı etkisi saptanmamıştır. Son olarak turist sayısındaki değişimin yiyecek içecek hizmetleri sektörü pay getirilerini pozitif (β_8 $p < .01$) etkilediği saptanmıştır.

6. SONUÇ

Bu çalışmada konaklama hizmetleri, eğlence hizmetleri ve yiyecek içecek hizmetleri alt sektörlerinde ve üç alt sektörü kapsayan turizm sektörü örnekleminde 2008-2017 dönemi on yıllık gözlemlerde üç maliyet değişkeni yapışkanlık davranışının pay getirisine etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Maliyet yapışkanlığı davranışının pay getirisine etkisine yönelik test edilen model bulguları genel olarak incelendiğinde, tüm turizm sektörü örnekleminde satışların maliyeti yapışkanlığı pay getirisini pozitif, SGYG ve faaliyet giderleri maliyet yapışkanlığının ise negatif etkilediği saptanmıştır. Turizm sektörü pay getirilerinde kârlılık, kaldıraç oranı ve varlık devir hızı pozitif etkili olmakla birlikte turizmde büyüme turizm sektörü pay getirilerini arttırmaktadır. Satışların maliyeti yapışkanlığının konaklama hizmetleri sektörü pay getirilerini arttırdığı, eğlence hizmetleri ve yiyecek içecek hizmetleri sektörlerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. SGYG yapışkanlığı yiyecek içecek hizmetleri pay getirilerini negatif etkilerken diğer sektörlerde SGYG yapışkanlığının anlamlı bir etkisi yoktur. Faaliyet giderleri yapışkanlığının pay getirilerine etkisine yönelik bulgular incelendiğinde eğlence hizmetleri sektörünü pay getirilerinde negatif etkili olduğu diğer sektörlerde ise anlamlı bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Elde edilen bulgulara göre konaklama hizmetleri sektöründe satışların maliyeti davranışlarının, eğlence hizmetleri sektöründe toplam faaliyet giderleri davranışının, yiyecek içecek hizmetleri sektöründe SGYG davranışlarının pay getirilerinde etkili olduğu söylenebilmektedir. Ele alınan finansal göstergelerden kârlılık ve kaldıraç oranının pozitif etkili olduğu; cari oran ve varlık devir hızının etkilerinin sektöre göre farklılaştığı saptanmıştır. Turist sayısındaki değişimin konaklama hizmetleri ve yiyecek içecek hizmetleri sektörleri pay getirilerinde pozitif etkili olduğu eğlence hizmetleri sektörü pay getirilerine etkisinin olmadığı saptanmıştır. Elde edilen bu bulgu özellikle konaklama hizmetleri sektörü ve yiyecek içecek hizmetleri sektörlerinin uluslararası turist sayılarındaki artışa karşı yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğunu, eğlence hizmetleri sektöründe ise uluslararası turist sayılarındaki değişimin yatırımcı duyarlılığında etkisinin olmadığına işaret etmektedir.

Turizm sektörü ve özellikle konaklama hizmetleri sektöründe satışların maliyeti yapışkanlığı pay getirilerini pozitif etkilerken, tüm örneklem ve yiyecek içecek hizmetleri sektöründe SGYG maliyet yapışkanlığı; tüm örneklem ve eğlence hizmetleri sektöründe faaliyet giderleri yapışkanlığı pay getirilerini negatif etkilemektedir. Diğer yandan turizm sektöründeki büyüme konaklama hizmetleri ve yiyecek içecek hizmetleri sektörü pay getirilerini pozitif etkilerken eğlence hizmetleri sektörü pay getirilerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı şeklinde sıralanabilmektedir. Elde edilen bulgulardan hareketle sektörde faaliyet gösteren işletmelerde;

- Atıl kaynak bulundurma veya kaynak azaltmanın işletme maliyet bileşimini dolayısıyla kâr ve kârlılığını etkileyeceğinin farkında olunmalı,
- Kaynak azaltılmasının işletmelerin gelecek performanslarını etkileyeceğinden hareketle bütçelerin hazırlanmasında talep tahminleri doğru yapılmalı,

- Kaynak maliyetleri dikkate alınarak elde tutma maliyetleri ile kaynak ayarlama maliyetleri arasında denge kurulmalı,
- Maliyet yapışkanlığının işletme kârlılığına olası etkileri göz önüne alınarak etkilerine göre maliyet unsurlarının yapışkan veya yapışmaz olmasının işletmeye etkileri hesaplanmalı,
- Talebin dalgalı olduğu dönemlerde elde tutma, ayarlama maliyeti ve yapışkanlık düzeyi yüksek olan maliyet unsurları mümkünse dış kaynak kullanımı yoluyla temin edilmeli,
- Temsil maliyeti göstergesi olan satış ve genel yönetim giderleri yapışkanlığının pay getirilerini negatif etkilediği dikkate alındığında işletmelerde yönetici davranışlarına yönelik kontrol mekanizması oluşturulmalı ve kurumsal yönetim anlayışı benimsenmeli,
- İşletme kararlarında işletmeye özgü faktörlerin maliyet yapışkanlığı düzeyine etkilerinin olduğu dikkate alınmalı,
- Gerekli olduğunda dış kaynak kullanımı, kiralama, belirli işlerde yarı-kısmi zamanlı işgücü gibi kaynaklara başvurulmalı,
- İşletmelerin gelecek satış ve maliyet tahminlerinde makroekonomik ve sektörü etkileyen faktörler dikkate alınmalıdır.

İşletmelerde maliyet yapışkanlığı davranışının pay getirisine etkisine yönelik bulgular, maliyetle ilgili kararların pay getirilerini etkilediği dolayısıyla işletme nihai amacı olan firma değeri maksimizasyonu kapsamında maliyet davranışlarının ve maliyet yapışkanlığının dikkate alınması gerektiğini ortaya koymaktadır. İşletme hissedar ve potansiyel yatırımcılarının işletme maliyet yapışkanlığını dikkate almaları ayrıca sektöre ve işletmeye özgü maliyet yapısı ve davranışının farkında olunması gerekir. Bu şekilde pay senedi yatırımcıları katlandıkları risk düzeylerini ve getiri beklentilerini doğru şekillendirmiş olacaklardır. Bunun yanı sıra potansiyel pay senedi yatırımcılarının turizm sektöründe büyümenin pay getirisine olan etkilerini dikkate alması doğru kararlar almalarında etkili olacaktır.

Kâr maksimizasyonunun gerçekleştirilmesi, üretim ve satış miktarı, maliyet düzeyi ve üretilen ürünlerin satış fiyatlarıyla yakın ilişkilidir (Küçüksavaş, 2006: 593). Diğer şartlar sabitken, işletmelerde maliyet unsurlarının davranış özellikleri işletmenin başabaş noktasını dolayısıyla kâr düzeyini etkilemektedir. Yapışkan maliyet davranışı yüksek olan maliyet unsurları söz konusu olduğunda işletmelerin başabaş noktasına ulaşmak üzere gerçekleştirmeleri gereken satış tutarı artacaktır. Turizmde talep esnekliği, mevsimlik özelliği, ikâme olanaklarının geniş olması (Bahar ve Kozak, 2006: 109) sektörde faaliyet gösteren işletmelerin satış performansında etkilidir. Dolayısıyla yapışkan nitelikte maliyetlere sahip işletmelerde,

satışlardaki azalış durumunda elde edilen kârlar daha fazla azalacak hatta zarara neden olacaktır. Belirli bir dönemi kapsamaması, farklı zaman dönemlerini ele almaması, tek bir yöntemle göre maliyet yapışkanlığının saptanması araştırma sınırlılıklarındandır. Gelecek çalışmalarda konunun turizm sektörü ve alt sektörlerde, ülke, işletme ve farklı dönemler bazında ele alınması ayrıca farklı yöntemlerle maliyet yapışkanlığının ölçülmesi konu hakkındaki eksikliğin giderilmesine imkân sunacaktır.

KAYNAKÇA

Anderson, M. C., Banker, R. D. ve Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs “Sticky”?, *Journal of Accounting Research*, 41(1). 47-63.

Anderson, M. ve Yu, J. Z. (2015). Customer satisfaction, cost behavior and future performance, *SSRN Electronical Journal*. Çevrimiçi: <http://ssrn.com/abstract=2716189>

Aydemir, O., Ögel, S. ve Demirtaş, G. (2012). Hisse senetleri fiyatlarının belirlenmesinde finansal oranların rolü, *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2). 277-288.

Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2007). *Finansal yönetim*, (2. Bs.). Eskişehir: Genç Copy Center.

Ayrıçay, Y. ve Türk, V. E. (2014). Finansal oranlar ve firma değeri ilişkisi: BİST’de bir uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64). 53-70.

Bahar, O. ve Kozak, M. (2006). *Turizm ekonomisi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3. Edt.), England: John Wiley & Sons Ltd.

Banker, R. D. ve Byzalov, D. (2014). Asymmetric cost behavior, *Journal of Management Accounting Research*, 26(2). 43-79.

Banker, R. D., Byzalov, D. ve Plejn-Dujowich, J. M. (2014). Demand uncertainty and cost behavior, *The Accounting Review*. 89(3). 839-865.

Banker, R. D., Byzalov, D., Ciftci, M. ve Mashruwala, R. (2014). The moderating affect of prior sales changes on asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 221-242.

Banker, R. D., Byzalov, D., Fang, S. ve Liang, Y. (2018). Cost management research, *Journal of Management Research*, 30(3). 187-209.

Banker, R. D., Chen, J. ve Park, H. U. (2014). Cost behavior models analysts and investors use, *SSRN Electronic Journal*. Çevrimiçi: <http://ssrn.com/abstract=2482723>

- Barnett, V. ve Lewis, T. (1978). *Outliers in statistical data*, Great Britain: John Wiley and Sons.
- Barrows, C. W. ve Naka, A. (1994). Use of macroeconomic variables to evaluate selected hospitality stock returns in the U.S., *International Journal of Hospitality Management*, 13(2), 119–128.
- Berk, J., DeMarzo, P. ve Harford, J. (2012). *Fundamentals of corporate finance*, (6. Edt.). USA: Prentice Hall.
- Bıçen, Ö. F. ve Sezgin, H. (2017). Finansal oranların firma değeri üzerindeki etkileri: Borsa İstanbul bilişim sektörüne yönelik bir panel veri analizi, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 15(3). 25-41.
- Borde, S. F., Byrd, A. K., ve Atkinson, S. M. (1999). Stock price reaction to dividend increases in the hotel and restaurant sector, *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 23(1), 40–52.
- Brooks, C. (2007). *Introductory econometrics for finance*, (2. Edt.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Calleja, K., Steliaros, M. ve Thomas, D. C. (2006). A note on cost stickiness: Some international comparisons, *Management Accounting Research*, (17), 127-140.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde finansal yönetim*, (6. Bs.). Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım.
- Chan, F. ve Lim, C. (2011). Tourism stock performance and macro factors, *19th International Congress on Modelling and Simulation*, Perth, Australia, 12–16 December 2011.
- Chang, C., ve Zeng, Y. Y. (2011). Impact of terrorism on hospitality stocks and the role of investor sentiment, *Cornell Hospitality Quarterly*, 52(2), 165–175.
- Chen, J., Koh, Y. ve Lee, S. (2011). Does the market care about RevPAR? A case study of five large U.S. lodging chains, *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 35(2), 258-273.
- Chen, M.-H. (2010). The economy, tourism growth and corporate performance in the Taiwanese hotel industry, *Tourism Management*, (31), 665-675.
- Chen, M.-H., Kim, W. G. ve Liao, C.-N. (2009). The impact of government weekend policy changes and foreign institutional holdings on weekly effect of tourism stock performance, *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 33(2), 139–160.

- Ciftci, M. ve Salama, F. M. (2018). Stickiness in costs and voluntary disclosures: Evidence from management earnings forecasts, *Journal of Management Accounting Research*, 30(3), 211-234.
- Copeland, T., Koller, T. ve Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (3. Edt.). USA: McKinsey & Company Inc.
- Coşar, Y. (2008). Otel işletmelerinde rekabet üstünlüğünü etkileyen faktörler: yöneticiler üzerine bir araştırma. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 19(1), 45-56.
- Crosson, S. V. ve Needles, B. E. (2010). *Managerial accounting* (9. Edt.). USA: South-Western Cengage Learning.
- Demir, E. Alıcı, Z. A. ve Lau, M. C. K. (2017). Macro explanatory factors of Turkish tourism companies' stock returns, *Asia Pacific Journal of Tourism Research*, 22(4), 370-380.
- Demir, Y. (2001). Hisse senedi fiyatını etkileyen işletme düzeyindeki faktörler ve mali sektör üzerine İMKB'de bir uygulama, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 6(2), 109-130.
- Dewally, M., Shao, Y., ve Singer, D. (2013). The liquidity crisis: evidence from the US hospitality industry. *Tourism Economics*, 19(3), 545-563.
- Düzer, M. (2008). *Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi, İMKB'de bir uygulama*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ecer, F. ve Günay, F. (2014). Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarının Gri İlişkisel Analiz yöntemiyle ölçülmesi, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 25(1), 35-48.
- Gitman, L. J. (2009). *Principles of managerial finance*, (6. Edt.). USA: Prentice Hall.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*, (7. Edt.). USA: Pearson Education.
- Guenther, T. W., Riehl, A. ve Röbber, R. (2014). Cost stickiness: State of the art of research and implications, *Journal of Management Control*, (24), 301-318.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic econometrics*, (4. Edt.). New York: The McGraw-Hill Companies.
- Gümüş, U. T., Şakar, Z., Akkın, G. ve Şahin, M. (2017). Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi: Bist'de işlem gören çimento firmaları üzerine bir analiz, *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(16), 1-24.

Günay, F. (2019). *Maliyet yapışkanlığı davranışı ve pay getirisine etkisi: turizm alt sektörlerinde uluslararası bir karşılaştırma*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Güngör, B. ve Yerdelen Kaygın, C. (2015). Dinamik panel veri analizi ile hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin belirlenmesi, *KAÜ İİBF Dergisi*, 6(9), 149-168.

Hansen, D. R., Mowen, M. M. ve Guan, L. (2007). *Cost management: accounting & control*, (6. Edt.). USA: South-Western Cengage Learning.

He, D. (S.), Terayu, J. ve Shimizu, T. (2010). Sticky selling, general, and administrative cost behavior and its changes in Japan, *Global Journal of Business Research*, 4(4). 1-10.

Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence, *The Stata Journal*, 7(3). 281-312.

Hsu, L.-T. (J.), ve Jang, S. (S.). (2008). The determinant of the hospitality industry's unsystematic risk: a comparison between hotel and restaurant firms, *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 9(2), 105-127.

Ibrahim, A. E. A. (2018). Board characteristics and asymmetric cost behavior: evidence from Egypt, *Accounting Research Journal*, 31(2). 301-322.

Johnson, E. S. (2016). Do changes in the SG&A ratio provide different information about changes in future earnings, analyst forecast revisions, and stock returns under different circumstances?, *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, (34). 90-98.

Karadeniz, E., Koşan, L. Günay, F. ve Dalak, S. (2018). Satış ve genel yönetim giderleri ile firma değeri arasındaki ilişkinin analizi: Avrupa borsalarında işlem gören turizm işletmelerinde bir araştırma, VII. Ulusal III. Uluslararası Doğu Akdeniz Turizm Sempozyumu, 20-21 Nisan 2018 İskenderun.

Kim, M., ve Kim, Y. (2014). Corporate social responsibility and shareholder value of restaurant firms, *International Journal of Hospitality Management*, (40), 120-129.

Kim, W. G. ve Ayoun, B. (2005). Ratio analysis for the hospitality industry: A cross sector comparison of financial trends in the lodging, restaurant, airline and amusement sectors, *Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1). 1-33.

Korkmaz, T. ve Yaman, S. (2017). Çok kriterli karar verme yöntemleri ile ölçülen finansal performans ve pay getirileri arasındaki ilişki: BİST turizm firmaları üzerine panel eşbütünlük ve panel nedensellik uygulaması, *The*

First International Congress on Future of Tourism: Innovation, Entrepreneurship and Sustainability (Futourism 2017), 28-30 Eylül 2017. Mersin/Turkey

Küçüksavaş, N. (2006). *Yönetim açısından maliyet muhasebesi*, (2. Bs.). İstanbul: Kare Yayınları.

Kurtaran, A., Turan Kurtaran, A., Kurtaran Çelik, M. ve Temizer, Z. (2015). Finansal oranlar ile firma değeri ilişkisi: BIST’te bir uygulama, *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 4(8). 35-45.

Lee, S. K. ve Jang, S.C. (S.). (2012). The real estate risk of hospitality firms: examining stock-return sensitivity to property values, *International Journal of Hospitality Management*, 31(3), 695-702.

Mahdavinia, M. ve Zolfaghari, M. (2017). Effect of cost stickiness on stock price volatility as the role of accounting conservatism, *Revista Publicando*, 4(13-2). 1084-1098.

Muradoğlu, Y. G., ve Sivaprasad, S. (2014). The impact of leverage on stock returns in the hospitality sector: evidence from the UK, *Tourism Analysis*, 19(2), 161–171.

Noreen, E. ve Soderstrom, N. (1997). The accuracy of proportional cost models: Evidence from hospital service departments, *Review of Accounting Studies*, (2). 89-114.

Okka, O. (2009). *Analitik finansal yönetim*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Ramsey, P. H. ve Ramsey, P. P. (2007). Optimal trimming and outlier elimination, *Journal of Modern Applied Statistical Methods*, 6(2). 355-360.

Reimer, K. (2019). *Asymmetric cost behavior: Implications for the credit and financial risk of a firm*, Germany: Springer Gabler.

Rogers, W. H. (1993). Regression standart errors in clustered samples, *Stata Technical Bulletin*, (13). 19-23.

Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jaffe, J. F. (2002). *Corporate finance*, (6. edt.). USA: The McGraw-Hill Companies, Inc.

Ryu, S.L., Lee, S.-Y. ve Won, J. (2014). Operating cost behavior and efficiency: A preliminary analysis, *Advanced Science and Technology Letters*, (70). 28-31.

Savcı, M. (2018). Mali başarısızlıkta maliyet körlüğü etkisinin işlem maliyeti yaklaşımı ile değerlendirilmesi, *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(4), 26-38.

Sheel, A., ve Zhong, Y. (2005). Cash dividend announcements and abnormal returns in the lodging and restaurant sectors: an empirical

examination, *The Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1), 49–58.

Shim, J. ve Siegel, J. (1998). *Schaum's outline of theory and problems of managerial accounting*, (2. Edt.). USA: The McGraw Hill.

Stenzel, C. ve Stenzel, J. (2003). *From cost to performance management*, New Jersey: John Wiley and Sons.

The Worldbank, (2019). *Databank*, Çevrimiçi: databank.worldbank.org

Uluyol, O. ve Türk, V. E. (2013). Finansal rasyoların firma değerine etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'da bir uygulama, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*, XV(II). 365-384.

Uy, A. O. O. (2016). Analyzing cost behavior of Philippine industrial firms, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 20(1). 103-113.

Van Horne, J. C. (2002). *Financial management and policy*, (12. Edt.). New Jersey: Prentice Hall.

Vanhove, N. (2005). *The economics of tourism destinations*. Oxford: Butterworth Heniemann Ltd.

Wilcox, R. R. (2010). *Fundamentals of modern statistical methods* (2. Edt.). New York: Springer Science+Business Media.

Williams, R. (2015). Multicollinearity, Çevrimiçi: <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/111.pdf>

Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. London: The MIT Press. Cambridge Massachusetts.

World Tourism Organization, (2017). UNWTO tourism highlights, (2017 Edt.). Çevrimiçi: <https://www.e-unwto.org/doi/pdf/10.18111/9789284419029>

Yaman, S., Korkmaz, T. ve Açıkgöz, E. (2017). Pay getirilerine etki eden finansal oranların panel veri analiz yöntemi ile tespiti: BİST gıda firmaları üzerine bir uygulama, *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 10(4). 187-204.

Yener, E. ve Karakuş, R. (2012). Sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisinin farklı aktif büyüklüklerde karşılaştırmalı incelenmesi: İMKB100 firmaları üzerine bir uygulama, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2). 75-98.

Zopiatis, A., Savva, C. S., Lambertides, N., ve McAleer, M. (2018). Tourism stocks in times of crisis: an econometric investigation of unexpected nonmacroeconomic factors, *Journal of Travel Research*, 0(00), 1-21.

