

Turizm Endüstrisinde Gri Gergedan Etkisi: Rusya-Ukrayna Savaşının BİST Turizm Endeksine Yansımaları (The Gray Rhino Effect in the Tourism Industry: Reflections of the Russia–Ukraine War on the BIST Tourism Index)

Musa OVALI ^a , * Gül Nur DEMİRAL ^a 

^aManisa Celal Bayar University, Faculty of Business, Department of Business Administration (English), Manisa/Türkiye

Makale Geçmişi

Gönderim Tarihi: 10.08.2025

Kabul Tarihi: 06.12.2025

Anahtar Kelimeler

Turizm endüstrisi
Gri gergedan metaforu
Rusya-Ukrayna savaşı
Olay çalışması
BİST turizm endeksi

Öz

Savaşlar, yalnızca can ve mal kaybına yol açan krizler değil, aynı zamanda ekonomik sektörler üzerinde de derin etkiler yaratan jeopolitik şoklardır. Özellikle barış, güvenlik ve istikrara dayalı bir yapıya sahip olan turizm endüstrisi, savaş gibi öngörülebilir ancak çoğu zaman ihmal edilen krizlerden doğrudan etkilenmektedir. Uluslararası turist hareketliliği, algılanan risk düzeyine son derece duyarlıdır ve bu durum savaş ortamlarında turizm gelirlerinde ani düşüşler, rezervasyon iptalleri ve yatırım ertelemeleri gibi sonuçlara yol açmaktadır. Bu tür gelişmeler, yalnızca destinasyonları değil, aynı zamanda borsa endekslerinde işlem gören turizm şirketlerinin hisse senedi performanslarını da etkilemektedir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı Rusya-Ukrayna arasında başlayan savaşın Borsa İstanbul Turizm endeksi özelinde etkilerini ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda Ocak 2022- Mart 2022 tarihleri arasında ilgili endekste işlem gören 10 firmaya ait günlük getiri verileri olay çalışması (event study) yöntemiyle incelenmiştir. Anormal getiriler, olayın etkisini net bir şekilde ortaya koymak amacıyla ± 3 olay penceresinde hesaplanmıştır. Analizlerden elde edilen bulgular, iki ülke arasında meydana gelen savaşın olay günü ve sonrasında negatif anormal getiriler ve kümülatif anormal getirilere yol açtığı ancak bu durumun firmalar özelinde farklı boyutlarda gerçekleştiğini göstermektedir. Olay öncesi günlerde bazı firmalarda istatistiki olarak anlamlı anormal getirilerin varlığı ilgili piyasanın yarı formda etkinliğinin zayıf olduğunu düşündürmektedir.

Keywords

Tourism industry
Gray rhino metaphor
Russia–Ukraine war
Event study
BIST tourism index

Abstract

Wars are not only crises that result in loss of life and property, but also geopolitical shocks that have profound impacts on economic sectors. The tourism industry, which is fundamentally based on peace, security, and stability, is directly affected by crises such as wars—events that are often foreseeable yet frequently neglected. International tourist mobility is highly sensitive to perceived risk levels, and in times of war, this sensitivity can lead to sharp declines in tourism revenues, cancellations of reservations, and postponement of investments. Such developments impact not only destinations themselves but also the stock performance of tourism companies listed on stock market indices. In this context, the aim of this study is to examine the effects of the Russia–Ukraine war on the Borsa Istanbul Tourism Index. For this purpose, the daily return data of 10 firms listed in the index were analyzed using the event study methodology for the period between January 2022 and March 2022. Abnormal returns were calculated within a ± 3 -day event window to clearly capture the impact of the event. The findings indicate that the war between the two countries led to negative abnormal returns and cumulative abnormal returns on and after the event day; however, the extent of this impact varied across firms. The presence of statistically significant abnormal returns for some firms prior to the event day suggests a weak form of semi-strong market efficiency in the related market.

Makalenin Türü

Araştırma Makalesi

* Sorumlu Yazar

E-posta: gultur.demiral@cbu.edu.tr (G. Demiral)

DOI: 10.21325/jotags.2025.1749

GİRİŞ

Turizm endüstrisi 1950'lerden bu yana, ülkelerin kalkınma süreçlerinde ekonomik açıdan önemli bir rol üstlenmeye başlamıştır. Hızlı ve sürdürülebilir büyüme potansiyeline sahip olması nedeniyle 21. yüzyılda da önemini sürdürerek dünyanın en büyük üçüncü endüstrisi haline gelmiştir (Rasool vd., 2021). Diğer tüm endüstriler içinde turizmin bu noktaya gelmesinde, gerek gelir yaratıcı etkisinin gerekse sağladığı istihdam olanaklarının büyük bir etkisi vardır. Dünya Turizm Örgütü (UN Tourism) verilerine göre, 2022 yılında uluslararası turizm hareketliliğine 976 milyon kişi katılmış, bu sayı 2023'te %33'lük artışla 1 milyar 306 milyon kişiye ulaşmış, 2024 yılında ise 1 milyar 465 milyon kişiye yükselerek pandemi öncesindeki seviyeleri yeniden yakalamıştır (UN Tourism, 2025). UN Tourism, 2025 yılı için uluslararası turist sayısının 2024'e kıyasla yaklaşık 1 milyar 500 milyon kişiyle yeni rekorlara ulaşacağını öngörmektedir. Bu artışla birlikte turizmden elde edilen gelirlerin de 2 trilyon dolar seviyesini aşması beklenmektedir. Ayrıca, 2024 yılında küresel iş gücünün %10'una tekabül eden yaklaşık 357 milyon kişiye sağlanan istihdam sayısının da artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir (WTTC, 2025). Ancak istihdam, döviz girdileri ve dış ticaret dengesi gibi ekonomik göstergeler üzerinde önemli etkileri olan turizm endüstrisi (Chemli vd., 2024), aynı zamanda doğal afetler, siyasi krizler, terör olayları ve güvenlik sorunları gibi çeşitli iç ve dış şoklara karşı da oldukça duyarlı ve kırılgan bir yapı sergilemektedir (Lanouar & Goaid, 2019).

Güvenlik algısını doğrudan etkilemeleri nedeniyle savaşlar, turizm faaliyetlerini sekteye uğratmaktadır. Özellikle uluslararası turist hareketliliğinin yoğun olduğu destinasyonlarda meydana gelen savaşlar, taleplerin düşmesine, seyahat iptallerine ve gelir kayıplarına neden olarak turizm endüstrisinde ciddi ekonomik zararlara yol açmaktadır. Nitekim alanyazında, savaşın, terörizmin ve siyasi istikrarsızlığın turizm üzerindeki etkilerini konu alan çok sayıda çalışma (Bar-On, 1996; Sönmez, 1998; Fletcher & Morakabati, 2008; Saha & Yap, 2014; Yarı & Aksöz, 2021; Sarıtaş & Akar, 2021; Njoya vd., 2022) bulunmaktadır. Ancak bu çalışmaların çoğu ya makroekonomik göstergelere odaklanmakta ya da uluslararası düzeyde genel eğilimleri incelemektedir. Rusya-Ukrayna savaşı özelinde ulusal alanyazında yapılan çalışmalarda ise bu savaşın Türk turizmine olan yansımaları kavramsal olarak ele alınmış (Güney Karabuğa vd., 2022), haber metinlerinden mevcut durum analizi yapılmış (Sezen Doğancılı, 2022) ve sosyal medya platformlarındaki yorumlar incelenmiştir (Çiçekdağı, 2022). Finans alanyazımında ise turizm endeksini baz alarak savaşın etkilerini araştıran çok sayıda çalışma vardır.

Rusya-Ukrayna savaşının turizm endüstrisinde faaliyet gösteren firmaların finansal performanslarına olan etkisini, farklı yöntemlerle ele alan (Kırık vd., 2024), daha genel bir perspektifle endeks düzeyinde inceleyen (Ergün, 2024) ya da birden fazla sektörde faaliyet gösteren firmaları kapsayacak şekilde analizler gerçekleştirilen (Irmak vd., 2025) çalışmalar mevcuttur. Ancak alanyazında, turizm endüstrisinde firma bazındaki etkilerin dar bir olay penceresi içinde ampirik olarak test edildiği çalışmalar oldukça sınırlıdır. Bu durum, savaş gibi öngörülebilir nitelikteki jeopolitik şokların Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketleri üzerindeki doğrudan etkilerini ortaya koymaya yönelik önemli bir araştırma boşluğuna işaret etmektedir.

Rusya-Ukrayna savaşının, Türkiye'de turizm endüstrisinde faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansına nasıl yansıdığı belirsiz olması, bu çalışmanın problemini oluşturmaktadır. Jeopolitik şokların özellikle turizm gibi kırılgan endüstrilerde hızlı ve çok yönlü etkiler yarattığı bilinmekle birlikte, bu etkilerin sermaye piyasası göstergelerinde hangi ölçüde ortaya çıktığı yeterince açıklık taşımamaktadır. Bu doğrultuda çalışmanın amacı, 24 Şubat 2022 tarihinde başlayan Rusya-Ukrayna savaşının Borsa İstanbul (BİST) Turizm Endeksi'nde yer alan

firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemiyle ortaya koymaktır. Böylece çalışmanın, turizm endüstrisinin jeopolitik kırılabilirliğini finansal veriler üzerinden görünür kılması ve savaşın “Gri Gergedan” niteliğindeki öngörülebilir etkilerinin yatırımcı davranışları ve sermaye piyasalarına yansımalarına ilişkin önemli göstergeler sunması bakımından alanyazına katkı sağlaması beklenmektedir.

Alanyazın

Gri Gergedan (Gray Rhino)

Gri gergedan metaforu ilk defa Wucker (2016) tarafından, yüksek olasılıklı, yüksek etkili ancak sıklıkla göz ardı edilen sistematik riskleri tanımlamak amacıyla kullanılmıştır. Bu bağlamda gri gergedan, aslında açıkça görülebilen ve fark edilmesi oldukça mümkün olan büyük bir tehdidin metaforik ifadesini temsil etmektedir. Finansal piyasalarda gri gergedan özelliğindeki olaylar, ekonomik, politik ya da jeopolitik şoklar şeklinde ortaya çıkabilir ve özellikle kırılabilir sektörlerde ciddi dalgalanmalara yol açabilir. Bu riskler, geçmiş verilere ya da mevcut göstergelere dayanarak önceden tahmin edilebilir ve önlem alınabilir niteliktedir. Örneğin, artan borçluluk oranları, demografik değişimler ya da iklim değişikliğinin finansal etkileri gri gergedan riski kapsamında değerlendirilebilir. Gri gergedanlar, genellikle stratejik risk yönetimi planlamasında erken uyarı sistemleri ve risk izleme mekanizmalarıyla ele alınmaktadır. Bu yaklaşım finans alanında da karşılık bulmuş ve çevresel risklerin sigortacı performansı üzerindeki etkileri gri gergedan perspektifiyle incelenmiştir (Chen vd., 2022). Benzer şekilde, turizm alanyazınında da Metaverse’ün turizm endüstrisi açısından bir gri gergedan olarak değerlendirilmesi (Duran vd., 2022) ve kruvaziyer turizmde olumsuz olayların toplumsal algısı ile duygusal etkilerinin gri gergedan metaforuyla incelenmesi (Zhou vd., 2022) kavramın sektörel analizlerde kullanılabilirliğini ortaya koymaktadır.

Gri gergedan metaforu, turizm endüstrisinde risklerin erken fark edilmesi ve etkin biçimde yönetilmesi açısından hem teorik hem de uygulamalı bir araç olarak önemli bir işlev üstlenmektedir. Bu önem, turizm endüstrisinin gelir ve talep akışlarının büyük ölçüde dışsal faktörlere bağlı olması ve bu nedenle gri gergedan niteliğindeki şoklara karşı yüksek bir kırılabilirlik sergilemesinden kaynaklanmaktadır. Yatırımcı ve tüketicilerin risk algısı, olayın şiddeti ve görünürlüğü ile şekillenmektedir. Bu durum rezervasyon iptalleri ve talep düşüşleri gibi hızlı ve sistematik tepkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Ayrıca endüstrinin birbirine bağımlı alt yapısı, ulaştırma, konaklama ve diğer alanlarındaki aksaklıkların tüm sisteme yayılmasını kolaylaştırmakta ve şokların ekonomik etkilerini derinleştirmektedir. Dolayısıyla gri gergedan metaforuna dayalı risk analizleri, olayların öncesinde alınacak önlemlerin geliştirilmesine önemli katkılar sağlamaktadır.

Gri gergedan metaforu, risk tipolojisini açıklamada “siyah kuğu” ve “odadaki fil” kavramlarıyla birlikte değerlendirilmektedir. Bu metaforlar arasındaki temel farklar; olayların gerçekleşme olasılığı, etkisinin büyüklüğü ve öngörülebilirlik düzeyinden kaynaklanmaktadır. Siyah kuğu, düşük olasılıklı ve öngörülemez olayları ifade etmektedir (Taleb, 2010). Bu bakımdan siyah kuğu hazırlıksızlığı normalleştirirken, gri gergedan hareketsizliğin bilinçli bir tutum olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca gri gergedanlar, açık uyarılarla ortaya çıktıkları için temel sorun, olayın gerçekleşme ihtimali değil, gerçekleşme zamanıdır (Jaye, 2017). Odadaki fil ise herkes tarafından bilinen ancak ele alınmaktan kaçınılan statik sorunları temsil etmektedir. Bu yönden odadaki fil, eylemsizliği olağan bir durum gibi sunarken, gri gergedan bu pasifliğin dinamik ve ani etkilerle kendini göstereceğini öne sürmektedir (Wucker, 2020). Dolayısıyla gri gergedan, siyah kuğunun ‘kimse fark etmedi’ gerekçesini ve odadaki filin ‘hiçbir şey yapmaya gerek yok’ yaklaşımını kabul etmemektedir. Bunun yerine, bilinçli olarak hareketsiz kalmanın hızlı ve

yıkıcı etkiler yaratacağını öne sürmektedir. Bu kapsamda, Rusya-Ukrayna Savaşı'nın uzun süreli askeri hazırlıklar ve diplomatik gerilimlerle önceden belirgin işaretler veren yapısı, turizm endüstrisi açısından tahmin edilebilir bir tehdit oluşturmuştur. Bu durum da söz konusu krizin gri gergedan metaforuyla uyumlu biçimde ele alınmasını gerekli kılmaktadır.

Rusya-Ukrayna savaşı, öngörülebilirlik açısından değerlendirildiğinde, 2014'teki Kırım'ın ilhaki, Donbas bölgesindeki ayrılıkçı hareketler ve Rusya'nın artan askeri yığınağı gibi gelişmeler nedeniyle uzun süredir uluslararası kuruluşlar ve uzmanlar tarafından açık biçimde sinyalleri verilen bir risk alanı oluşturmuştur. Savaşın yüksek etki boyutu ise bölgesel güvenliğin zayıflaması, enerji piyasalarında dalgalanmalar ve küresel ekonomik kırılganlıkların artması gibi sonuçlarla kendini göstermiştir. Buna karşın, söz konusu risk alanı ihmal edilme niteliği de taşımaktadır; zira bu açık sinyallere rağmen uluslararası aktörler tarafından yeterli düzeyde caydırıcı ve önleyici tedbirler geliştirilememiştir. Dolayısıyla Rusya-Ukrayna savaşı, öngörülebilir, etkisi büyük ve uzun süre göz ardı edilmiş bir olay olarak, gri gergedan metaforuyla yüksek uyum göstermektedir.

Savaşların Turizm Endüstrisine Yansımaları (Risk Algısı, Krizler ve Piyasa Tepkileri)

Savaş kavramının tanımı konusunda günümüzde hâlâ genel geçer bir mutabakat sağlanamamıştır. Savaşın farklı şekillerde tanımlanması, kavramın ne olduğuna dair ontolojik yaklaşımlardan, kavrama ilişkin bilginin doğasını irdeleyen epistemolojik farklılıklardan ve bu yaklaşımlarda kullanılan inceleme düzeyi ile birimlerin çeşitliliğinden ileri gelmektedir (Varlık, 2013). Bu teorik farklılıklar, savaş olgusuna ilişkin tanımların tarih boyunca çok çeşitli biçimlerde ele alınmasına yol açmıştır.

M.Ö. 6. yüzyılda doğduğu düşünülen Sun Zi ya da Sun Tzu olarak bilinen komutan ve düşünür, "Savaş Sanatı" adlı strateji eserinde savaşı; "bir ülkenin baş sorunu, ölüm kalım yeri, var olma ya da yok olma yolu" ifadesiyle tanımlamıştır (Sun Zi, 2020). Bu tanım, savaşın özüne, insanlık ve devlet için taşıdığı varoluşsal öneme odaklanarak, kavramı ontolojik bir çerçevede ele almaktadır. Sun Tzu'nun strateji anlayışı "savaşmadan kazanmak" olduğu için bu tanım; kuvvet kullanımı yerine, düşmanın direncini savaşmadan kırma stratejisini vurgulamaktadır (Herberg-Rothe, 2023). Türk hukukunda ise Seferberlik ve Savaş Hali Kanunu'nun 3. maddesinde savaş, "Devletin bekasını temin etmek, millî menfaatleri sağlamak ve millî hedefleri elde etmek amacıyla, başta askerî güç olmak üzere Devletin maddî ve manevî tüm güç ve kaynaklarının hiçbir sınırlamaya tabi tutulmadan kullanılmasını gerektiren silahlı mücadeledir" şeklinde tanımlanmaktadır (Resmi Gazete, 1983). Bu tanım ise savaşı, hukuki ve normatif bir zeminde kavramsallaştırmakta; tanımın kapsamı, kendini savunma sınırlarının ötesine geçerek saldırı savaşını da içerebilecek genişlikte yorumlanabilecek bir anlayışı yansıtmaktadır (Aslan, 2015). Bu bağlamda, savaş kavramının farklı şekillerde tanımlanması yalnızca teorik bir tartışma alanı değil, aynı zamanda savaşların çok boyutlu etkilerinin (özellikle ekonomik ve toplumsal yapılar üzerinde) nasıl tezahür ettiğinin de bir göstergesidir. Bu etkilerden en görünür olanlardan biri ise savaşların doğrudan ve dolaylı olarak turizm endüstrisi üzerindeki ciddi anlamdaki olumsuz sonuçlarıdır.

Savaşlar, destinasyonların güvenlik algısını ciddi şekilde zedeleyerek uluslararası turist sayılarında ve turizm gelirlerinde belirgin düşümlere yol açmaktadır. Örneğin, Sri Lanka'da 1983 yılında başlayan Tamil savaşının, gelen uluslararası turist sayısını dramatik şekilde azaltarak yaklaşık %21 oranında bir düşüşe neden olduğu tespit edilmiştir (Selvanathan, 2007). Benzer şekilde Arap Baharı olayları sonrasında Arap ülkelerine gelen toplam turist sayısı yaklaşık %20,84 oranında, toplam turizm gelirleri ise yaklaşık %47,3'lük bir kayıp yaşamıştır (Hacıoğlu & Saylan,

2014). Ayrıca 2023 yılında meydana gelen İsrail-Hamas savaşı ile birlikte Ürdün turizm endüstrisi içinde faaliyet gösteren otellerin doluluk oranları %10 gibi düşük seviyelere inmiş, uçuş rezervasyonlarında ise yaklaşık %35'lik bir düşüş yaşanmıştır (Al-Khalidi vd., 2024). Bu bulgular, savaş ve çatışmaların turizm talebini kısa vadede derinden etkileyebileceğini ve uzun vadede destinasyon davranışlarını yeniden şekillendirebileceğini göstermektedir.

Bir ülkeye yönelik turizm talebi, ekonomik krizler sonucu azalan harcanabilir gelir, destinasyonun imajını zedeleyen siyasi gelişmeler ve turistlerin güvenliğini tehdit eden savaşlar, terör olayları, doğal afetler ve salgın hastalıklar gibi ani ve öngörülemeyen durumlara karşı yüksek derecede hassasiyet göstermektedir (Yılmaz & Yılmaz, 2005). Bu tür krizlerin turizm talebi üzerindeki etkisi, yalnızca destinasyon imajını yıpratmakla kalmamakta, aynı zamanda ziyaretçi sayısı, kişi başı harcama düzeyi ve toplam turizm gelirleri gibi temel göstergelerde de doğrudan dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu krizlerle karşı karşıya kalan ve turizm faaliyetlerini yürüten her ülkede olduğu gibi Türkiye de bu durumdan nasibini almış; ekonomik ve jeopolitik gelişmelerin yanı sıra küresel ölçekte yaşanan salgın gibi krizler, turizm endüstrisindeki performansı doğrudan etkilemiştir. Tablo 1'de Türkiye'ye gelen ziyaretçi sayısı, turistlerin ortalama harcama tutarları ve toplam turizm gelirlerine ilişkin 2015–2025 dönemine ait temel veriler sunulmuştur. Bu göstergelerde meydana gelen yıllık değişimler, kriz dönemlerinin sektöre yansımaları açık biçimde ortaya koymaktadır.

Tablo 1. 2015-2025 Yılları Arasında Türkiye'ye Gelen Ziyaretçilerin Sayısı, Ortalama Harcamaları ve Turizm Geliri

Yıl	Ziyaretçi Sayısı	Ortalama Harcama	Turizm Geliri (1000 \$)
2015	41.114.069	906	37.700.923
2016	30.906.680	846	26.539.007
2017	37.969.824	809	31.253.835
2018	46.112.592	787	35.920.910
2019	51.747.199	826	42.851.778
2020	15.971.201	958	15.287.810
2021	30.038.961	1.032	30.528.342
2022	51.387.513	971	50.248.936
2023	56.693.837	979	56.439.612
2024	62.269.890	972	61.103.419
2025 (Ocak-Mart)	8.843.538	1022	9.451.244

Kaynak: (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2025)

Tablo 1 incelendiğinde son 10 yıllık dönemde ilk düşüşün 2016 yılında olduğu görülmektedir. Bunun nedeni, 2016'da Türkiye'nin 15 Temmuz darbe girişimi, artan terör olayları, Rusya ile yaşanan uçak krizi gibi ciddi olaylar yaşamasıdır. 2017 yılında toparlanmaya başlayan endüstride, 2018 yılındaki kişi başına ortalama harcamanın en düşük seviyede olması dikkat çekmektedir. Bu durum 2018'de Türkiye'de yaşanan döviz kuru krizinden sonra Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısında önemli derecede değer kaybetmesi ile ilişkilendirilebilir. Yabancı turistler için Türkiye, çok daha ucuz bir destinasyon haline gelmiş ve daha az harcamayla daha fazla hizmet alabilmişlerdir. 2020 yılında bir diğer dramatik düşüş görülmektedir. Bu düşüşün temel nedeni uluslararası seyahatlerin büyük ölçüde durduğu ve kapanmaların gerçekleştiği COVID-19 pandemisinde, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de turizm, neredeyse çökme noktasına gelmiştir. Pandemi öncesindeki seviyeler ise ancak pandemiden iki yıl sonra 2022 yılında tekrar yakalanabilmiştir. Ancak bu yılın başında başlayan Rusya-Ukrayna Savaşı, özellikle Ukrayna'dan Türkiye'ye gelen turist sayısının önemli derecede azalmasına neden olmuştur (Tablo 2). İlerleyen yıllarda ise gerek ziyaretçi sayısı gerekse turizm geliri artarak devam etmiştir.

Tablo 2. 2015-2025 Yılları Arasında Türkiye'ye Rusya ve Ukrayna'dan Gelen Turist Sayısı

Yıl	Rusya Fed.	Ukrayna
2015	3.649.003	706.551
2016	866.256	1.045.043
2017	4.715.438	1.284.735
2018	5.964.613	1.386.934
2019	7.017.657	1.547.996
2020	2.128.758	997.652
2021	4.694.422	2.060.008
2022	5.232.611	675.467
2023	6.313.675	839.729
2024	6.710.198	941.614
2025 (Ocak-Mayıs)	1.722.326	286.055

Kaynak: (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2025)

2016 yılı verilerine (Tablo 2) göre, Rusya'dan gelen turist sayısında kayda değer bir düşüş yaşanırken, Ukrayna'dan gelen ziyaretçi sayısında artış dikkat çekmektedir. 24 Kasım 2015'te Türkiye'nin bir Rus savaş uçağını sınır ihlali gerekçesiyle düşürmesiyle iki ülke arasında yaşanan diplomatik kriz, Rusya'nın turizm kısıtlamaları (tur satışı ve charter uçuşlarının yasaklanması) uygulamasına yol açarak Türk turizm endüstrisini olumsuz etkilemiş, dolayısıyla 2016'da Rus turist sayısı %76 azalmıştır (Manap Davras & Aktel, 2018). Ancak yaşanan bu kriz aynı yıl Ukrayna açısından tam tersi bir etki yaratarak Ukrayna halkının Türkiye'yi daha yoğun tercih etmesiyle sonuçlanmıştır. Daha sonraki üç yıl (2017-2018-2019) boyunca her iki ülkeden gelen turist sayısı artmaya devam etmiştir. 2020 yılında pandemiyle önemli derecede düşen turist sayısı, 2021 yılında bu şokun atlatılmasıyla %100'ün üzerinde yükselmiştir. İzleyen yıllarda Rusya'dan gelenlerin sayısında artış eğilimi sürerken, 2022 yılında Ukrayna'dan gelen ziyaretçi sayısında belirgin bir düşüş yaşandığı dikkat çekmektedir. Bu gerileme, 24 Şubat 2022 tarihinde Rusya-Ukrayna savaşının başlamasından kaynaklanmaktadır. Bu tür jeopolitik krizler, yalnızca turizm hareketliliğini değil, aynı zamanda ilgili sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri aracılığıyla finansal piyasaları da etkileyebilmektedir. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmalar aşağıda sunulmuştur (Tablo 3).

Tablo 3. Krizlerin Hisse Senedi Piyasalarına Etkileri İncelenen Alanyazın Özeti

Yazar(lar)	Kapsam/Endeks	Sonuç
Leigh vd. (2003)	Küresel (Irak Savaşı)	Ülkeler genelinde en uç etkiler Türkiye, İsrail ve bazı Avrupa ülkelerinin borsalarında görülmüştür.
Chen & Siems (2004)	ABD (Kuveyt işgali ve 11 Eylül saldırısı)	ABD sermaye piyasalarının geçmişe göre daha dirençli olduğu ve diğer küresel sermaye piyasalarına göre terör saldırılarından daha hızlı toparlanma sağladığı bulunmuştur.
Cam (2008)	ABD (11 Eylül, Bali ve Madrid saldırıları)	11 Eylül sonrası havayolu, otel ve eğlence sektörlerinin negatif, telekomünikasyon, su ve savunma sektörlerinin ise pozitif etkilendiği; Bali ve Madrid saldırılarının etkisinin sınırlı kaldığı görülmüştür.
Şahin vd. (2017)	Türkiye-BİST'teki 2 endeks (Türkiye-Rusya Uçak krizi)	Gıda-İçecek şirketlerinde negatif, turizm şirketlerinde ise olay sonrası pozitif anormal getiriler görülmüştür.
Çelik & Koç (2019)	Türkiye-BİST turizm ve enerji (Türkiye-Rusya Uçak krizi)	Enerji sektöründe anlamlı bir etki görülmezken, turizm şirketlerinde sadece (-5, +5) gün aralığında pozitif anormal getiri gözlemlenmiştir.
Tao vd. (2019)	Japonya (Tohoku depremi)	Doğrudan ve dolaylı zarar gören sektörlerin negatif, inşaat sektörünün ise pozitif tepki verdiği saptanmıştır.
Zopiatis vd. (2019)	Küresel-Turizm endeksleri (150 kriz)	Olay türüne ve özgünlüğüne bağlı olarak hisse tepkilerinin farklılaştığı bulunmuştur.
Ölmez & Ekinci (2020)	Türkiye-BİST 100 endeksi (COVID-19)	Salgının Türkiye'de görüldüğü ilk gün, tüm sektör endekslerinde negatif anormal getiriler olduğu ortaya koyulmuştur.

Sun vd. (2022)	Küresel (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Çatışma bölgesine yakın bölgelerdeki veya AB ülkelerindeki firmaların kümülatif anormal getirilerinde büyük bir düşüş görülmüştür.
Boungou & Yatié (2022)	Küresel (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Ukrayna-Rusya savaşı ile dünya borsası getirileri arasında negatif bir ilişki olduğunu açığa çıkarılmıştır.
Tosun & Eshraghi (2022)	Küresel (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Rusya'da faaliyetlerine devam eden şirketlerin hisseleri, yatırımcılar tarafından olumsuz algılanarak daha düşük getirilerle cezalandırılmıştır.
Umar vd. (2022)	Küresel (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Bu piyasalar arasındaki ilişkilerin değiştiği, Avrupa hisse senetleri ve Rus tahvillerinin şokların net taşıyıcıları olduğu ortaya çıkarılmıştır.
Yousaf vd. (2022)	G20 ve bazı ülkeler (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Ülkelerin borsalarında anlamlı ve olumsuz etkiler tespit edilmiştir.
Yürük (2022)	Türkiye-BİST 100 endeksi (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Endekste anormal getiriler saptanmış ve CAAR değerlerinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.
Taşdelen (2023)	Türkiye-BİST 100 endeksi (Rusya-Ukrayna Savaşı)	İncelenen dönemde endekste düşüş görülse de endeksin, genel olarak yükseliş trendi sergilediği görülmüştür.
Ballı vd. (2023)	26 ülkedeki konaklama sektörü (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Savaş başlangıcında sektörel hisse getirilerinde belirgin bir bağlantı artışı görülmüş; yüksek Rusya ve Ukrayna turizm payına sahip ve Rusya'ya daha fazla enerji bağımlılığı olan ülkelerde negatif anormal getiriler ve artan volatilité gözlemlenmiştir.
Pandey & Kumar (2023)	Küresel-Turizm şirketleri (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Etkinin farklı pazarlardaki firmalar için farklılaştığı saptanmıştır.
Göker vd. (2024)	Türkiye-BİST elektrik endeksi (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Şirketlerin hisselerinde anlamlı ve negatif getiriler olduğu belirlenmiştir.
Ergün (2024)	Türkiye-BİST turizm endeksi (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Tüm şirketler yalnızca olay gününde istatistiksel olarak anlamlı negatif getiri göstermiştir.
Büyükipekçi vd. (2024)	Türkiye-BİST turizm endeksi (Krizler)	En yüksek kümülatif anormal getirinin Covid-19 döneminde olduğu belirlenmiştir.
Kırık vd. (2024)	Türkiye-BİST turizm endeksi (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Yıllar itibarıyla şirketler arasında anlamlı farklılıkların ortaya çıktığı belirlenmiştir.
Muddasir vd. (2025)	Avrupa seyahat ve eğlence sektörü (Rusya-Ukrayna Savaşı)	Avrupa seyahat ve eğlence sektörünün özellikle faiz oranları, jeopolitik risk, petrol ve doğalgaz fiyatları gibi makro faktörlere önemli tepki verdiği; enflasyonun ise görece olarak daha sınırlı bir etki yarattığı tespit edilmiştir.
Irmak vd. (2025)	Türkiye-BİST'teki 3 endeks (Rusya-Ukrayna Savaşı)	BİST sektör endekslerinde anlamlı negatif anormal getiriler oluştuğu, ancak olay sonrası dönemde üç sektörde toparlanma gözlemlendiği ortaya koyulmuştur.

Hisse senedi piyasaları, savaş, afet ve salgın gibi jeopolitik risklere karşı yüksek duyarlılık göstererek genellikle ani ve sert tepkiler vermektedir (Berkman & Jacobsen, 2006). Nitekim Rusya'nın Ukrayna'yı işgal ettiği ilk gün, pek çok ülkenin borsa endekslerinde ciddi düşüşler yaşanmıştır (Taşdelen, 2023). Bununla birlikte, savaş gibi krizlerin hisse senedi piyasalarına etkisi yalnızca genel piyasa düzeyinde kalmayıp, etkilenen sektörler arasında da belirgin farklılıklar göstermektedir (Cam, 2008). Nitekim bu durum, savaşların etkilerinin sektörler arası farklılık gösterebildiğini ve çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların Rusya-Ukrayna savaşı bağlamında nasıl farklı tepkiler verdiğini ortaya koyan çalışmaları içeren Tablo 3 ile de desteklenmekte ve alanyazındaki bulgularla örtüşmektedir.

Yöntem

Çalışmada, Rusya-Ukrayna arasında başlayan savaşın Borsa İstanbul Turizm endeksinde faaliyet gösteren şirketler üzerine etkisi olay çalışması yöntemiyle ele alınmıştır. Bu kapsamda Borsa İstanbul Turizm endeksinde işlem gören ve verisine erişilebilen şirketlerin, Ocak 2022-Mart 2022 tarihleri arasında günlük hisse senedi getiri verilerine başvurulmuştur. Çalışmada, Rusya devlet başkanı Vladimir Putin tarafından Rusya'nın Ukrayna'ya yönelik askeri müdahalenin başladığını duyurduğu 24 Şubat 2022 olay tarihi olarak belirlenmiştir. Araştırma kapsamında incelenen şirketlere Tablo 4'te yer verilmiştir.

Tablo 4. Araştırmada İncelenen Şirketler

Şirket Adı	İşlem Kodu	İncelenen Olay Tarihi	Olay Penceresi	Kaynak
Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.	Avtur	24.02.2022	(-3;+3)	BİST Data Store
Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.	Ayces	24.02.2022	(-3;+3)	
DO&CO	Doco	24.02.2022	(-3;+3)	
Etiler Gıda	Etilr	24.02.2022	(-3;+3)	
Marmaris Altinyunus	Maalt	24.02.2022	(-3;+3)	
Martı Otel İşletmeleri	Martı	24.02.2022	(-3;+3)	
Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.	Merit	24.02.2022	(-3;+3)	
Petrokent Turizm A.Ş.	Pkent	24.02.2022	(-3;+3)	
Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	Tektu	24.02.2022	(-3;+3)	
Ulaşlar Turizm Yatırımları	Ulas	24.02.2022	(-3;+3)	

Araştırmaya konu zaman aralığında turizm endeksinde verisine erişilebilen şirketlere ait getirilerin, Rusya-Ukrayna arasında meydana gelen gelişmelerden etkilenip etkilenmediği tespit etmek amacıyla anormal getiri ve kümülatif anormal getiri hesaplamaları yapılmıştır. Bu kapsamda araştırmanın hipotezleri şu şekilde kurulmuştur:

H0: Rusya-Ukrayna savaşının ilanı, olay günü ve etrafında BİST Turizm endeksinde işlem gören şirketlerin hisse senedi getirilerinde anormal getirilerde bir farklılığa yol açmamaktadır. $AR_{it} = 0$

Ha: Rusya-Ukrayna savaşının ilanı, olay günü ve etrafında BİST Turizm endeksinde işlem gören şirketlerin hisse senedi getirilerinde anormal getirilerde bir farklılığa yol açmaktadır. $AR_{it} \neq 0$

Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi

Olay çalışması yöntemi, belirli bir olay veya gelişmenin etkilerini belirlenen olay penceresi dâhilinde incelemeye yarayan bir yöntemdir (MacKinlay, 1997). Olay çalışması metodolojisi, menkul kıymet fiyatının belirli bir duyuruya veya olaya verdiği tepkiyi ölçmede alanyazında sıklıkla başvurulan bir yöntem haline gelmiştir. Uygulamada bu yöntem iki temel amaçla kullanılmaktadır (Binder, 1998):

1. Piyasanın bilgiyi etkin bir şekilde fiyatlayıp fiyatlamadığını test etmek,
2. Piyasanın halka açık bilgileri etkin şekilde yansıttığı varsayımı altında, belirli bir olayın şirketin, menkul kıymet sahiplerinin serveti üzerindeki etkisini analiz etmek.

Bir olayın etkisini ölçebilmek için öncelikle anormal getiri hesaplanmalıdır. Bu hesaplama, beklenen (normal) getiri ile gerçekleşen piyasa getirisi arasındaki fark üzerinden yapılmaktadır. Normal getiri genellikle, olağan koşullarda hareket eden bir piyasa endeksi baz alınarak tahmin edilmektedir (Ovalı, Kocabıyık & Geyikçi, 2020). Olay çalışması yönteminde anormal getiri hesabı gerçekleştirilirken tahmin penceresi ve olay penceresinin belirlenmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

Anormal getiri hesaplanmasında tahmin penceresi 30 gün, olay penceresi tahmin aralığı (-3;+3) olarak belirlenmiştir. Tahmin penceresinin 30 gün olarak seçilmesinin temel gerekçesi, normal getiri modelinin güvenilir parametreler ile tahmin edilmesini sağlayacak yeterli veri sağlamak ve aynı zamanda piyasa koşullarındaki kısa vadeli değişimlerden kaynaklanabilecek yanlışlığı minimize etmektir. Daha kısa bir pencere, modelin istatistiksel güvenilirliğini düşürebilirken; daha uzun bir pencere, piyasa trendlerindeki değişiklikleri ve dışsal faktörleri içerebileceğinden olayın etkisini bulanıklaştırabilir.

Olay penceresinin geniş bir aralıktansa dar bir bantta belirlenme nedeni ise Sakarya (2011) ile benzer olarak, ilgili aralıkta başka olay ve gelişmelerin meydana gelerek sonuçlara etki etme potansiyelinin ortadan kaldırılmak istenmesindedir. Bu kapsamda, çalışmanın analizi için olay gününden önce üç işlem günü (-3) ve olay gününden sonra üç işlem günü (+3) olmak üzere, olay gününü de kapsayan yedi günlük bir olay penceresi belirlenmiştir. Anormal getiri ve kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı t testiyle gerçekleştirilmiştir.

Beklenen getiri hesabı yapılırken, analiz kapsamında incelenen şirketlere ait günlük getirilere, piyasa getirisi olarak ise BİST100 endeksine ait günlük getirilere başvurulmuştur.

Gerçekleşen getiri hesabında kullanılan metodoloji Denklem 1'de yer almaktadır:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{E_t}{E_{t-1}}\right) \quad \text{Denklem (1)}$$

R_{it} : i hisse senedi piyasasının t günündeki getiriyi,

E_t t günü hisse senedi kapanış değerini,

E_{t-1} t-1 günü hisse senedi kapanış değerini ifade etmektedir.

Çalışmada günlük getiriler, logaritmik getiri biçiminde hesaplanmıştır. Log getirilerin tercih edilmesinin nedeni, uç değerlerin etkisini azaltması, istatistiksel analizlerde daha dengeli bir dağılım sunması ve kümülatif getirilerin toplamsal olarak daha tutarlı biçimde birleştirilebilmesine imkân tanınmasıdır. Ayrıca, anormal getirinin belirlenmesinde en sık kullanılan modellerden birinin piyasa modeli olduğunu ortaya koyan Binder (1998) ve Sorokina (2013) tarafından yapılan çalışmalara dayanarak, bu çalışmada gerçekleşen getiriler piyasa modeli kullanılarak hesaplanmıştır. İlgili yöntemsel çerçeve Denklem 2'de sunulmaktadır:

$$E(R_{it}) : \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{Denklem (2)}$$

$E(R_{it})$: i hisse senedine ait t günündeki beklenen getiriyi,

R_{mt} : t gününe ait piyasa getirisini (BİST100 getirisi),

α_i : Modelin sabit katsayısını,

β_i : hisse senedinin piyasa riskine duyarlılığını,

ε_{it} : Hata terimini ifade etmektedir.

Araştırmada anormal getiri (AR) hesabında kullanılan metodoloji Denklem 3'te ifade edilmektedir:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \text{Denklem (3)}$$

Bir olayın, olay penceresi süresince yarattığı toplam etkiyi ölçmek amacıyla anormal getirilerin zaman içinde birikimli olarak toplanmasıyla kümülatif anormal getiri (CAR) hesaplanmaktadır. Bu değer hesaplanmasında kullanılan metodoloji Denklem 4'te gösterilmektedir:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it} \quad \text{Denklem (4)}$$

Anormal getiri ve kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığının tespitinde t testine başvurulmuştur. Kullanılan metodolojilere Denklem 5 ve Denklem 6'da yer verilmiştir:

$$tAR_{it} = \frac{AR_{it}}{SAR_{it}} \quad \text{Denklem (5)}$$

tAR_{it} : Anormal getirinin t istatistiksel değeri,

AR_{it} : Günlük anormal getiriyi,

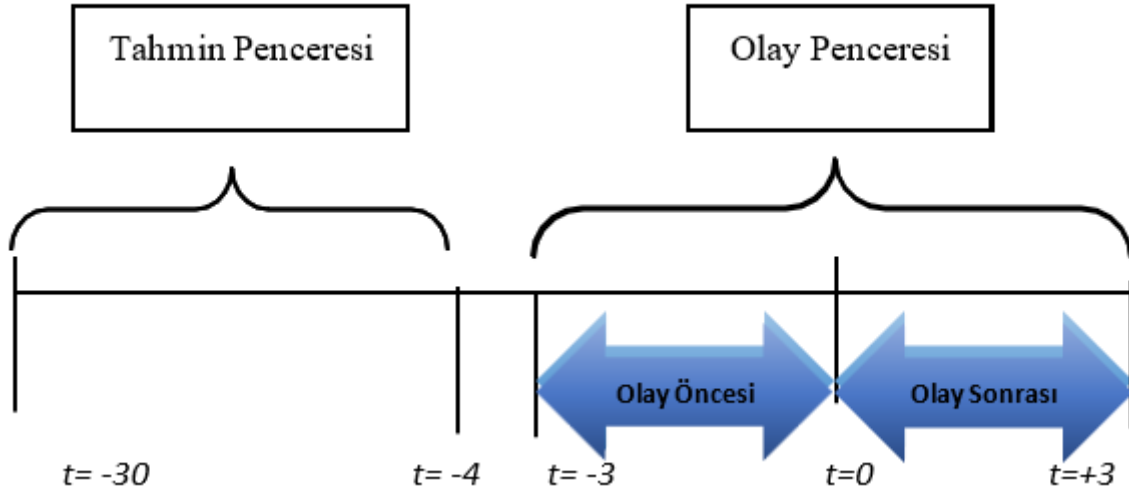
S_{ARi} :Tahmin penceresinde anormal getirilerin standart sapmasını

ifade etmektedir.

$$tCAR_i = \frac{CAR_i}{S_{CAR}} \quad \text{Denklem (6)}$$

$tCAR_i$: Kümülatif anormal getirinin t istatistiki değerini,

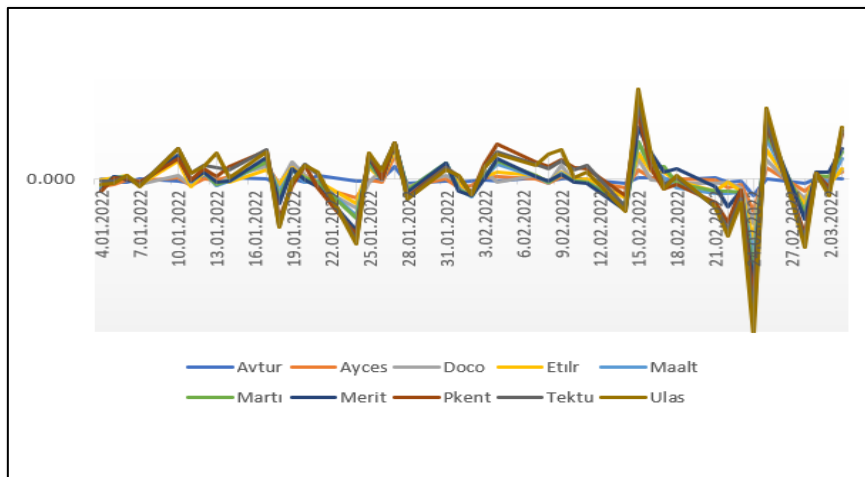
S_{CAR} : CAR_i değerine ait standart sapma.



Şekil 1. Araştırmaya Ait Olay Çalışması Zaman Çizelgesi

Bulgular

Rusya-Ukrayna arasında başlayan savaşın BİST Turizm endeksinde yer alan şirketlerin hisse senedi getirileri üzerine etkisi incelenen çalışmanın bu bölümünde, analizlerden elde edilen bulgular sunulmaktadır. Şirketlere ait getiriler Şekil 2’de yer almaktadır.



Şekil 2. Şirketlere Ait Getiri Grafiği (BİST, 2025)

Şekil 2’de sunulan grafikte, olay tarihi olarak seçilen 24.02.2022 tarihinde, inceleme kapsamında yer alan şirketlerin tamamında düşüş meydana geldiği görülmektedir. Bu düşüşlerin piyasadan ne derece ayrıştığını tespit

etmek amacıyla anormal getiri hesabına ihtiyaç duyulmaktadır. Gerçekleştirilen analizler kapsamında 7 günlük olay penceresi dâhilinde araştırmaya konu şirketlere ait anormal getiri sonuçları Tablo 5’te verilmiştir.

Tablo 5. Anormal Getiri (AR) Sonuçları

	AR(-3)	AR(-2)	AR(-1)	AR(0)	AR(1)	AR(2)	AR(3)
Avtur	0.001	-0.010	-0.011	-0.059***	-0.023	-0.021	0.002
Ayces	-0.020	-0.031	-0.023	-0.006	0.016	-0.054	-0.032
Doco	-0.026	0.040	-0.022	-0.008	0.003	-0.048	-0.013
Etilr	-0.064	-0.005	-0.035	-0.113***	0.054	-0.052	0.027
Maalt	-0.019	-0.066**	-0.009	-0.021	0.027	-0.042	-0.023
Martı	0.011	0.017	-0.003	-0.091***	0.033*	-0.003	0.004
Merit	0.024	-0.099***	0.008	-0.012	-0.014	-0.049	0.006
Pkent	-0.128*	-0.121	-0.012	-0.078	-0.051	-0.125*	-0.041
Tektu	-0.041	-0.043	-0.072*	-0.035	-0.019	-0.042	-0.027
Ulas	-0.005	-0.040	-0.025	-0.061*	0.036	-0.045	0.004

*: %10 anlamlılık düzeyi
 **: %5 anlamlılık düzeyi
 ***: %1 anlamlılık düzeyi
 D.N:Tabloda bütünsel bir düzen sağlamak amacıyla değerler virgülden sonra 3 basamak olacak şekilde yuvarlanmıştır.

Yukarıdaki tabloda yer alan bulgularda, olay günü AR(0) incelenen şirketlerin tamamında negatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Avtur %-5.9, Etilr %-11.3, Martı %-9.1 ve Ulas %-6.1 şirketlerinde tespit edilen güçlü negatif anormal getiriler, piyasanın olay gününde söz konusu şirketlere karşı sert bir düzeltme yaptığının istatistiki olarak anlamlı kanıtıdır. Analiz kapsamında incelenen diğer şirketlerde negatif anormal getiriler tespit edilse de istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bunun yanında, bazı şirketlerde olay öncesi günlerde de anlamlı negatif getiriler gözlemlenmiştir. Örneğin, Maalt şirketinde olaydan iki gün önce AR(-2) %-6.6 ile %5 anlamlılık düzeyinde negatif anormal getiri gözlenmiştir. Benzer şekilde, Merit şirketinde de yine olaydan iki gün önce %-9.91 ile %1 anlamlılık düzeyinde negatif anormal getiri saptanmıştır. Yine bir başka şirket olan Pkent’de de olay tarihinden 3 gün önce AR(-3) %10 anlamlılık düzeyinde %-12.8 negatif anormal getiri tespit edilmiştir. Bu durum olayın kamuoyuna açıklanmadan önce bazı yatırımcılar tarafından öngörüldüğü veya sızdırıldığı yönünde bir kanaat oluşturabilir. Elde edilen bulgu, piyasanın yarı etkin formda etkin olmadığı şeklinde yorumlanabilir.

Olay gününü izleyen günlerde de bazı şirketlerde negatif eğilimin sürdüğü görülmektedir. Pkent şirketinde olay sonrası günlerde özellikle AR(2) %10 anlamlılık düzeyinde %-12.5 anormal getiri tespit edilmiştir. Bu durum, olayın etkisinin sadece ani bir şokla sınırlı kalmadığını, bazı şirketlerde fiyatlama etkisinin olay gününden sonra da devam ettiğini göstermektedir. Bazı şirketlerde ise olay sonrası pozitif tepkiler gözlenmiştir. Martı şirketinde olaydan bir gün sonra AR (1) %10 düzeyinde anlamlı %+3.3 oranında anormal getiri gözlenmiştir. Bu tür pozitif tepkiler, piyasanın bazı şirketleri olaydan göreceli olarak daha az riskli ya da uzun vadede avantajlı olarak değerlendirmiş olabileceğini düşündürmektedir.

İki ülke arasında meydana gelen olayın toplam etkisini ölçmeye yarayan kümülatif anormal getiri sonuçları Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6. Kümülatif Anormal Getiri (CAR) Sonuçları

Şirket Adı	Olay Penceresi	Kümülatif Anormal Getiri
Avtur	(-3, 3)	-0.053**
Ayces	(-3, 3)	-0.148
Doco	(-3, 3)	-0.073
Etilr	(-3, 3)	-0.075*
Maalt	(-3, 3)	-0.086*
Martı	(-3, 3)	+0.025
Merit	(-3, 3)	-0.037
Pkent	(-3, 3)	-0.303***
Tektu	(-3, 3)	-0.206***
Ulas	(-3, 3)	-0.074

*: %10 anlamlılık düzeyi
 **: %5 anlamlılık düzeyi
 ***: %1 anlamlılık düzeyi
 D.N:Tabloda bütünsel bir düzen sağlamak amacıyla değerler virgülden sonra 3 basamak olacak şekilde yuvarlanmıştır.

Tablo 6’da yer alan kümülatif anormal getiri (CAR) sonuçları incelendiğinde, şirketlerin büyük çoğunluğunda olay penceresi boyunca negatif yönlü anormal getiriler gözlemlenmiştir. Bu durum, analiz edilen olayın sektör genelinde olumsuz algılandığını ve satış baskısı geldiğini ortaya koymaktadır. Özellikle dış şoklara açık bir yapıya sahip olan turizm endüstrisinde, olayın yarattığı belirsizlik fiyatlara hızlı bir şekilde yansımıştır.

İstatistiksel analiz sonuçları, belirli şirketlerin olaydan anlamlı düzeyde etkilendiğini göstermektedir. En dikkat çekici örneklerden biri olan Pkent şirketi, %1 anlamlılık düzeyinde elde edilen %–30.3 düzeyindeki CAR değeriyle olaydan en güçlü şekilde negatif etkilenen şirket olmuştur. İlgili şirket için, piyasada gerçekleşen olayla ilgili kümülatif olarak anlamlı bir tepki oluşmuştur. Ancak bu tepki zamana yayılmış ve tekil günlerdeki anormal getirilerde istatistiksel olarak fark edilebilir düzeyde olmamıştır. Ayrıca Tektu şirketinde de %–20.6 düzeyindeki CAR değeriyle yine %1 düzeyinde anlamlı bir negatif tepki gözlenmiştir. %5 anlamlılık düzeyinde değerlendirildiğinde, Avtur şirketinin %–5.3 düzeyindeki CAR değeri anlamlı bulunmuştur. Bu da yatırımcıların şirkete ilişkin olumsuz beklentiler geliştirdiğini ve olayı fiyatlamalarına yansıttığını göstermektedir. %10 anlamlılık düzeyinde ise Etilr %–7.5 ve Maalt %–8.6 şirketlerinin kümülatif anormal getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu bulgular, söz konusu olayın bahsi geçen şirketlerin piyasa değerleri üzerinde istatistiksel olarak güçlü ve anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Ayces, Doco, Merit ve Ulaş şirketlerinde gözlenen negatif CAR değerleri istatistiksel olarak anlamlı olmasa da olayın negatif etkisini yansıtmaktadır. Bunu yanı sıra, Martı şirketinde olay penceresinde %+2.5 CAR tespit edilmiş, ancak bu sonuç da istatistiksel olarak anlamlı değildir. Martı şirketinde görülen bu durum, piyasanın genel olarak sektörün tamamının Rusya-Ukrayna savaşı gibi dışsal bir şoktan etkilenme potansiyelini fiyatladığını, ancak şirkete özel ayrışmaların sınırlı kaldığını göstermektedir. Elde edilen bu bulgular, jeopolitik olayların turizm endüstrisinde faaliyet gösteren şirketlerin piyasa değerlerini kısa sürede etkileyebilme potansiyelini ortaya koymaktadır.

Bulgular doğrultusunda, H_0 hipotezi reddedilmiş, H_a hipotezi kabul edilmiştir. Diğer bir ifadeyle Rusya-Ukrayna savaşının ilanı, BİST Turizm Endeksi'ndeki firmaların hisse senedi getirilerinde anlamlı anormal getirilerin oluşmasına neden olmuştur. Bu durum, savaşın finansal piyasalarda özellikle turizm endüstrisi açısından öngörülebilir ancak güçlü bir etkiye sahip "gri gergedan" niteliğinde bir gelişme olarak yansıdığını göstermektedir.

Tartışma

Çalışmada, BİST Turizm Endeksi'ndeki şirketlerin Rusya-Ukrayna savaşına verdiği piyasa tepkileri incelenmiştir. Olay çalışmasından elde edilen bulgular, jeopolitik şokların finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini vurgulayan mevcut alanyazınla güçlü bir benzerlik göstermektedir. Bu bulgular, Boungou ve Yatié (2022), Sun vd. (2022) ve Yousaf vd. (2022) tarafından küresel ve bölgesel borsalarda Rusya-Ukrayna savaşı sonrasında gözlemledikleri negatif ilişkiler ve değer kayıplarıyla paralellik göstermektedir. Özellikle Leigh vd.'nin (2003) Irak Savaşı'nda Türkiye borsasının en güçlü negatif tepkilerden birini verdiğini ortaya koyması, piyasanın coğrafi konum ve bölgesel bağlantılar nedeniyle jeopolitik gelişmelere karşı duyarlılığını doğrulamaktadır.

Sektör düzeyinde elde edilen negatif anormal getiriler, COVID-19 döneminde tüm sektörlerde yaygın düşüşler tespit eden Ölmez ve Ekinci'nin (2020) bulguları ile jeopolitik ya da beklenmedik şokların özellikle havayolu, otel ve eğlence sektörlerinde belirgin kayıplar yarattığını ortaya koyan Cam'in (2008) sonuçlarıyla tutarlılık göstermektedir. Bu durum, turizmin dışsal şoklara karşı yüksek kırılganlığının bir göstergesidir. Ayrıca Türkiye'nin Rusya ve Ukrayna pazarlarında sahip olduğu yüksek turizm payı göz önüne alındığında, Balli vd.'nin (2023) bu tür pazar payına sahip ülkelerde saptadığı belirgin negatif kümülatif anormal getiriler, bu çalışmanın bulgularını uluslararası konaklama sektörü perspektifinden de desteklemektedir.

Çalışmanın dikkat çekici bulgularından biri, bazı şirketlerde olay öncesi günlerde anlamlı negatif getirilerin ortaya çıkmasıdır. Olay öncesi günlerde (AR(-3), AR(-2)) Maalt, Merit ve Pkent gibi bazı şirketlerde gözlemlenen anlamlı negatif getiriler, piyasanın yarı etkinliğinin zayıf olduğuna dair bir kanaat oluşturmaktadır. Bu bulgu, sektörde yalnızca olay günü anlamlı etki bulan (Ergün, 2024) ya da olay sonrası pozitif getiri tespit eden (Çelik ve Koç, 2019) çalışmaların aksine, bilgi asimetrisi ve içeriden bilgiye dayalı işlemlerin rolünün kritik olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla "erken fiyatlama" eğilimleriyle paralel olan bu bulgu, yatırımcıların savaş ihtimalini uluslararası gelişmeler ve haber akışı çerçevesinde önceden değerlendirmiş olabileceğini göstermektedir. Bu yönüyle çalışma, savaşın yarattığı belirsizliğin yalnızca olay günüyle sınırlı olmadığına, risk algısının daha erken bir dönemde şekillendiğine işaret etmektedir.

Şirketler arası etki şiddetindeki farklılaşma diğer bir önemli bulgudur. Pkent ve Tektu'da gözlemlenen güçlü negatif CAR'lara karşın, Martı'da anlamsız pozitif tepki görülmesi, Tao vd. (2019), Zopiatis vd. (2019) ile Pandey ve Kumar'ın (2023) olay türü ve şirket özgünlüğüne bağlı olarak hisse tepkilerinin değiştiği yönündeki tespitleriyle örtüşmektedir. Bu farklılıklar, her şirketin jeopolitik riske karşı maruziyet derecesi ve finansal dayanıklılığı gibi unsurların, gri gergedan şoklarına karşı gösterilen dirençte kritik rol oynadığını düşündürmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, bu çalışmanın bulguları turizm endüstrisinin savaş gibi jeopolitik şoklara karşı yüksek duyarlılık taşıdığı yönündeki yaygın görüşü desteklemektedir. Bununla birlikte bulgular, olay öncesi fiyatlama davranışları ve firma bazlı heterojen tepkiler bakımından alanyazına özgün katkılar sağlamaktadır. Ayrıca elde edilen bulgular, jeopolitik risklerin Türkiye'de turizm endüstrisinin finansal performansı üzerindeki etkilerini açıklayıcı bir şekilde ortaya koymaktadır.

Sonuç

Gri gergedan niteliğindeki olaylar, ekonomik, politik ve özellikle jeopolitik şoklar yoluyla kırılgan sektörlerde ciddi dalgalanmalara neden olmaktadır. Dolayısıyla bu metafor, savaşların turizm endüstrisi ve finansal piyasalar

üzerindeki öngörülebilir ancak genellikle ihmal edilen risklerini analiz etmek için uygun bir çerçeve sunmaktadır. Nitekim Rusya-Ukrayna savaşı da aylar öncesinden açık bir şekilde öncü sinyaller vermesi nedeniyle gri gergedan özelliği taşımaktadır. Turizmde çarpan etkisi yüksek olduğundan savaş ortamı; güvenlik endişeleri nedeniyle ulaşım, konaklama, yiyecek-içecek, eğlence hizmetleri, yerel üretim, tur operatörleri ve seyahat acentaları gibi çok sayıda sektörü doğrudan ya da dolaylı biçimde etkilemektedir. Bu durum da gelir kaybı, istihdam azalması ve yatırım duraklamalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla savaşın yol açtığı belirsizlikler, destinasyon imajının yeniden inşasını ve pazarlama stratejilerini karmaşık hâle getirmeye, turizm ekonomisi ve makroekonomik düzeyde sektörleri de tehdit etmektedir.

Rusya ve Ukrayna, Türkiye'nin en önemli turizm pazar payını oluşturan ve Türkiye'ye en fazla turist gönderen ülkelerdendir. Bu iki ülke arasında 2022 yılında başlayan savaş, bölgesel yakınlık nedeniyle Türkiye turizmini doğrudan etkilemiş ve Türkiye'nin bu iki ülke açısından öncelikli bir turizm destinasyonu olması, yaşanan çatışmanın etkilerini daha da belirgin hâle getirmiştir. Savaşın, özellikle Ukrayna'dan gelen turist sayısında belirgin bir düşüşe neden olduğu görülmüş ve bu çalışmada savaşın, BİST turizm endeksindeki şirketlerin hisse senedi performanslarına nasıl yansıdığı incelenmiştir. Yapılan analizler, Türkiye'de turizm şirketlerinin savaş karşısında oldukça duyarlı olduğunu, şirket bazında negatif anormal getirilerin ortaya çıktığını ve etkinin farklı boyutlarda gerçekleştiğini göstermiştir.

Grant, Haider ve Raufuss'ın (2023) ifade ettiği üzere, gri gergedanlar siyah kuğulardan farklı olarak öngörülebilir olmalarına rağmen, çoğu zaman ihmal edilmektedir. Bu risklerin ne zaman ve hangi ölçekte ortaya çıkacağı kesin olmamakla birlikte, etkileri büyük olabilmektedir. Dolayısıyla, kurumların bu tür öngörülebilir tehditlere karşı zamanında önlem alabilecek yapısal ve stratejik yaklaşımlar geliştirmesi gerekmektedir. Benzer şekilde, finansal piyasalarda işlem yapan tarafların da sektörleri etkileyen bu tür öngörülebilir riskleri göz önünde bulundurarak çeşitlendirme stratejilerine yönelmeleri gerekmektedir. Bu tür stratejiler, maruz kalınabilecek riskleri azaltarak olası finansal kayıpların önlenmesine katkı sağlayabilir. Ek olarak turizm endüstrisinde faaliyet gösteren şirketlerin kriz iletişimi ve risk yönetimi mekanizmalarını güçlendirmeleri, sektörel şoklara karşı alınabilecek önlemler noktasında değerlidir.

Uygulamaya yönelik önerilerin yanı sıra, gelecekte bu konuda çalışma yapacak araştırmacılara da birtakım öneriler sunmak mümkündür. Çalışmada yalnızca BİST turizm endeksinde odaklanılarak diğer ülkelerdeki turizm endeksleri kapsam dışı bırakılmıştır. Dolayısıyla bu sınırlılık doğrultusunda çalışmada yalnızca hisse senedi getirileri analiz edildiğinden, gelecekteki araştırmalarda döviz kuru, turist sayısı ve otel doluluk oranı gibi makro/mikro ekonomik göstergeler incelenerek daha bütüncül bir etki analizi yapılabilir. Ayrıca jeopolitik şokların volatilité yapısı üzerindeki sonuçları volatilité tahmin modelleri (GARCH, EGARCH ve TGARCH gibi) yardımıyla test edilebilir. Bunlara ek olarak, benzer olayların etkilerinin uluslararası kıyaslama ile farklı ülkelerdeki turizm endeksleri ya da ilgili diğer BİST sektör endeksleri (örneğin Enerji ve Ulaştırma) ile karşılaştırılarak incelenmesi, sonuçların genellenebilirliğini artıracaktır. Ayrıca yatırımcı duyarlılığı, medya yansımaları ya da sosyal medya analitiği gibi davranışsal faktörler analiz edilerek, savaş gibi kriz dönemlerinde turizm endüstrisine yönelik piyasa tepkileri davranışsal finans perspektifiyle de değerlendirilebilir.

Beyan

Makale yazarlarının makale sürecine verdikleri katkı eşittir. Yazarların bildirmesi gereken herhangi bir çıkar çatışması yoktur.

KAYNAKÇA

- Al-Khalidi, S., Plucinska, J., & Shalbak, J. (2024, Kasım 9). Jordan's tourism industry struggling as Gaza war deters visitors. *Reuters*. 28 Mayıs 2025 tarihinde, <https://www.reuters.com/world/middle-east/jordans-tourism-industry-struggling-gaza-war-deters-visitors-2024-11-09/> adresinden erişildi.
- Aslan, Y. (2015). Türk silahlı kuvvetlerinin uluslararası askerî müdahalelerde görevlendirilmesinin iç hukuktaki dayanakları. *Ankara Barosu Dergisi*, 3, 247-265.
- Balli, F., Billah, M., & Chowdhury, I. (2023). Impact of the Russia-Ukraine war on hospitality equity markets. *Tourism Economics*, 29(8), 2206-2215.
- Bar-On R. R. (1996). Measuring the Effects on tourism of violence and of promotion following violent acts. A. Pizam & Y. Mansfeld (Editörler), *Tourism, crime and international security issues* içinde (ss. 159-174). New York: Wiley.
- Berkman, H., & Jacobsen, B. (2006). War, peace and stock markets. *EFA 2006 Zurich Meetings*. 2 Haziran 2025 tarihinde, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885980 adresinden erişildi.
- Binder, J. J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111-137.
- BİST. (2025). Borsa İstanbul tarihsel ve referans veri platformu. 5 Haziran 2025 tarihinde, <https://datastore.borsaistanbul.com/> adresinden erişildi.
- Boungou, W., & Yatié, A. (2022). The impact of the Ukraine-Russia war on world stock market returns. *Economics letters*, 215, 1-3.
- Büyükipekçi, S., Akgöz, E., & Uçdu, S. (2024). 2016-2023 yılları arasında Türkiye'deki kriz dönemlerinin Bist-Turizm şirketlerine etkileri: Olay çalışması yöntemi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16(4), 2631-2646.
- Cam, M. A. (2008). The impact of terrorism on United States industries. *Economic Papers: A journal of applied economics and policy*, 27(2), 115-134.
- Chemli, S., Toanoglou, M., & Valeri, M. (2024). *Tourism takes a hit: The devastating impact of terrorism on iconic destinations*. *Tourism and Hospitality Management*, 30(1), 119-131.
- Chen, S., Huang, F. W., & Lin, J. H. (2022). Effects of cap-and-trade mechanism and financial gray rhino threats on insurer performance. *Energies*, 15(15), 5506.
- Chen, A. H., & Siems, T. F. (2004). The effects of terrorism on global capital markets. *European Journal of Political Economy*, 20, 349-366.
- Çelik, M. S., & Koç, R. (2019). Türkiye ve Rusya arasındaki uçak krizinin Borsa İstanbul (BIST) turizm ve enerji şirket hisselerine etkisi üzerine bir event study analizi. *Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 1-15.

- Çiçekdağı, M. (2022). Rusya Ukrayna savaşının turizme yansımaları: Twitter yorumları analizi. Ö. Bozkurt, H. F. Hatem & A. Layek (Editörler), 15. *Uluslararası güncel araştırmalarla sosyal bilimler kongresi tam metinleri* içinde (ss. 839–860). İstanbul: Recent Academic Studies.
- Duran, G., Kanıgür, S., & Hassan, A. (2022). Gri gergedan metaforu bağlamında Metaverse'ün turizm sektörü açısından incelenmesi. *Journal of New Tourism Trends*, 3(2), 160-176.
- Ergün, Z. C. (2024). Effect of the Russian–Ukrainian crisis on Borsa Istanbul tourism index. *Trends in Business and Economics*, 38(1), 32-38.
- Fletcher, J., & Morakabati, Y. (2008). Tourism activity, terrorism and political instability within the Commonwealth: The cases of Fiji and Kenya. *International Journal of Tourism Research*, 10(6), 537-556.
- Göker, İ. E. K, Aktümsek, E., & Eren, B. S. (2024). Rusya-Ukrayna savaşının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi: BIST elektrik üzerine bir uygulama. *Hitit Sosyal Bilimler Dergisi*, 17(ICAFR Özel Sayısı), 159-171.
- Grant A., Haider Z., & Raufuss A. (2023). Black swans, gray rhinos, and silver linings: Anticipating geopolitical risks (and openings). *Mckinsey*. 31 Temmuz 2025 tarihinde, <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/black-swans-gray-rhinos-and-silver-linings-anticipating-geopolitical-risks-and-openings> adresinden erişildi.
- Güney Karabuğa, T., Göktepe, S., & Kokonaloğlu, H. T. (2022). Rusya-Ukrayna Savaşı'nın Türkiye turizmüne olası etkileri. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 12(1), 92-104.
- Hacıoğlu, N., & Saylan, U. (2014). Arap Baharı'nın turizme yansımaları: Arap ülkeleri ve Türkiye. *Balikesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(32), 55-80.
- Herberg-Rothe, A. (2023). *Clausewitz and Sun Tzu: Paradigms of warfare in the 21st century*. *Militaire Spectator*, 192(9), 404-417.
- Irmak, F., Şahin, E., & Aknar, A. (2025). Rusya Ukrayna savaşının Borsa İstanbul sektörüne etkileri: Olay çalışması analizi. *Adam Academy Journal of Social Sciences*, 15(1), 33-58.
- Jaye, N. (2017). Do “Gray Rhinos” pose a greater threat than Black Swans? *CFA Institute*. 30 Kasım 2025 tarihinde, <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2017/10/23/do-gray-rhinos-pose-a-greater-threat-than-black-swans/> adresinden erişildi.
- Kırık, S., Türkoğlu, D., & Konak, F. (2024). Ukrayna-Rusya kriz sürecinin finansal performansa etkisi: BİST turizm endeksi uygulaması. *Ekonomi ve Finansal Araştırmalar Dergisi*, 6(2), 129-144.
- Lanouar, C., & Goaid, M. (2019). Tourism, terrorism and political violence in Tunisia: Evidence from Markov-switching models. *Tourism Management*, 70, 404–418.
- Leigh, A., Wolfers, J., & Zitzewitz, E. (2003). What do financial markets think of war in Iraq?. *NBER Working Paper*. 30 Nisan 2025 tarihinde, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=391123 adresinden erişildi.
- MacKinlay, A. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Manap Davras, G., & Aktel, M. (2018). 2015-2016 krizinin Türkiye turizmüne yansımaları. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 9(21), 27-38.
- Muddasir, M., Borges, A. P., Vieira, E., & Vieira, B. M. (2025). The impact of macroeconomic factors on the European travel and leisure sector: the context of Russo–Ukrainian war. *Tourism Review*, 80(2), 513-528.
- Njoya, E. T., Efthymiou, M., Nikitas, A., & O'Connell, J. F. (2022). The effects of diminished tourism arrivals and expenditures caused by terrorism and political unrest on the Kenyan economy. *Economies*, 10(8), 191.

- Ovalı, M., Kocabıyık, T., & Geyikçi, U. B. (2020). Kredi derecelendirmenin borsa endeksleri üzerindeki etkileri: T-BRICS ülkeleri üzerine bir araştırma. *Yönetim ve Ekonomi*, 27(2), 309-335.
- Ölmez, U., & Ekinci, A. A. (2020). Koronavirüs (Covid-19) salgınının hisse senedi piyasasına etkisi: Bist 100 örneği. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 5(Özel Sayı), 225-239.
- Pandey, D. K., & Kumar, R. (2023). Russia-Ukraine War and the global tourism sector: A 13-day tale. *Current Issues in Tourism*, 26(5), 692-700.
- Rasool, H., Maqbool, S., & Tarique, M. (2021). The relationship between tourism and economic growth among BRICS countries: a panel cointegration analysis. *Future Business Journal*, 7(1), 1-11.
- Resmi Gazete. (1983). Seferberlik ve Savaş Hali Kanunu. 26 Mayıs 2025 tarihinde, https://www5.tbmm.gov.tr/tutanaklar/KANUNLAR_KARARLAR/kanuntbmmc066/kanunmgkc066/kanunmgkc06602941.pdf adresinden erişildi.
- Saha, S., & Yap, G. (2014). The moderation effects of political instability and terrorism on tourism development: A cross-country panel analysis. *Journal of Travel research*, 53(4), 509-521.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması event study yöntemi ile analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Sarıtaş, T., & Akar, G. (2021). Politik istikrarsızlık ve terörizmin turizme etkisi: Panel veri analizi. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 56(1), 233-248.
- Selvanathan, S. (2007). The effect of war and other factors on Sri Lankan tourism. *Applied Economics Letters*, 14(1), 35-38.
- Sezen Doğancılı, O. (2022). Rusya-Ukrayna savaşının Türk turizmüne yansımaları. *Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(9), 1171-1186.
- Sorokina, N., Booth, D. E., & Thornton Jr, J. H. (2013). Robust methods in event studies: Empirical evidence and theoretical implications. *Journal of Data Science*, 11, 575-606.
- Sönmez, S. F. (1998). Tourism, terrorism, and political instability. *Annals of tourism research*, 25(2), 416-456.
- Sun Zi (Sun Tzu). (2020). Savaş sanatı (P. Otkan & G. Fidan, Çev.). İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları. (Orijinal eser M.Ö. 5. yüzyılda yayımlanmıştır).
- Sun, M., Song, H., & Zhang, C. (2022). The effects of 2022 Russian invasion of Ukraine on global stock markets: An event study approach. 30 Mayıs 2025 tarihinde, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4051987 adresinden erişildi.
- Şahin, E., Konak, F., & Karaca, S. S. (2017). Türkiye ve Rusya arasındaki “uçak krizinin” Borsa İstanbul gıda, içecek ve turizm endeksleri üzerine etkisi. *Business and Economics Research Journal*, 8(3), 473-485.
- Tao, Z., Han, L., Song, Y., & Bai, K. (2019). Stock market reactions to the 2011 off the Pacific Coast of Tohoku Earthquake. *International Journal of Disaster Risk Reduction*, 41, 1-14.
- Taleb, N. N. (2010). *The Black Swan: The impact of the highly improbable: With a new section: “On robustness and fragility”* (2nd ed.). New York, NY: Random House Trade Paperbacks.
- Taşdelen, S. (2023). BIST 100'ün Rusya'nın Ukrayna işgaline tepkisi: Ekonometrik bir analiz. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 30(3), 597-610.

- T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı. (2025). Yıllık bültenler. 27 Mayıs 2025 tarihinde, <https://yigm.ktb.gov.tr/TR-249709/yillik-bultenler.html> adresinden erişildi.
- Tosun, O. K., & Eshraghi, A. (2022). Corporate decisions in times of war: Evidence from the Russia-Ukraine conflict. *Finance Research Letters*, 48, 1-7.
- Umar, Z., Polat, O., Choi, S. Y., & Teplova, T. (2022). The impact of the Russia-Ukraine conflict on the connectedness of financial markets. *Finance Research Letters*, 48, 1-12.
- UN Tourism. (2025). World tourism barometer. *UN Tourism*, 23(2), 1-8.
- Varlık, A. B. (2013). Savaşı tanımlamak: Terminolojik bir yaklaşım. *Avrasya Terim Dergisi*, 1(2), 114-129.
- WTTC. (2025). Travel & Tourism Economic Impact Research (EIR). World Travel & Tourism Council. 17 Temmuz 2025 tarihinde, <https://wttc.org/research/economic-impact> adresinden erişildi.
- Wucker, M. (2020). What is a 'Gray Rhino'? It's big, obvious, and headed straight for you. 30 Kasım 2025 tarihinde, <https://www.stranberg.com/family-business-news/what-is-a-gray-rhino> adresinden erişildi.
- Wucker, M. (2016). *The gray rhino: How to recognize and act on the obvious dangers we ignore*. New York: St. Martin's Press.
- Yardı, Z., & Aksöz, E. O. (2021). Küresel boyutta terör-turizm ilişkisinin örnek olaylar üzerinden incelenmesi. *Journal of Humanities and Tourism Research*, 11(4), 796-818.
- Yılmaz, B. S., & Yılmaz, Ö. D. (2005). Terörizm ve terörizmin hedefi olarak turizm endüstrisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(13), 39-58.
- Yousaf, I., Patel, R., & Yarovaya, L. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia-Ukraine conflict “black-swan” event: Evidence from event study approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 1-6.
- Yürük, M. F. (2022). Rusya-Ukrayna savaşının Borsa İstanbul BİST 100 endeksine etkisinin olay çalışması ile analizi. *Turkish Studies - Economy, Finance, Politics*, 17(3), 869-881.
- Zhou, S., Ye, X., & Sun, R. (2022). When the “gray rhino” meets the “black swan”: Risk perception and emotional changes of netizens on negative events in cruise tourism. *Ecotourism*, 12(1), 100-113.
- Zopiatis, A., Savva, C. S., Lambertides, N., & McAleer, M. (2019). Tourism stocks in times of crisis: An econometric investigation of unexpected nonmacroeconomic factors. *Journal of Travel Research*, 58(3), 459-479.

The Gray Rhino Effect in the Tourism Industry: Reflections of the Russia–Ukraine War on the BIST**Tourism Index****Musa OVALI**

Manisa Celal Bayar University, Faculty of Business, Manisa/Türkiye

Gül Nur DEMİRAL

Manisa Celal Bayar University, Faculty of Business, Manisa/Türkiye

Extended Summary

The tourism industry has emerged as a key driver of economic development since the 1950s, evolving into the world's third-largest industry by the 21st century (Rasool et al., 2021). However, this industry, which significantly impacts employment, foreign exchange inflows, and trade balance, is also highly vulnerable to external shocks such as wars (Lanouar & Goaid, 2019; Chemli et al., 2024). Wars, by directly undermining perceptions of safety and stability, generate substantial economic losses through the disruption of tourism activities, particularly in destinations characterized by high volumes of international tourist arrivals. The tourism industry, being highly sensitive to geopolitical developments, often experiences immediate and pronounced fluctuations in demand following the outbreak of armed conflicts. While the existing body of literature has examined the multifaceted impacts of wars on tourism—ranging from changes in tourist flows to broader macroeconomic repercussions—there is a notable scarcity of empirical studies utilizing the event study methodology to assess firm-level effects within the capital markets. In particular, research focusing on companies listed in the Borsa Istanbul (BIST) Tourism Index in the context of the Russia–Ukraine war remains limited. Addressing this gap, the present study investigates the influence of the Russia–Ukraine war, which commenced on February 24, 2022, on the performance of the BIST Tourism Index. By evaluating the financial repercussions of an international geopolitical crisis on Turkey's tourism industry, this study contributes to a deeper understanding of investor reactions and market efficiency within emerging economies.

Given the tourism industry's heightened sensitivity to foreseeable geopolitical threats, the “Gray Rhino” framework offers a valuable lens through which to interpret such risks. The “Gray Rhino” concept describes highly probable yet frequently neglected systemic risks—large, visible threats whose approach is apparent but often ignored. In financial markets, Gray Rhino events can emerge as economic, political, or geopolitical shocks, triggering significant volatility, particularly in vulnerable sectors. This framework offers a valuable lens for examining the foreseeable but underappreciated risks that wars pose to financial systems and the tourism industry. The Russia–Ukraine conflict serves as a prime example, as its onset was foreshadowed months in advance by military build-ups, diplomatic statements, and energy policy developments. In the context of tourism, the Gray Rhino metaphor highlights the extensive and multidimensional impacts that predictable geopolitical shocks can impose on fragile industries.

In the academic literature, war has been conceptualized within diverse historical and legal frameworks, while its impacts on tourism have been examined using statistical analyses and case-based approaches. Empirical evidence from contexts such as Sri Lanka, the Arab Spring, and the Israel– Hamas conflict demonstrates that wars typically trigger sharp declines in international tourist arrivals and associated revenues. Turkey has similarly experienced pronounced volatility in tourism performance during times of crisis, including the 2016 coup attempt, currency

instability, the COVID-19 pandemic, and periods of heightened diplomatic tensions with Russia. Moreover, fluctuations in tourist inflows from Russia and Ukraine illustrate the sensitivity of tourism demand to geopolitical developments. Previous research further indicates that wars exert significant influence on capital markets, with the magnitude and direction of these effects differing across sectors. Such findings underscore the necessity of analyzing both tourism and financial dimensions when assessing the broader economic consequences of armed conflicts.

This research examines daily return data for ten companies listed in the BIST Tourism Index over the period January–March 2022, applying the event study methodology. The event date was set as February 24, 2022, corresponding to the outbreak of the Russia–Ukraine conflict, and abnormal returns were computed within a ± 3 -day event window. The BIST100 index served as the benchmark for estimating expected market returns. Realized returns, abnormal returns, and cumulative abnormal returns were derived using standard event study formulas. Statistical significance of the results was evaluated through the t-test, enabling a robust assessment of the market reaction to the geopolitical event.

The analysis reveals that all firms recorded negative abnormal returns on the event day, with the results for Avtur, Etilr, Marti, and Ulas demonstrating statistical significance. The detection of significant negative returns prior to the event indicates a deviation from semi-strong form market efficiency, suggesting that relevant information may have been incorporated into prices before the official announcement. Post-event observations show that certain firms experienced either positive or negative abnormal returns, reflecting heterogeneous market reactions. Cumulative abnormal return (CAR) estimates further demonstrate that most firms sustained statistically significant negative performance across the entire event window. Among these, Pkent, Tektu, and Avtur emerged as the most adversely affected. While Marti registered a positive abnormal return during part of the post-event period, this effect failed to reach statistical significance, implying that the observed gain was not robust. Overall, the findings underscore the substantial adverse impact of the event on firm-level stock performance.

The Russia–Ukraine conflict produced swift and adverse effects on the stock performance of tourism-related firms, with the severity of the impact differing among companies. For market participants, these results underscore the importance of implementing diversification strategies when making investment decisions and executing trades, particularly in the context of Gray Rhino events—highly probable yet neglected threats that can cause substantial disruption to specific sectors. Simultaneously, tourism policymakers and industry stakeholders should prioritize the development of robust marketing and financial strategies aimed at enhancing resilience to geopolitical shocks. Strengthening contingency planning, expanding market diversification, and improving financial buffers may help mitigate sectoral vulnerabilities. Moreover, the observed link between tourism industry performance and capital market dynamics underscores the broader macroeconomic significance of tourism, emphasizing its role not only as a driver of economic growth but also as an industry sensitive to global political and security developments.

Nevertheless, the research is not without limitations. The analysis is confined to the BIST Tourism Index, thereby excluding tourism-related indices and companies in other countries that might have experienced similar or contrasting effects. This focus limits the generalizability of the results beyond the Turkish context. Future research could address this by incorporating cross-country comparisons, integrating additional variables such as exchange rate movements, tourist arrival statistics, and hotel occupancy rates. Furthermore, qualitative dimensions—such as media coverage,

investor sentiment analysis, and social media trends—could provide richer insights into the mechanisms by which geopolitical events influence market behavior.