



ARAŞTIRMA MAKALESİ

Turizm Endekslerindeki İşletmelerin Piyasa Performansları, Finansal Performansları ve ESG Performansları Arasındaki Entegre Dinamiklerin Keşfi

Dr. Öğr. Üyesi Fatma ALDIRMAZ AKKAYA, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, Kemaliye Hacı Ali Akın Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, Erzincan, e-posta: faldirmaz@erzincan.edu.tr
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2726-4746>

Öz

ESG (Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim) ilkeleri entegrasyonu, odağında doğa ve insan faktörlerinin yer aldığı turizm sektöründe, sürdürülebilir ve kapsayıcı bir gelişime katkıda bulunur. Diğer taraftan finansal performans ile piyasa performansı gelişimi de turizm işletmelerinin ekonomik sürdürülebilirliği açısından kritiktir. Bu nedenle bu çalışmada, turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasındaki etkileşim dinamiklerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bunun için XTRZM ve DJUSTT endekslerinde yer alan işletmelerin Altman Z'' skoruyla tespit edilen finansal performansları, PD/DD ve FD/FAVÖK oranlarıyla hesaplanan piyasa performansları ve Datastream veri tabanından alınan ve LSEG metodolojisi kullanılarak hesaplanan ESG performansları arasındaki etkileşim dinamikleri Korelasyon ve Basit Doğrusal Regresyon yöntemleriyle analiz edilmiştir. Analizler sonucunda ESG ilkeleri için yapılan her çalışmanın, uzun vadede işletmelerin hem finansal performansını hem de piyasa performansını olumlu etkileyeceği ve bu etkileşimlerin karşılıklı olarak birbirlerine yansıtacağı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: ESG, Finansal Performans, Piyasa Performansı, Turizm Endeksi, Turizm Sektörü.

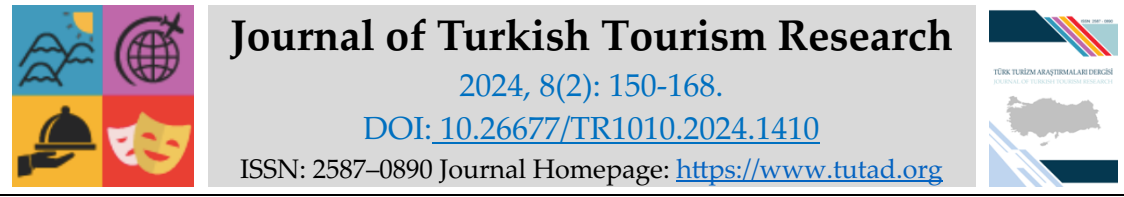
Makale Gönderme Tarihi: 24.03.2023

Makale Kabul Tarihi: 06.06.2024

Önerilen Atıf:

Aldırmaz Akkaya, F. (2024). Turizm Endekslerindeki İşletmelerin Piyasa Performansları, Finansal Performansları ve ESG Performansları Arasındaki Entegre Dinamiklerin Keşfi, *Türk Turizm Araştırmaları Dergisi*, 8(2): 150-168.

© 2024 Türk Turizm Araştırmaları Dergisi.



RESEARCH PAPER

Exploring Integrated Dynamics Between Market Performances, Financial Performances and ESG Performances of Businesses in Tourism Indices

Assistant Prof. Dr. Fatma ALDIRMAZ AKKAYA, Erzincan Binali Yıldırım University, Kemaliye Hacı Ali Akın School of Applied Sciences, Erzincan, e-mail: faldirmaz@erzincan.edu.tr
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2726-4746>

Abstract

The integration of ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) principles contributes to a sustainable and inclusive development in the tourism sector, which focuses on nature and human factors. Nevertheless, the development of financial and market performance is also critical for the economic sustainability of tourism businesses. Therefore, this study aimed to determine the interaction dynamics between the financial, market and ESG performances of the companies included in the tourism indices. For this, the financial performances determined by Altman Z'' score, market performances calculated with M/B and EV/EBITDA ratios and ESG performances obtained from the Datastream and calculated using the LSEG methodology of the companies included in the XTRZM and DJUSTT indices were analyzed by Correlation and Simple Linear Regression methods. As a result of the analysis, it has been determined that every work carried out for ESG principles will positively affect both the financial and market performances of businesses in the long term, and these interactions will mutually reflect on each other.

Keywords: ESG, Financial Performance, Market Performance, Tourism Index, Tourism Sector.

Received: 24.03.2023

Accepted: 06.06.2024

Suggested Citation:

Aldırmaz Akkaya, F. (2024). Exploring Integrated Dynamics Between Market Performances, Financial Performances and ESG Performances of Businesses in Tourism Indices, *Journal of Turkish Tourism Research*, 8(2): 150-168.

© 2024 Türk Turizm Araştırmaları Dergisi.

GİRİŞ

Doğal kaynakları sınırsız kabul ederek, doğaya verilen zararı dikkate almadan, sürekli ve her şeye rağmen büyümeyi öncelikleyen kapitalist sistem, sonunda ekolojik dengeyi bozarak atmosferin ısınmasına ve dolayısıyla önlenemez doğal felaketlere yol açmıştır. Nobel ödüllü fizikçi-kimyager İlya Prigogine doğal dengenin yok oluşunu “eğer bir kimyasal, biyolojik veya sosyal sistem, genel denge durumundan fazlaca saparsa ve bu sıklıkla tekrarlanırsa, artık bir daha sistem yapamaz” sözleriyle ifade etmiştir (Başkaya, 2017).

Conmy (2023) tarafından kısaca, “kapitalizmin kendi kendini düzeltebileceği fikridir.” olarak tanımlanan ESG (Environmental, Social and Governance - Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim)’nin kökeni, 18. yüzyılda köle ticaretini, kaçakçılığı, gösteriş amaçlı tüketimi ve kumarı teşvik eden işletmelere yapılan yatırımlara karşı toplumsal dirençlere dayanmaktadır. Daha çok “S” ve “G” kategorilerinde yoğunlaşan ve “Etki Yatırımı” adını alan bu eğilim, Sanayi Devrimi sonrasında işçilerin sömürülmesi, savaşlar ve apartheid gibi baskıcı rejimlerin finansmanının durdurulması ve 1960’larda Vietnam Savaşı sırasında Amerikalı protestocuların, üniversite bağlı fonlarının savunma sanayiine yatırımını önleme çabalarıyla yaygınlaşmıştır (Byrne, 2022; Junesand, 2021). Diğer taraftan “E” kategorisi ise, 1979 yılında meydana gelen Three Mile Island nükleer felaketi sonrasında halkın çevre ve iklim değişikliği konusundaki endişelerinin artmasıyla önem kazanmıştır. Bu bağlamda 1984 yılında ABD’de Sürdürülebilir Yatırım Forumu (US SIF) düzenlenmiştir (Junesand, 2021).

Sürdürülebilirliği, etik uygulamaları ve sorumlu kurumsal davranışları teşvik ederek dünya üzerinde olumlu bir etki yaratmayı ve aynı zamanda olumlu finansal kazançlar elde etmeyi amaçlayan ESG (Conmy, 2023), modern anlamda ilk kez 2004 yılında BM Küresel İlkeler Sözleşmesi (UN Global Compact) kapsamında, UNEP FI tarafından hazırlanan “Who cares wins?” isimli raporda kavramsal niteliğe bürünmüştür. Raporda tüm finansal kurum aktörleri ESG konularını önceliklendirmeye, ESG ilkeleri ve politikalarını uygulamaya ve ESG konuları hakkında daha tutarlı ve standartlaştırılmış bir formatta bilgi ve rapor sunmaya, ESG kriterlerini finansal analizlerine entegre etmeye davet ve teşvik edilmiştir (Byrne, 2023; United Nations Environment Programme Finance Initiative [UNEP FI], 2004: i). 2008/2009 mali krizine ve kurumsal paydaşlarda ortaya çıkan güven problemine karşı Avrupa Komisyonu, başarılı bir paydaş yönetim stratejisinin ESG performansına bağlı olduğunu ve bunun gelecekte daha iyi bir finansal performansa dönüşeceği düşüncesiyle çeşitli reform faaliyetleri başlatmıştır (Velte, 2017: 169). Yirminci yüzyılda “sorumlu yatırım” ve “kurumsal sosyal sorumluluk” gibi kavramlar ağırlıklı olarak finansal aktörler ve küçük bir alanda uzmanlaşmış kurumlar tarafından kullanılırken, 2008 krizinden sonra ana akım finansal piyasa söyleminin bir parçası haline gelmiş, sosyal ve çevresel sorumluluğun teşviki artık finansal piyasa faaliyetlerinin ayrılmaz bir parçası olmuş, “sorumlu davranmak” yatırımcılar, üreticiler ve tüketiciler tarafından dile getirilen önemli bir iddiaya dönüşmüştür (Leins, 2020: 71; Velte, 2017: 169).

Diğer taraftan çevre ve insan faktörleri en fazla turizm sektörünün odağındadır. Turizmin sürdürülebilirliği ancak ve ancak bu kaynakların varlığıyla mümkündür. Bu nedenle Dünya Turizm Örgütü (WTO – World Tourism Organisation) ve Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP – United Nations Environment Programme) 2005 yılında sürdürülebilir turizmin gelişimi için turizmin ekonomik, sosyal ve çevresel etkilerine dair 12 temel hedefin yer aldığı bir rehber yayınlamışlardır (UNEP ve WTO, 2005:18-19). Bu hedefler, ESG ilkelerinin standartlaştırılmış raporlama ve puanlama sistemleriyle hem reel sektörde hem de finansal piyasalarda daha somut, daha şeffaf bir uygulamaya dönüşmüştür.

Finansal performans, piyasa performansı ve ESG performanslarının etkileşimleri, turizm sektörü de dahil olmak üzere çeşitli sektörlerle yönelik olarak, birçok akademik araştırmanın konusu

olmuştur. Ancak bu üç faktör arasındaki genel dinamiklerin ve temel bağlantıların tespitine yönelik karşılaştırmalı bir çalışmaya literatürde ulaşamamıştır. Bu nedenle bu çalışmada, turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasındaki etkileşim dinamiklerinin tespit edilmesi ve bu bağlamda ulusal ve uluslararası turizm endekslerinin karşılaştırılması amaçlanmış ve temel araştırma problemi ile alt araştırma problemleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

T: Turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasındaki etkileşim dinamikleri nelerdir?

TALT-1: Finansal performans ile piyasa performansları arasındaki etkileşim dinamikleri nelerdir?

TALT-2: Finansal performans ile ESG performansları arasındaki etkileşim dinamikleri nelerdir?

TALT-3: Piyasa performansı ile ESG performansları arasındaki etkileşim dinamikleri nelerdir?

TALT-4: ESG performanslarının kendi içindeki etkileşim dinamikleri nelerdir?

Bunun için öncelikle BIST Turizm ve Dow Jones Travel & Tourism endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları Altman Z" skoru aracılığıyla tespit edilecek, ardından tespit edilen piyasa performansları ile finansal performanslar ve ESG performansları arasındaki etkileşim dinamikleri analiz edilecek, son olarak da ulaşılan bulgular karşılaştırılarak genel dinamikler ve temel bağlantıların tespitine yönelik incelemeler gerçekleştirilecektir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde öncelikle konu ile ilişkili literatür araştırmalarına ve daha sonra araştırmanın yöntemi, bulguları, sonuç ve önerilerine yer verilecektir.

LİTERATÜR İNCELEMESİ

Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) kriterleri ile finansal performans arasındaki ilişki arayışının 1970'lerin başına kadar uzandığını belirten Friede, Busch ve Bassen (2015: 210), o zamandan beri yapılan 2200 bireysel akademik çalışmanın bulgularını inceledikleri çalışmalarında, araştırmaların %90'ında ESG performansları ile finansal performans arasındaki ilişkinin pozitif yönlü ve olumlu olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak birçok çalışmada bu durumun ülkeden ülkeye, sektörden sektöre hatta işletmeden işletmeye değişkenlik gösterdiği görülmektedir.

Scholtens (2008: 46)'ın konu ile ilgili farklı araştırmalardan derlediği sonuçlara göre, finansal ve sosyal performans arasındaki etkileşim konusundaki farklı görüşler ve sonuçlar şaşırtıcı değildir. Bu görüş ve sonuçlardan birincisi, liberal görüştür yani sosyal sorumluluğun maliyet içermesi ve dolayısıyla işletmelerin rekabetçi konumunu zayıflatabileceği düşüncesidir. İkincisi ise, işletmelerin meşruiyet arayışı içinde ve paydaşların baskısı altında kaldıklarında sosyal sorumluluğu finansal performansın önüne koyabilmeleridir. Bu durum zayıf mali performansa yol açabilir ancak piyasa dengesi, kurumsal sosyal sorumluluk davranışının maliyetlerini ortadan kaldıracaktır. Paydaşların çıkarlarının tatmin edilmesi, işletmenin finansal ve ekonomik performansının iyileşmesiyle sonuçlanır.

Farklı ülkelerin menkul kıymetler borsalarında yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasındaki etkileşimlerin değerlendirildiği birkaç çalışmadan örnek gösterilecek olursa;

- Arina Felita (2021:1), Endonezya Menkul Kıymetler Borsasındaki finans şirketlerinin sürdürülebilirlik raporlamalarının şirket performanslarını olumlu etkilediği sonucuna ulaşmıştır.
- Yine Endonezya'da sürdürülebilirlik raporu yayınlayan ve Kurumsal Yönetim Algı Endeksine katılan finans şirketlerinin verilerini kullanarak sürdürülebilirlik raporu ile finansal performans ve kurumsal yönetim kalitesi etkileşimini inceleyen Clarissa ve Rasmini (2018: 139), sosyal ve çevresel performansın açıklanmasının finansal performans üzerinde anlamlı etkisinin olduğu, ancak ekonomik performansın açıklanmasının olumsuz anlamlı etkiye sahip olduğu, iyi kurumsal yönetim kalitesinin ise ekonomik ve çevresel performansın finansal performans üzerindeki etkisini zayıflattığı ancak sosyal performansın açıklanmasının finansal performans üzerindeki etkisini zayıflatmadığı sonucuna ulaşmışlardır.
- Diğer taraftan Aggarwal (2013: 61, 66) Hindistan borsasında yer alan ve GRI açıklamaları bulunan işletmelerin genel sürdürülebilirlik derecelendirmeleri ile finansal performansları arasında anlamlı bir ilişki bulunamış ama sürdürülebilirliğin dört bileşeninin (toplum, çalışanlar, çevre ve kurumsal yönetim) finansal performans üzerinde anlamlı ancak değişken etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.
- Velte (2017: 169), Almanya'da bulunan işletmeler için, ESG performansının ve ayrı ayrı üç bileşeninin (çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim) finansal performans üzerindeki etkilerini değerlendirdiği çalışmada, ESG performansının ROA üzerinde olumlu bir etkisi olduğu ancak Tobin's Q değerleri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı ve ayrıca ESG'nin üç bileşeninden Kurumsal Yönetim bileşeninin finansal performans üzerinde diğerlerinden daha güçlü etkiye sahip olduğu bulgularına ulaşmıştır.
- Türkiye'de BİST Sürdürülebilirlik Endeksine dahil olmanın işletmeler açısından fark yaratıp yaratmadığını inceleyen Vardari, Gashi ve Gashi Ahmeti (2020: 375), endekse dahil olmanın hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğuna dair güçlü bir kanıt elde edememişlerdir.

Sektörler üzerine yapılan çalışmalarda ise dünya genelinin kıyaslandığı iki çalışma örnek gösterilebilir;

- Bunlardan ilki Şeker ve Güngör (2022: ÖS 160-ÖS 163)'ün elektrik, su, gaz ve atık sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin ESG performanslarının finansal performanslarına etkisini tespit etmeyi amaçladıkları çalışmadır. Dünya genelinde ASSET4'de yer alan 325 işletmenin verilerinin kullanıldığı çalışmada, işletmelerin ESG performanslarının finansal performansları üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
- İkincisi ise bu çalışmanın da konusunu oluşturan turizm sektörü için yapılmıştır. Turizm sektörünün büyüklüğü, paydaş sayısı, ekonomik etkisi ve yadsınmaz çevresel etkisi sebepleriyle turizm sektörüne odaklanan Atay vd. (2023: 1905-1906), çalışmalarında ESG skorlarının turizm işletmelerinin finansal performansı, özellikle de aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve yatırım sermayesi getirisi üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Bunun için Amerika Birleşik Devletleri, Çin, Fransa, İtalya, Türkiye ve Meksika'dan toplam 61 otel ve eğlence işletmesinin 2005-2021 yıllarını kapsayan muhasebe temelli verileri ile ESG verilerinden faydalanarak panel regresyon analizi gerçekleştirmişlerdir. Analizler sonrasında turizm işletmelerinde ESG skorlarının aktif kârlılığı ve yatırım sermayesi getirisi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu ancak öz sermaye kârlılığında etki sonuçlarının ülkeden ülkeye değiştiği bulgularına ulaşmışlardır.

Literatür genel olarak incelendiğinde, ESG performansının ya da bileşenlerinin bağımsız bir değişken olarak finansal performans ya da firma değerinin belirleyicisi olup olmadığı üzerine odaklanıldığı, genel ESG skorunun ya da sadece birkaç bileşenin dikkate alındığı, analizlerde genel olarak çoklu doğrusal regresyon modelinin tercih edildiği ve etkileşimlere bir bütün olarak bakıldığı görülmüştür.

Bu çalışma ile mevcut literatüre iki farklı şekilde katkıda bulunulması amaçlanmaktadır. İlk olarak genel ESG skoru ve tüm bileşenleri analizlere dahil edilecek ve ESG skorları hem bağımsız değişken olarak hem de bağımlı değişken olarak analiz edilecektir. İkinci olarak finansal performans, piyasa performansı ve ESG performanslarının her biri (genel ve alt bileşen puanlamasında yer almayan) arasındaki etkileşim ayrı ayrı incelenecektir.

YÖNTEM

Çalışmada BIST Turizm (XTRZM)¹ Endeksinde listelenen turizm işletmeleri ile Dow Jones Travel & Tourism (DJSTT) Endeksinde listelenen turizm işletmeleri seçilmiştir (bkz. Tablo 1). Çalışmada kullanılan verilerin bazılarını işletmelerin doğrudan kendi internet sitelerinde yayınlanan finansal raporlarından, bazılarını Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nın internet sitesinden, bazılarını Investing.com isimli yatırım platformundan ve bazılarını ise Eikon Datastream veri tabanında yer alan Refinitiv-LSEG'den ulaşılmıştır. Bu nedenle çalışma etik kurul onayı gerektirmemiştir.

Scholtens (2008: 52), nedenselliğin yönünün ağırlıklı olarak finansal performanstan sosyal performansa doğru gittiğini tespit etmiştir yani ESG performansının finansal performans ya da piyasa performansı üzerindeki etkisi bir anda ortaya çıkmamaktadır. Bu bağlamda kullanılan regresyon modelinin tahmininde en az bir yıllık zaman gecikmelerini dahil etmek önemlidir (Velte, 2017: 170). Bu nedenle çalışmada kullanılan muhasebe temelli veriler ile piyasa verileri için zaman boyutu olarak 2019-2023 yılları 3. çeyrek verileri² kullanılırken, ESG verileri için 2018-2022 yılları için açıklanan veriler kullanılmıştır.

Tablo 1. Turizm Endekslerinde Listelenen İşletmeler ve Hisse Kodları

BIST TURİZM (XTRZM)		DOW JONES TRAVEL AND TOURISM (DJSTT)	
Hisse Kodu	Şirket Adı	Hisse Kodu	Şirket Adı
AVTUR	Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.	CAR	Avis Budget Group Inc
DOCO	DO & CO Aktiengesellschaft	BKNG	Booking Holdings Inc
ETILR	Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	EXPE	Expedia Inc
MAALT	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	TRIP	Tripadvisor Inc
MARTI	Martı Otel İşletmeleri A.Ş.		
MERIT	Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.		
PKENT	Petrokent Turizm A.Ş.		
TEKTU	TEK-ART İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.		
ULAS	Ulaşlar Turizm Enerji Tarım Gıda ve İnşaat Yatırımları A.Ş.		

¹ Yeterli verilere ulaşılamadığından BYDNR, BIGCH, TABGD analizden çıkarılmıştır.

² MARTI ve DOCO bir muhasebe dönemini 1 Nisan-31 Mart olarak esas aldığı için 31 Mart tarihli verileri kullanılmıştır.

Araştırmaya konu olan işletmelerin finansal performans puanlarının belirlenmesinde, Altman'ın 1983 yılında imalatçı olmayan ve özel işletmeler için geliştirdiği Z'' Skoru modeli kullanılmıştır. Z'' Skoru modeli hem özel hem de halka açık işletmelere yönelik olması ve en geniş kapsamlı model olması nedenleriyle tercih edilmiştir (Altman vd., 2017: 134; Altman, 2005: 313). Z'' Skoru modelinin formülü, formülde kullanılan değişkenler ve puantaj sınırları aşağıdaki gibidir (Altman, 2005: 313, 314);

$$Z'' = 6,56 (X1) + 3,26 (X2) + 6,72 (X3) + 1,05 (X4) + 3,25$$

X1 = İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar

X2 = Dağıtılmamış Kârlar/Toplam Varlıklar

X3 = Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar

X4 = Öz Kaynak Defter Değeri / Toplam Yabancı Kaynaklar

Z'' Skoru < 4,15 ⇒ Stresli (kırmızı) Alan

4,15 < Z'' Skoru < 5,85 ⇒ Gri (belirsiz) Alan

5,85 < Z'' Skoru ⇒ Güvenli Alan

Çalışmada, söz konusu işletmelerin piyasa performanslarının ölçümünde, uluslararası literatürde PB (Price-to-Book Ratio) olarak bilinen, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı ve uluslararası literatürde EV/EBITDA olarak bilinen FD/FAVÖK oranı kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan ESG verileri, DJ Travel & Tourism endeksinde yer alan işletmeler ve DO & CO Aktiengesellschaft için Eikon Datastream veri tabanından alınırken, BIST Turizm endeksinde yer alan işletmeler için KAP'da işletmeler tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporları ve Sürdürülebilirlik Raporları esas alınmış ve LSEG metodolojisi çerçevesinde hesaplama yapılmıştır. LSEG metodolojisinde yer alan ESG bileşenleri ve ağırlıkları aşağıdaki gibidir (LSEG, 2023: 16, 17);

Tablo 2. ESG Bileşenleri ve Ağırlıkları

ESG Puanı	(Çevresel İlkeler x 0,43) + (Sosyal İlkeler x 0,32) + (Kurumsal Yönetim İlkeleri x 0,25)
Çevresel İlkeler Puanı	(Emisyon x 0,35) + (Kaynak Kullanımı x 0,35) + (Çevresel İnovasyon x 0,29)
Sosyal İlkeler Puanı	(Toplum x 0,28) + (İnsan Hakları x 0,17) + (Ürün Sorumluluğu x 0,13) + (İşgören x 0,43)
Kurumsal Yönetim İlkeleri Puanı	(Hissedarlar x 0,20) + (Kurumsal Sosyal Sorumluluk x 0,13) + (Yönetim x 0,67)

Çevresel İlkeler (Çİ) ve Sosyal İlkeler (Sİ) bileşenlerinin alt bileşen puanları sürdürülebilirlik raporlarında yer alan ilgili başlıklara verilen "evet" cevaplarının toplamının, toplam ilgili başlık sayısına bölünmesiyle bulunmuştur. Sürdürülebilirlik Raporlarında yer alan alt bileşen başlıklarının sayısı aşağıdaki gibidir;

- Emisyon puanının hesaplanması için uygun olan 17 başlık,
- Kaynak Kullanımı (KK) puanının hesaplanmasında uygun olan 5 başlık,
- Toplum puanının hesaplanmasında uygun olan 4 başlık,
- İnsan Hakları puanının hesaplanmasında uygun olan 4 başlık,
- Ürün Sorumluluğu puanının hesaplanmasında uygun olan 2 başlık,
- İşgören puanının hesaplanmasında uygun olan 5 başlık kullanılmıştır.
- Çevresel İnovasyon puanının hesaplanması için uygun bir başlık tespit edilememiştir.

Kurumsal Yönetim İlkeleri (KYİ) bileşeninin alt bileşen puanları Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporlarında yer alan ilgili başlıklara verilen "evet" cevaplarının toplamının, toplam ilgili başlık sayısına bölünmesiyle bulunmuştur. Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporlarında yer alan alt bileşen başlıklarının sayısı aşağıdaki gibidir;

- Hissedarlar puanının hesaplanması için uygun olan 22 başlık,
- Kurumsal Sosyal Sorumluluk (KSS) puanının hesaplanması için uygun olan 21 başlık,
- Yönetim puanının hesaplanması için uygun olan 25 başlık kullanılmıştır.

Çalışmada verilerin analizi için IBM-SPSS programı kullanılmıştır. Gerekli hesaplamalar sonrasında hazırlanan tüm veriler, her bir işletme için ayrı ayrı istatistiksel olarak anlamlılık testine tabi tutulmuştur. Aralarında en fazla 0,05 düzeyinde anlamlı ilişki bulunmayan veriler elendikten sonra anlamlı ilişki düzeyine sahip olanlar için korelasyon analizi yardımıyla ilişki düzeyi tespiti yapılmış ve ardından değişkenler arasındaki etkileşim düzeylerinin tespiti için, Basit Doğrusal Regresyon analizi ön şartları incelenmiştir. Bu bağlamda bütün bağımlı ve bağımsız değişkenlerin eşit aralıklı ve sürekli değişkenler olduğu, histogram ve grafikler aracılığıyla yapılan normallik testleri sonrasında normal dağılıma sahip olduğu, yine grafik aracılığıyla yapılan doğrusallık testi sonrasında doğrusal ilişki içinde olduğu, uç değerlerin olmadığı, değişkenlerin eş varyanslı olduğu, Durbin-Watson katsayılarının 1-3 arasında olduğu yani hataların normal dağıldığı tespit edildikten sonra analiz gerçekleştirilmiştir (<https://www.youtube.com>).

Çalışmada belirlenen temel ve alt araştırma problemleri çerçevesinde aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir;

- H1: Turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasında pozitif bir etkileşim vardır.
- H1-1: Turizm endekslerindeki işletmelerin finansal performanslarının piyasa performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.
- H1-2: Turizm endekslerindeki işletmelerin finansal performanslarının ESG performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.
- H1-3: Turizm endekslerindeki işletmelerin piyasa performanslarının finansal performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.
- H1-4: Turizm endekslerindeki işletmelerin Piyasa performanslarının ESG performansını etkilemede belirgin bir rolü vardır.
- H1-5: Turizm endekslerindeki işletmelerin ESG performanslarının finansal performansını etkilemede belirgin bir rolü vardır.
- H1-6: Turizm endekslerindeki işletmelerin ESG performanslarının piyasa performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.
- H1-7: Turizm endekslerindeki işletmelerin ESG performanslarının ESG performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

BULGULAR

Her bir işletme için ayrı ayrı yapılan korelasyon analizleri sonrasında aralarında pozitif ya da negatif yönlü olarak güçlü ilişki (>71 puan) tespiti yapılan ve aralarında puan ilişkisi bulunmayan her bir veri için ayrı ayrı yapılan Basit Doğrusal Regresyon Analizi sonuçları Ek 1'de görülebilir. Ek-1'de yer alan tablo sonuçlarına göre temel ve alt araştırma problemleri çerçevesinde belirlenen hipotez testlerinin sonuçları aşağıdaki gibidir;

- H1: Turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasında pozitif bir etkileşim vardır.

Tabloda analiz sonuçları genel olarak incelendiğinde turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasında pozitif etkileşimlerle birlikte negatif etkileşimler de tespit edilmiştir ayrıca bu etkileşimler analize dahil edilen bütün işletmeleri kapsamamaktadır. Bu nedenle H1 hipotezi kısmen kabul edilebilir.

H1-1: Turizm endekslerindeki işletmelerin finansal performanslarının piyasa performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

Analizde finansal performansların ölçümünde Z" puanı, piyasa performanslarının ölçümünde ise PD/DD ve FD/FAVÖK puanları kullanılmıştır. Ek-1'de yer alan tablo incelendiğinde Z" puanındaki 1 puanlık artışın DOCO'nun PD/DD puanını pozitif yönde 2,26 puan etkileyebileceği ancak MAALT'in PD/DD puanını negatif yönde 2,8 puan etkileyebileceği ve MARTI'nın PD/DD puanını da negatif yönde 0,84 puan etkileyebileceği görülmüştür. Diğer taraftan Z" puanındaki 1 puanlık artışın MERIT'in FD/FAVÖK puanını pozitif yönde 2,96 puan etkileyebileceği görülmüştür.

Tablo 3. Piyasa Performansları Finansal Performanslarınca Etkilenen İşletmeler ve Performans Puanları

İşletme	Perf. - Yıl	2023	2022	2021	2020	2019
DOCO	Z" Puanı	7,09	5,63	5,74	4,39	5,92
	PD/DD	6,9	5,8	6,4	1,6	3,5
MAALT	Z" Puanı	4,11	9,46	9,89	9,17	9,39
	PD/DD	20,57	6,42	7,29	5,04	1,43
MARTI	Z" Puanı	4,90	2,77	-2,79	-3,28	1,00
	PD/DD	0,50	0,24	1,91	1,19	0,76
MERIT	Z" Puanı	18,55	25,24	75,23	21,59	16,74
	FD/FAVÖK	72,41	69,94	212,34	62,87	5,78

Tablo 3'de söz konusu işletmelerin etkileşim puanları incelendiğinde, MAALT'in Z" puanının 2023 yılında stresli alana girdiği, MARTI'nın Z" puanının ise 2023 hariç diğer tüm yıllarda stresli alanda olduğu, 2023 yılında gri (belirsiz) alana girdiği görülmektedir. MAALT'in 2023 yılı Z" puanı faktörleri incelendiğinde, kısa vadeli yükümlülüklerinin dönen varlıklarından fazla olduğu dolayısıyla çalışma sermayesinin toplam varlıklara oranının negatif olduğu, FAVÖK'ün 2023 yılında negatif görünümü olduğu, bununla birlikte piyasa değerinin de diğer bütün XTRZM işletmelerinden farklı olarak aşırı yükseliş trendine girdiği görülmektedir. MARTI'nın Z" puanı incelemesinde ise, Z" puanının yükseliş trendine girdiği ancak tüm yıllarda kısa vadeli yükümlülüklerinin dönen varlıklarından fazla olduğu, FAVÖK'ün ise 2023 yılında pozitif görünümü olduğu görülmektedir. Bu nedenle MAALT ve MARTI'nın finansal performansları ile piyasa performansının ters yönlü etkileşimde olmalarına rağmen zaman içinde farklı yönelimler gösterdiği, dolayısıyla bu durumun tek ya da birden fazla ortak dinamikle açıklanamayacağı söylenebilir. Ancak olumsuz etkileşimlerin genel olarak kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranla fazla olmasından ve negatif FAVÖK'ten kaynaklandığı söylenebilir. Diğer taraftan finansal performansın piyasa performansı üzerindeki etkisi sadece 7 XTRZM işletmesinden 4'ü üzerinde tespit edilmiştir. DJUSTT işletmelerinde bu etkileşim tespit edilmemiştir. Dolayısıyla H1-1 hipotezi DJUSTT işletmeleri için kabul edilmezken XTRZM işletmeleri için kısmen kabul edilebilir.

H1-2: Turizm endekslerindeki işletmelerin finansal performanslarının ESG performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

Ek-1'de yer alan tabloda, XTRZM Endeksinde yer alan 2 işletmenin ve DJUSTT Endeksinde yer alan bütün işletmelerin ESG faktörlerinden birkaç tanesinin, Z'' puanıyla ölçülen finansal performans puanlarından negatif ya da pozitif yönlü olarak etkilendiği görülmektedir. Analiz sonuçlarına göre;

- XTRZM işletmelerinden MAALT'in Z'' puanındaki 1 puanlık artış, ESG alt faktörlerinden Hissedarlar puanını pozitif yönde 1,17 puan etkileyebilir. Bu durum MAALT'in olumlu finansal performans sonuçlarını hissedarlarına yansıttığının göstergesi olarak yorumlanabilir. Ancak MAALT'in olumlu finansal performans sonucunun, ESG faktör puanlarının bütününe gösteren ESG puanına olumlu yansımadağı görülmektedir. Bu da daha fazla kârlılık için çevresel ve sosyal maliyetlerin göz ardı edildiğinin göstergesi olabilir.
- DJUSTT işletmelerinden TRIP'in Z'' puanındaki 1 puanlık artış, ESG alt faktörlerinden Ürün Sorumluluğu puanını pozitif yönde 0,85 puan etkileyebilir. Bu durum TRIP'in artan finansal performans sonuçlarını, tüketicilerin çevresel ve sosyal farkındalığına paralel olarak tasarladığı ürün ve hizmetlerine yansıttığının göstergesi olarak yorumlanabilir. Ancak tabloda TRIP'in Sosyal İlkeler puanı, insan hakları puanı ve toplum puanının Z'' puanındaki artıştan olumsuz etkilendiği görülmektedir. ESG faktörlerinden olan Sosyal İlkeler puanı aslında hem ürün sorumluluğu hem toplum hem insan hakları hem de İşgören puanlarından oluşmaktadır. Bu durum TRIP için ürün tasarımı ve üretiminde çevresel ve toplumsal talepleri gözetse de diğer toplumsal odak noktalarında yetersiz kaldığı şeklinde yorumlanabilir.
- Tabloda Z'' puanındaki artışın bir de hem CAR'da hem de BKNG'de ESG alt faktörlerinden İşgören puanını pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Bu durum da hem CAR için hem de BKNG için olumlu finansal performans sonuçlarının işgören gelişimine yansıtıldığına göstergesi şeklinde yorumlanabilir.
- Diğer taraftan AVTUR'da Kurumsal Yönetim İlkeleri puanı ve Yönetim puanı, EXPE'de ESG puanı ve Sosyal İlkeler puanı Z'' puanı artışından olumsuz etkilenmektedir. Bu durum AVTUR için kısa vadeli kazançlara odaklanırken etik uygulamalar, şeffaflık, sürdürülebilirlik, adalet, sorumluluk gibi Kurumsal Yönetim İlkelerinin göz ardı edilebildiğinin göstergesi olarak yorumlanabilirken, EXPE için daha fazla kârlılık için çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim ilkeleri maliyetlerinin göz ardı edilebildiğinin göstergesi olarak yorumlanabilir.

Bu bağlamda H1-2 hipotezi DJUSTT endeksi için yüksek oranda kabul edilirken, XTRZM endeksi için kısmen kabul edilebilir.

H1-3: Turizm endekslerindeki işletmelerin piyasa performanslarının finansal performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

Ek-1'de yer alan tabloda PDDD ve FDFAVÖK olarak gösterilen piyasa performans oranlarının sadece XTRZM endeksinde yer alan 3 işletmenin finansal performans puanı üzerinde etkili olabildiği görülmektedir. Bu işletmelerden MAALT'in PDDD puanındaki 1 puanlık artışın Z'' puanında 0,31 puanlık azalışa sebep olabileceği, AYCES'in FDFAVÖK puanındaki 1 puanlık artışın Z'' puanında 0,003 puanlık artışa ve MERIT'in FDFAVÖK puanındaki 1 puanlık artışın Z'' puanında 0,31 puanlık artışa sebep olabileceği söylenebilir.

Tablo 4. Finansal Performansları Piyasa Performanslarının Etkilenen İşletmeler ve Performans Puanları

İşletme	Perf. - Yıl	2023	2022	2021	2020	2019
MAALT	Z" Puanı	4,11	9,46	9,89	9,17	9,39
	PDDD	20,57	6,42	7,29	5,04	1,43
AYCES	Z" Puanı	9,74	8,49	7,57	6,55	6,52
	FD/FAVÖK	526,05	90,82	60,23	-467,78	12,44
MERIT	Z" Puanı	18,55	25,24	75,23	21,59	16,74
	FD/FAVÖK	72,41	69,94	212,34	62,87	5,78

Tablo 4'te MAALT'ın PDDD puanındaki ani yükselişe karşın Z" puanında ani bir düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum MAALT'ın piyasa performansına odaklanırken operasyonel verimliliğini ve etkinliğini yitirmiş olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Diğer taraftan AYCES ve MERIT'in FD/FAVÖK puanındaki artışı finansal performanslarına olumlu bir şekilde yansıttığı söylenebilir. Bu bağlamda H1-3 hipotezi de DJUSTT işletmeleri için reddedilirken, XTRZM işletmeleri için kısmen kabul edilebilir.

H1-4: Turizm endekslerindeki işletmelerin Piyasa performanslarının ESG performansını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

Ek-1'de bulunan tabloda, 5 XTRZM işletmesinde ve 2 DJUSTT işletmesinde piyasa performanslarının ESG faktörlerini olumlu ya olumsuz etkilediği görülmektedir. Çalışmada piyasa performans ölçütü olarak kullanılan PDDD puanı ile FDFAVÖK puanının birlikte etkilediği ESG faktörleri, XTRZM endeksi içindeki PKENT'de görülmektedir. PKENT'in piyasa performansındaki her artış ESG puanı başta olmak üzere, ESG faktörlerinden Sosyal İlkeler puanına ve bunun alt faktörleri olan İnsan Hakları puanı ile Toplum puanına az da olsa olumlu yansımaktadır. Bu durum PKENT'in piyasa performans artışlarını paydaşlarına daha fazla yansıtmasının daha iyi olabileceği şeklinde yorumlanabilir. FDFAVÖK puanı artışlarının, PKENT dışında, XTRZM işletmelerinden AVTUR'da Hissedarlar puanına, TEKTU'da Yönetim puanına, DJUSTT işletmelerinden EXPE'de ise Toplum puanına olumlu yansıdığı görülmektedir. PDDD puanı artışlarının ise XTRZM işletmelerinden MAALT'ın ESG puanına olumlu yansıdığı ancak MARTI'nın ESG puanına olumsuz yansıdığı görülmektedir. Bu bağlamda, H1-4 hipotezi XTRZM işletmeleri için yüksek oranda kabul edilirken, DJUSTT işletmeleri için kısmen kabul edilebilir.

H1-5: Turizm endekslerindeki işletmelerin ESG performanslarının finansal performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

Ek-1'de bulunan tabloda ESG faktörlerinden bazılarının XTRZM endeksinde yer alan 4 işletmenin ve DJUSTT endeksinde yer alan bütün işletmelerin finansal performanslarında olumlu ya da olumsuz etkiye sahip olduğu görülmektedir. XTRZM endeksinde yer alan AYCES'in ESG puanı artışı, DOCO'nun ve MAALT'ın Hissedarlar puanı artışı, DJUSTT endeksinde yer alan CAR ve BKNG'nin İşgören puanı artışı finansal performanslarına olumlu etki olarak yansırken, XTRZM endeksinde yer alan MAALT'ın ESG puanı artışı, AVTUR'un Kurumsal Yönetim İlkeleri puanı ve Yönetim puanı artışları, DJUSTT endeksinde yer alan EXPE'nin ESG puanı, Sosyal İlkeler puanı, İnsan Hakları puanı ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanı artışları, TRIP'in Sosyal İlkeler puanı, İnsan Hakları puanı artışları finansal performanslarına olumsuz etki olarak yansımaktadır.

Tablo 5. Finansal Performansları ESG Performanslarınca Etkilenen İşletmeler ve Performans Puanları

İşletme	Perf. - Yıl	2023	2022	2021	2020	2019
MAALT	Z" Puanı	4,11	9,46	9,89	9,17	9,39
	ESG Puanı	25,27	18,27	17,82	16,26	16,26
	Hissedarlar	77,27	81,82	86,36	81,82	81,82
AYCES	Z" Puanı	9,74	8,49	7,57	6,55	6,52
	ESG Puanı	64,42	19,47	19,47	19,47	20,14
DOCO	Z" Puanı	7,09	5,63	5,74	4,39	5,92
	Hissedarlar	75,21	20,83	15,71	15,71	16,67
CAR	Z" Puanı	3,73	3,70	3,41	3,25	3,24
	İşgören	NA	56,13	44,50	27,86	21,91
BKNG	Z" Puanı	10,06	10,17	9,62	9,93	10,24
	İşgören	51,69	53,37	34,56	46,27	50,50
AVTUR	Z" Puanı	15,46	15,55	14,60	13,02	12,77
	KYİ Puanı	57,39	57,39	60,07	64,52	64,81
	Yönetim	52,00	52,00	56,00	64,00	64,00
EXPE	Z" Puanı	3,22	3,26	3,20	3,51	3,48
	ESG Puanı	48,85	NA	41,61	23,18	28,31
	Sİ Puanı	50,58	NA	46,68	29,98	36,51
	İnsan Hakları	53,57	NA	42,45	0,00	0,00
	KSS Puanı	77,57	NA	77,31	0,00	0,00
TRIP	Z" Puanı	6,36	6,61	6,08	6,07	9,73
	Sİ Puanı	35,40	34,8	34,92	39,39	26,23
	İnsan Hakları	23,47	28,45	33,65	35,14	6,36

Tablo-5 genel olarak incelendiğinde ESG faktörlerindeki puan artışlarının finansal performansa olumlu yansıdığı işletmelerin genellikle Hissedar ve İşgören puanlarındaki artışlarda öne çıktığı, finansal performansa olumsuz yansıyan işletmelerde ise genellikle genel ESG puanının, Kurumsal Yönetim İlkeleri ve alt faktörleri puanlarının ve İnsan Hakları puanının artışlarında öne çıktığı görülmektedir. Finansal performansa olumsuz etki eden ESG faktörleri düşünüldüğünde, bu durum işletmelerin ESG standartlarına uyum sürecinde kısa vadede yüksek maliyetlerle karşılaşmalarının doğal sonucu olarak yorumlanabilir. Bu bağlamda H1-5 hipotezi, DJUSTT endeksinde yer alan işletmeler için kabul edilirken, XTRZM endeksinde yer alan işletmeler için kısmen kabul edilebilir.

H1-6: Turizm endekslerindeki işletmelerin ESG performanslarının piyasa performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

Ek-1'de bulunan tablo incelendiğinde XTRZM endeksinde yer alan 7 işletmeden 6'sının, DJUSTT endeksinde yer alan 4 işletmeden 2'sinin ESG faktörlerinden bazılarının olumlu ya da olumsuz olarak piyasa performanslarını etkilediği görülmektedir. Etkileşim oranları incelendiğinde,

olumlu etkileşim oranının %87 düzeyinde olduğu ve XTRZM endeksinde olan PKENT'in ise en yüksek etkileşim düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Etkileşim sırasına göre işletmeler incelendiğinde, PKENT'in ESG puanı, Sosyal İlkeler puanı, İnsan Hakları puanı ve Toplum puanı artışı hem FDFAVÖK puanını hem de PDDD puanını olumlu etkilemektedir. ESG puanındaki artış AYCES'in FDFAVÖK puanını olumlu etkilerken, MAALT'ın da PDDD puanını olumlu etkilemektedir. Yönetim puanındaki artış TEKTU'nun, Hissedarlar puanındaki artış da AVTUR'un FDFAVÖK puanını olumlu etkilemektedir. Ayrıca Toplum puanındaki artış EXPE'nin FDFAVÖK puanını olumlu etkilemektedir. Diğer taraftan Yönetim puanındaki artış MARTI'nın PDDD puanını olumsuz etkilerken, İşgören puanındaki artış da TRIP'in PDDD puanını olumsuz etkilemektedir. Analiz sonuçları genel olarak yorumlandığında 7 XTRZM işletmesinden 5'inin piyasa performansının, ESG faktörlerinden en az birinin artışından olumlu olarak etkilendiği söylenebilir. Diğer taraftan DJUSTT işletmelerinden EXPE'nin topluma yönelik faaliyetlerinin piyasalara olumlu yansıdığı ama TRIP'in işgören maliyetlerinin yatırımcılara olumsuz yansıdığı söylenebilir. Bu bağlamda H1-6 hipotezi, XTRZM işletmeleri için yüksek oranda kabul edilirken, DJUSTT işletmeleri için kısmen kabul edilebilir.

H1-7: Turizm endekslerindeki işletmelerin ESG performanslarının ESG performanslarını etkilemede belirgin bir rolü vardır.

H1-7 hipotezinin test edilmesi için analizlerde puanlama sisteminde birbirine bağımlı olmayan ESG faktörlerinin etkileşimleri ölçülmüştür. Ek-1'de bulunan analiz sonuçları tablosuna göre ESG faktörleri arasındaki etkileşimin tamamı DJUSTT indeksinde bulunan 4 işletme ile ESG faktörleri puanlaması LSEG tarafından hesaplanan DOCO'dadır. ESG faktörleri etkileşimlerinin tamamı pozitif yönlü etkiye sahiptir. İşletmeler temelinde analiz sonuçları incelendiğinde;

- CAR'ın Çevresel İlkeler puanındaki artış İşgören puanını, Yönetim puanını, Kurumsal Yönetim İlkeleri puanını; Kaynak Kullanımı puanındaki artış İşgören puanını; İşgören puanındaki artış Kaynak Kullanımı puanı ile Çevresel İlkeler puanını; Kurumsal Yönetim İlkeleri puanındaki ve Yönetim puanındaki artış ise Çevresel İlkeler puanını olumlu yönde etkilemektedir.
- EXPE'nin Çevresel İlkeler puanındaki artış İşgören puanını, İnsan Hakları puanını, Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanını; Kaynak Kullanımı puanındaki artış İşgören puanını ve İnsan Hakları puanını; İnsan Hakları puanındaki artış Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanını, İşgören puanını ve kaynak kullanımı puanını; Ürün Sorumluluğu puanındaki artış Yönetim puanını; İşgören puanındaki artış Kaynak Kullanımı puanını, Çevresel İlkeler puanını ve İnsan Hakları puanını; Yönetim puanındaki artış Ürün Sorumluluğu puanını; Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanındaki artış ise İnsan Hakları puanı ile Çevresel İlkeler puanını olumlu yönde etkilemektedir.
- BKNG'nin Çevresel İlkeler puanındaki artış İnsan Hakları puanını, Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanını, Toplum puanını, Sosyal İlkeler puanını; Emisyon puanındaki artış Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanını, Toplum puanını, İnsan Hakları puanını, Sosyal İlkeler puanını; Çevresel İnovasyon puanındaki artış Emisyon puanını, Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanını, İnsan Hakları puanını, Sosyal İlkeler puanını ve Toplum puanını; Sosyal İlkeler puanındaki artış Çevresel İlkeler puanını, Çevresel İnovasyon puanını, Emisyon puanını; İnsan Hakları puanındaki artış Emisyon puanını, Çevresel İnovasyon puanını, Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanını, Çevresel İlkeler puanını; Toplum puanındaki artış Çevresel İlkeler puanını, Çevresel İnovasyon puanını, İnsan Hakları puanını ve Emisyon puanını; Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanındaki artış Emisyon puanını, Sosyal İlkeler puanını, İnsan Hakları puanını ve Çevresel İlkeler puanını olumlu yönde etkilemektedir.

- TRIP'in İnsan Hakları puanındaki artış Toplum puanını, Toplum puanındaki artış ise İnsan Hakları puanını olumlu yönde etkilemektedir.
- DOCO'nun Emisyon puanındaki artış Kaynak Kullanımı puanını; Çevresel İnovasyon puanındaki artış Emisyon puanını; Sosyal İlkeler puanındaki, Toplum puanındaki ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk puanındaki artış Hissedarlar puanını; İşgören puanındaki artış Kaynak Kullanımı puanını olumlu yönde etkilemektedir.

Analiz sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, çevresel faktörlerde yapılan bir iyileştirmenin daha sürdürülebilir bir ortam sağlandığı için hem sosyal ilkeler faktörlerinin tamamında hem de kurumsal yönetim performansında olumlu etkinin yaratıldığı, aynı şekilde sosyal ilkeler ve kurumsal yönetim bağlamında daha olumlu bir ortama sahip olan işgörenlerin, hissedarların ve toplumun çevresel sürdürülebilirlik çabalarını destekleme konusunda daha istekli olduğu şeklinde yorumlanabilir. Bu bağlamda H1-7 hipotezi DJUSTT işletmeleri ve DOCO için kabul edilebilir.

TARTIŞMA, SONUÇ ve ÖNERİLER

Turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG faktörleri arasındaki etkileşim dinamiklerinin tespit edilmesini ve bu bağlamda ulusal ve uluslararası turizm endekslerinin karşılaştırılmasını amaçlayan bu çalışma için yapılan literatür taramasında, ESG faktörlerinin finansal performansa etkisini inceleyen birçok çalışmayla karşılaşılmış olmasına karşın turizm sektörü için sadece bir araştırmaya ulaşılmıştır. Atay vd., (2023)'nin yapmış olduğu söz konusu araştırmada ESG skorlarının seçilen üç finansal performans göstergesinden ikisi üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu, diğerinin de ülkeden ülkeye değişiklik gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Turizm sektörü dışında olup, borsada işlem gören işletmeler için yapılan araştırmalarda ve reel sektör işletmeleri için yapılan araştırmalarda ise genellikle ESG'nin finansal performans üzerinde etkili olduğu ancak etkileşim yönünün farklı olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bu araştırmada da literatüre benzer nitelikli bir sonuca ulaşılmıştır. Nitekim ESG faktörlerinin finansal performansa etkisinin test edildiği H1-5 hipotezi, DJUSTT endeksinde yer alan tüm işletmelerde ve XTRZM endeksinde yer alan dört işletmede etkileşim tespit edildiği için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşim dinamikleri incelendiğinde ise etkileşim yönünün endeks bölgesi fark etmeksizin, işletmeden işletmeye farklılık gösterdiği, olumlu etkileşimlerin genellikle Hissedar ve İşgören puanlarıyla olduğu, olumsuz etkileşimlerin ise genel ESG puanı ile Kurumsal Yönetim İlkelerinin alt faktör puanları ve İnsan Hakları puanıyla olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgunun sonuçları Scholtens (2008)'in her iki çıkarımını da destekler niteliktedir çünkü finansal performansa olumlu etki genel olarak paydaş memnuniyetinden kaynaklanırken, olumsuz etki standartlara uyum sürecinde karşılaşılan maliyetlerin yüksekliği ile açıklanabilir.

Literatürden farklı olarak bu çalışmada finansal performansın ESG faktörleri üzerindeki etkisi H1-2 hipotezi ile test edilmiş ve hipotez DJUSTT endeksi için yüksek oranda kabul edilirken, XTRZM endeksi için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşim yönlerinin %67'si olumsuzdur. Etkileşimler incelendiğinde Hissedarlar, Ürün Sorumluluğu ve İşgören puanlarında olumlu etkileşimler olduğu ancak genel ESG puanıyla birlikte Sosyal İlkeler, Toplum, İnsan Hakları, Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Yönetim puanlarında olumsuz etkileşimler olduğu görülmektedir. Olumlu etkileşimler, işletmelerin olumlu finansal performans sonuçlarını paydaşlarına ve tüketicilerin çevresel ve sosyal farkındalığına paralel olarak, tasarladıkları ürün ve hizmetlerine yansıttığını gösterirken; olumsuz etkileşimler, daha fazla kârlılık için çevresel ve sosyal maliyetlerin göz ardı edildiğini, toplumsal odak noktalarında yetersiz kalmabildiğini, kısa vadeli

kazançlara odaklanırken etik uygulamalar, şeffaflık, sürdürülebilirlik, adalet, sorumluluk gibi Kurumsal Yönetim İlkelerinin göz ardı edilebildiğini göstermektedir.

Velte (2017), Almanya işletmeleri için yapmış olduğu çalışmada piyasa performansını Tobin's Q değerleri ile ölçmüş ve ESG'nin üç bileşeninin finansal performans göstergesi olarak tercih ettiği ROA'nın aksine, Tobin's Q değerleri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada, Velte'nin bulgularından farklı olarak, ESG faktörlerinin piyasa performansı üzerinde kısmen etkili olduğu, etkileşim yönünün de daha çok olumlu yönde olduğu sonucuna ulaşılmış ve H1-6 hipotezi XTRZM işletmeleri için yüksek oranda, DJUSTT işletmeleri için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşim dinamikleri incelendiğinde ise ESG faktörlerinden en az birinin, XTRZM işletmelerinin çoğunluğunun piyasa performansı üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle XTRZM işletmelerinde ESG faktörlerini geliştirmek için yapılan faaliyetlerin çoğunlukla finansal piyasalara olumlu yansıdığı söylenebilir.

Diğer taraftan literatürden farklı olarak bu çalışmada Piyasa performansının ESG faktörleri üzerindeki etkisi H1-4 hipotezi ile test edilmiş ve hipotez XTRZM işletmeleri için yüksek oranda kabul edilirken, DJUSTT işletmeleri için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşimler incelendiğinde, olumlu etkileşim oranının %89 olduğu, bunların da genellikle paydaşlar başta olmak üzere genel ESG puanı, Toplum ve İnsan Hakları puanlarında olduğu görülmüştür. Bu da genellikle XTRZM işletmelerinde olumlu piyasa performanslarının başta paydaşlar olmak üzere, ESG faktörlerine yansıtılabildiğini göstermektedir.

Çalışmada finansal performansın piyasa performansı üzerindeki etkisi H1-1 hipotezi ile test edilmiş ve hipotez DJUSTT işletmeleri için kabul edilmezken, XTRZM işletmeleri için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşimler incelendiğinde ise olumsuz etkileşimlerin genel olarak kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranla fazla olmasından ve negatif FAVÖK'ten kaynaklandığı görülmüştür. Piyasa performansının finansal performans üzerindeki etkisi ise H1-3 hipotezi ile test edilmiş ve hipotez yine DJUSTT işletmeleri için reddedilirken, XTRZM işletmeleri için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşimler incelendiğinde olumlu etkileşim oranının %67 oranında olduğu ve işletmelerin piyasa performans artışlarını finansal performanslarına yansıttığı ancak olumsuz etkileşim incelendiğinde piyasa performansına odaklanılırken operasyonel etkinliğin yitirildiği görülmüştür.

Çalışmada ESG faktörlerinin kendi aralarındaki etkileşim dinamikleri ise H1-7 hipotezi ile test edilmiş ve hipotez DJUSTT işletmeleri ile XTRZM işletmelerinden DOCO için kabul edilmiştir. Etkileşimlerin tamamının olumlu etkileşimler olduğu, ESG bileşenlerinin (çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim) ve bunların alt bileşenlerinden birinde ya da birkaçında gerçekleşen olumlu performansın, aralarında puan ilişkisi olmayan diğer bileşen ya da alt bileşene olumlu yansıdığı görülmüştür.

Sonuç olarak çalışmanın temel hipotezi olan H1 hipotezi, alt hipotezlerle birlikte değerlendirildiğinde hem XTRZM işletmeleri için hem de DJUSTT işletmeleri için kısmen kabul edilmiştir. Etkileşim sonuçları genel olarak incelendiğinde ise ESG ilkeleri için yapılan her çalışmanın uzun vadede işletmelerin hem finansal performansını hem de piyasa performansını olumlu etkileyeceği ve bu etkileşimlerin karşılıklı olarak birbirlerine yansıtacağı tespit edilmiştir.

Bu çalışmanın çeşitli kısıtları bulunmaktadır. Araştırmanın sadece iki turizm endeksinin kapsamı ve araştırmaya konu olan verilerin belirli bir döneme ait olması önemli bir kısıttır. Ayrıca XTRZM endeksinde yer alan işletmelerin ESG verilerinin kısıtlı olması da çalışma için önemli bir kısıt yaratmıştır. İleride yapılacak çalışmalarda turizm sektörünün bütününe kapsamı ve daha fazla uluslararası işletme ile karşılaştırılması, bu çalışmanın test edilebilirliği açısından önemlidir. Çalışmanın bu yönüyle literatürün gelişmesine ve derinleşmesine katkı sunması ve ayrıca profesyonel uygulayıcılara yardımcı olması beklenmektedir.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Destek Bilgisi: Herhangi bir kurum ve/veya kuruluştan destek alınmamıştır.

Çıkar Çatışması: Yazarlar arasında çıkar çatışması yoktur.

Etik Onayı: Bu çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde etik kurallara riayet edildiğini yazar(lar) beyan eder. Aksi bir durumun tespiti halinde Türk Turizm Araştırmaları Dergisi'nin hiçbir sorumluluğu olmayıp, tüm sorumluluk makale yazar(lar)ına aittir.

Etik Kurul Onayı: Çalışma kamuya açık ikincil verilerin kullanılmasıyla oluşturulmuştur.

Araştırmacıların Katkı Oranı: Çalışma tek yazarlı olup katkı oranı %100'dür.

KAYNAKÇA

Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., and Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171. DOI: 10.1111/jifm.12053

Altman, E. I. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds. *Emerging Markets Review*, 6(4), 311-323. DOI: 10.1016/j.ememar.2005.09.007

Aggarwal, P. (2013). Impact of sustainability performance of company on its financial performance: a study of listed Indian companies. *Global Journal of Management and Business Research*, 13 (11), 60-70.

Arina Felita, F. (2021). The effect of sustainability reporting on company performance. *Diponegoro Journal of Accounting*, 10 (4), 1-9.

Atay, S., Tarıncı, A. ve Kılıncı, C. Ç. (2023). Turizm işletmelerinde kurumsal sosyal sorumluluğun muhasebe temelli oranlar üzerindeki etkisi: panel regresyon analizi. *Journal of Gastronomy, Hospitality and Travel*, 6(4), 1905-1912. DOI: 10.33083/joghat.2023.378

Başkaya, F. (2017). *Fikret Başkaya yazdı / Kriz değil, çöküş...* [Online] <https://www.politikyol.com/fikret-baskaya-yazdi-kriz-degil-cokus/> [Erişim Tarihi: 04.02.2024].

Byrne, D. (2022). *What is the history of ESG?* [Online] <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-history-of-esg/> [Erişim Tarihi: 04.02.2023].

Clarissaa, S. V. and Rasminib, N. K. (2018). The effect of sustainability report on financial performance with good corporate governance quality as a moderating variable. *International Journal of Sciences: Basic and Applied Research (IJSBAR)*, 40 (2), 139-149.

Conmy, S. (2023). *ESG investing is the idea that capitalism can right itself.* [Online] <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/news-analysis/is-esg-investing-too-little-too-late/> [Erişim Tarihi: 04.02.2024].

Friede, G., Busch, T. and Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917

<https://www.youtube.com/watch?v=JAAN73QF9e8> Tez Yardım Platformu. (2021). *SPSS ile basit doğrusal regresyon analizi | ön şartlardan yorumlara tüm detayları ile.* [Erişim Tarihi: 10.01.2024].

Junesand, N. (2021). *The history of ESG investing*. [Online] <https://storymaps.arcgis.com/stories/9852127fa088448385821eae134e0b3a> [Erişim Tarihi: 04.02.2024].

Leins, S. (2020). 'Responsible investment': ESG and the post-crisis ethical order. *Economy and Society*, 49 (1), 71–91. DOI: 10.1080/03085147.2020.1702414

Scholtens, B. (2008). A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Ecological Economics*, 68(1-2), 46-55. DOI:10.1016/j.ecolecon.2008.01.024

şeker, Y. ve Güngör, N. (2022). Does ESG performance impact financial performance? Evidence from the Utilities Sector. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24 (MODAVICA Özel Sayısı), ÖS160-ÖS183. DOI: 10.31460/mbdd.1065217

UNEP and WTO. (2005). *Making tourism more sustainable – a guide for policy makers*. UNEP and WTO Presentations, France.

United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI). (2004). *Who cares wins - connecting financial markets to a changing world*. United Nation and Swiss Federal Department United Nations of Foreign Affairs.

Vardari, L., Gashi, R. and Gashi Ahmeti, H. (2020). The impact of corporate sustainability index on BIST Sustainability Index. *European Journal of Sustainable Development*, 9 (2), 375-390.

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. DOI: 10.1108/JGR-11-2016-0029.

EK-1

Korelasyon ve Basit Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları Tablosu

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	BIST İşletme Kodu*	DJ İşletme Kodu	Pozitif İlişki	Negatif İlişki	Etki Düzeyi	
Z" puanı	KYİ	AVTUR			Evet	3,04 puan	
	Yönetim	AVTUR			Evet	4,58 puan	
	PDDD	DOCOC	DOCOC		Evet		2,26 puan
			MAALT			Evet	2,8 puan
			MARTI			Evet	0,84 puan
	ESG Puanı	MAALT				Evet	1,43 puan
			EXPE			Evet	67,82 puan
	Hissedarlar	MAALT			Evet		1,17 puan
	Sİ Puanı		EXPE			Evet	54,21 puan
			TRIP			Evet	2,91 puan
	İnsan Hakları		TRIP			Evet	7,05 puan
	Toplum		TRIP			Evet	10,02 puan
	Ürün Sorumluluğu		TRIP		Evet		0,85 puan
	İşgören Puanı		CAR		Evet		69 puan
BKNG				Evet		29,15 puan	
				Evet		2,96 puan	
PDDD	Z" puanı	MAALT			Evet	0,31 puan	
	ESG Puanı	MAALT		Evet		0,5 puan	
			MARTI		Evet	0,57 puan	
			PKENT		Evet	0,009 puan	
	Sİ	PKENT		Evet		0,02 puan	
	İnsan Hakları	PKENT		Evet		0,05 puan	
	Toplum	PKENT		Evet		0,05 puan	
İşgören		TRIP		Evet	5,94 puan		
FDFAVÖK	Z" puanı	AYCES		Evet		0,003 puan	
		MERIT		Evet		0,31 puan	
	Hissedarlar	AVTUR		Evet		0,002 puan	
	Sİ	PKENT		Evet		0,01 puan	
	ESG Puanı	PKENT		Evet		0,004 puan	
	İnsan Hakları	PKENT		Evet		0,023 puan	
	Toplum	PKENT		Evet		0,023 puan	
			EXPE		Evet	0,17 puan	
Yönetim	TEKTU		Evet		0,01 puan		
ESG Puanı	Z" Puanı	AYCES		Evet		0,54 puan	
		MAALT			Evet	0,61 puan	
		EXPE		Evet	0,013 puan		
	FDFAVÖK	AYCES		Evet		0,46 puan	
			PKENT		Evet	228,52 puan	
	PDDD	MAALT		Evet		1,93 puan	
PKENT				Evet	93,65 puan		
Çİ	İşgören Puanı		CAR		Evet	2 puan	
			EXPE		Evet	0,59 puan	
			CAR		Evet	1,30 puan	
	Yönetim		CAR		Evet	1,49 puan	
			EXPE		Evet	1,06 puan	
	KYİ Puanı		BKNG		Evet	2,02 puan	
			EXPE		Evet	1,06 puan	
	İnsan Hakları		BKNG		Evet	0,90 puan	
			EXPE		Evet	1,64 puan	
Toplum		BKNG		Evet	1,02 puan		
Sİ Puanı		BKNG		Evet	0,62 puan		
Emisyon	KK Puanı	DOCOC		Evet		0,1 puan	
			BKNG		Evet	0,46 puan	
			BKNG		Evet	0,51 puan	
			BKNG		Evet	1,03 puan	
			BKNG		Evet	0,3 puan	
KK Puanı	İşgören Puanı		CAR		Evet	0,95 puan	
			EXPE		Evet	0,48 puan	
			EXPE		Evet	0,83 puan	
Emisyon		DOCOC		Evet		0,87 puan	

Çevresel İnovasyon			BKNG	Evet		1,33 puan
	KSS puanı		BKNG	Evet		0,61 puan
	İnsan Hakları		BKNG	Evet		1,43 puan
	Sİ Puanı		BKNG	Evet		0,45 puan
	Toplum		BKNG	Evet		0,67 puan
Sİ	Hissedarlar	DOCO		Evet		1,15 puan
	FDFAVÖK	PKENT		Evet		89,59 puan
	PDDD	PKENT		Evet		36,06 puan
	Çİ puanı		BKNG	Evet		1,39 puan
	Çevresel İnovasyon		BKNG	Evet		3,02 puan
	Emisyon		BKNG	Evet		2,67 puan
	Z" puanı		EXPE		Evet	0,02 puan
			TRIP		Evet	0,31 puan
İnsan Hakları	PDDD	PKENT		Evet		15,87 puan
	FDFAVÖK	PKENT		Evet		39,42 puan
	Emisyon		BKNG	Evet		0,91 puan
	Çevresel İnovasyon		BKNG	Evet		0,68 puan
	KSS		BKNG	Evet		0,42 puan
			EXPE	Evet		1,57 puan
	Çİ Puanı		BKNG	Evet		0,47 puan
			EXPE	Evet		0,92 puan
	İşgören Puanı		EXPE	Evet		0,55 puan
	KK Puanı		EXPE	Evet		1,15 puan
	Z" Puanı		EXPE		Evet	0,006 puan
		TRIP		Evet	0,13 puan	
Toplum		TRIP	Evet		1,28 puan	
Ürün Sorumluluğu	Yönetim		EXPE	Evet		5,69 puan
İşgören Puanı	KK Puanı	DOCO		Evet		0,12 puan
			EXPE	Evet		2,09 puan
			CAR	Evet		0,97 puan
	Z" Puanı		CAR	Evet		0,013 puan
			BKNG	Evet		0,03 puan
	Çİ Puanı		CAR	Evet		0,43 puan
			EXPE	Evet		1,63 puan
	İnsan Hakları		EXPE	Evet		1,74 puan
PDDD		TRIP		Evet	0,15 puan	
Toplum	Hissedarlar	DOCO		Evet		0,33 puan
	PDDD	PKENT		Evet		15,87 puan
	FDFAVÖK	PKENT		Evet		39,42 puan
			EXPE	Evet		5,64 puan
	Çİ Puanı		BKNG	Evet		0,9 puan
	Çevresel İnovasyon		BKNG	Evet		1,24 puan
	İnsan Hakları		BKNG	Evet		1,85 puan
			TRIP	Evet		0,70 puan
Emisyon		BKNG	Evet		1,79 puan	
KYİ	Z" Puanı	AVTUR			Evet	0,32 puan
	Çİ Puanı		CAR	Evet		0,62 puan
Yönetim	Z" Puanı	AVTUR			Evet	0,22 puan
	PDDD	MARTI			Evet	0,15 puan
	FDFAVÖK	TEKTU		Evet		63,32 puan
	Çİ Puanı		CAR	Evet		0,74 puan
	Ürün Sorumluluğu		EXPE	Evet		0,16 puan
Hissedarlar	FDFAVÖK	AVTUR		Evet		467 puan
	Z" Puanı	DOCO		Evet		0,03 puan
		MAALT		Evet		0,67 puan
KSS	Hissedarlar	DOCO		Evet		0,64 puan
	Emisyon		BKNG	Evet		1,92 puan
	Sİ Puanı		BKNG	Evet		0,57 puan
	İnsan Hakları		BKNG	Evet		1,97 puan
			EXPE	Evet		0,62 puan
	Çİ Puanı		BKNG	Evet		0,98 puan
			EXPE	Evet		0,56 puan
Z" puanı		EXPE		Evet	0,004 puan	

* BIST Turizm Endeksinde yer alan ETILR'nin ESG verileri, kurum tarafından sadece 2022 yılında bildirim yapıldığından, hesaplanamamıştır. Bununla birlikte yapılan korelasyon testinde ETILR'in Z" puanları, PDDD ve FD/FVÖK oranları arasında ve yine BIST Turizm Endeksinde yer alan ULAS verileri istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilemediğinden her iki işletme de analizlerden çıkarılmıştır.