



**T.C.
ONDOKUZ MAYIS ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
TURİZM İŞLETMECİLİĞİ ANA BİLİM DALI**

**İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI YÖNTEMİ İLE ŞİRKET
DEĞERLEME: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BİR
TURİZM İŞLETMESİNDE UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Gülşah TAFLAN

Danışman
Prof. Dr. Erdal YILMAZ

SAMSUN
2023

T.C.
ONDOKUZ MAYIS ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
TURİZM İŞLETMECİLİĞİ ANA BİLİM DALI



**İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI YÖNTEMİ İLE ŞİRKET
DEĞERLEME: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BİR
TURİZM İŞLETMESİNDE UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Gülşah TAFLAN

Danışman

Prof Dr. Erdal YILMAZ

SAMSUN
2023

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK BEYANI

Hazırladığım Yüksek Lisans tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin Kaynaklar'da gösterilenlerden oluştuğunu, her unsurun enstitü yazım kılavuzuna uygun yazıldığını ve TÜBİTAK Araştırma ve Yayın Etiği Kurulu Yönetmeliği'nin 3. bölüm 9. maddesinde belirtilen durumlara aykırı davranılmadığını taahhüt ve beyan ederim.

Etik Kurul Gerekli mi ?

Evet ☐ (Gerekli ise ekler kısmına ekleyiniz)

Hayır ☒

11 / 09 / 2023

Gülşah TAFLAN

TEZ ÇALIŞMASI ÖZGÜNLÜK RAPORU BEYANI

Tez Başlığı : “İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI YÖNTEMİ İLE ŞİRKET DEĞERLEME: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BİR TURİZM İŞLETMESİNDE UYGULAMA ”

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışması için şahsım tarafından 08.06.2023 tarihinde intihal tespit programından alınmış olan özgünlük raporu sonucunda;

Benzerlik oranı : % 8

Tek kaynak oranı : % 4 çıkmıştır.

11 / 09 / 2023

Prof. Dr. Erdal YILMAZ

ÖZET

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI YÖNTEMİ İLE ŞİRKET DEĞERLEME: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BİR TURİZM İŞLETMESİNDE UYGULAMA

Gülşah TAFLAN

Ondokuz Mayıs Üniversitesi

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

Turizm İşletmeciliği Ana Bilim Dalı

Yüksek Lisans, Haziran/2023

Danışman: Prof. Dr. Erdal YILMAZ

Yatırımcıların artması, şirket birleşmeleri veya satın almaları, hisse senedi işlemleri, şirket performansının belirlenmesi gibi nedenlerle şirket değerlemesinin önemi her geçen gün artmaktadır. Şirketlerin veya bir varlığın değerlemesinde çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) yöntemi en yaygın olarak kullanılan yöntemlerdendir. Bu çalışmanın amacı, şirket değerlendirme yöntemlerinin gösterilmesi ve bu değerlendirme yöntemlerinden İNA yöntemi ile Türkiye'deki bir turizm şirketinin değerlemesine ilişkin uygulamayı göstermektir. Bu amaçla şirket ve değerlendirme kavramları açıklandıktan sonra şirket değerlendirme yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanmış ve Türkiye'deki bir turizm şirketinin İNA yöntemi ile değerlemesinin yapıldığı uygulamaya yer verilmiştir. Çalışmada değerlendirme yapılan şirket, Fethiye ilçesinde faaliyet göstermekte olan Borsa İstanbul'da kayıtlı bir turizm şirketi olup XYZ Turizm Yatırımları A.Ş. olarak adlandırılmıştır. XYZ Turizm Yatırımları şirketinin 2018-2022 yıllarına ait mali tablo verilerinden yararlanılarak şirket değerlendirme yapılmıştır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile elde edilen şirket değerlemesine ilişkin sonuçlar, örnek şirketin Borsa İstanbul'daki fiyatı ile kıyaslanmıştır. Sonuç olarak değerlendirme çalışması yapılan firmanın hesaplanan değeriyle piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Şirket Değerleme, İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA), Firmaya Serbest Nakit Akımları (FSNA), Turizm

ABSTRACT

COMPANY VALUATION USING DISCOUNTED CASH FLOW METHOD: TRADED ON BORSA ISTANBUL IMPLEMENTATION IN A TOURISM ENTERPRISE

Gülşah TAFLAN

Ondokuz Mayıs University
Institute of Graduate Studies
Department of Tourism Management
Master, June/2023
Supervisor: Prof. Dr. Erdal YILMAZ

The importance of company valuation is increasing day by day due to the increase in investors, mergers or acquisitions, stock transactions, and determination of company performance. Various methods are used in valuing companies or an asset. Discounted Cash Flow (DNA) method is one of the most widely used methods. The aim of this study is to show company valuation methods and to show the application of valuation of a tourism company in Turkey with the DCF method, which is one of these valuation methods. For this purpose, after the company and valuation concepts are explained, the company valuation methods are explained in detail and the application in which a tourism company in Turkey is evaluated with the DCF method is included. The company valued in the study is a tourism company registered in Borsa Istanbul, operating in Fethiye district, and XYZ Turizm Yatırımları A.Ş. has been named. Company valuation was made by using the financial statement data of XYZ Tourism Investments company for the years 2018-2022. The results of the company valuation obtained by the discounted cash flow method were compared with the price of the sample company in Borsa Istanbul.

Keywords: Company Valuation, Discounted Cash Flows (FNA), Free Cash Flows to Firm (FCFF), Tourism

ÖN SÖZ VE TEŞEKKÜR

“İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi ile Şirket Değerleme: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Bir Turizm İşletmesinde Uygulama” adlı çalışmada şirket değerlendirme yöntemlerinin gösterilmesi ve bu değerlendirme yöntemlerinden İNA yöntemi ile Türkiye’deki bir turizm şirketinin değerlemesine ilişkin uygulamayı göstermek amaçlanmıştır. Çalışmada, turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin etkili bir muhasebe ve finansal yönetime ihtiyaç duyduğu, değerlendirme çalışmalarının da önemiyle vurgulanmıştır.

Turizm İşletmeciliği Ana Bilim Dalı’nda muhasebe ve finansal yönetimin önemli ana hatlarını öğrenmeme vesile olan, bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde destek ve katkılarını esirgemeyen, olumlu tavırlarıyla beni cesaretlendiren ve her zaman öğrencisi olmaktan gurur duyduğum danışmanım Prof. Dr. Erdal YILMAZ’a sonsuz teşekkür ve minnetlerimi sunarım.

Tez çalışmam süresince yanımda olan aileme, özellikle Türkçe’yi etkin ve doğru kullanmamı sağlayan ve elinden geldiğince eksiklerimi gösteren sevgili kardeşim, Türkçe Öğretmeni Gizem TAFLAN’a teşekkürü bir borç bilirim.

Gülşah TAFLAN

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK BEYANI	ii
TEZ ÇALIŞMASI ÖZGÜNLÜK RAPORU BEYANI	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR	v
İÇİNDEKİLER	vi
SİMGELER VE KISALTMALAR	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ	viii
TABLolar DİZİNİ	ix
1. GİRİŞ	1
2. DEĞER VE DEĞERLEME İLE İLGİLİ GENEL KAVRAMLARI.....	4
2.1. Değer ve Değere İlişkin Kavramlar	4
2.1.1. Nominal Değer	4
2.1.2. Net Aktif Değer.....	5
2.1.3. Defter Değeri	5
2.1.4. Gerçek Değer	5
2.1.5. Piyasa Değeri	6
2.1.6. İşleyen Teşebbüs Değeri	6
2.1.7. Tasfiye Değeri.....	6
2.2. Değerleme Kavramı	7
2.3. Değerlemeyi Gerektiren Nedenler	9
2.3.1. Birleşme ve Satın Alma	9
2.3.2. Portföy Yönetimi ve Değerleme	10
2.3.3. Firma Hisselerinin Halka Arzı ve Özelleştirme	10
2.3.4. Finansal Yönetim ve Değerleme.....	11
2.3.5. Stratejik Kararların Alınması ve Stratejik Planlama	12
2.4. Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliği (MSGUT) ve Muhasebe Politikaları	13
2.5. Değerlemede Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar	16
2.5.1. Ekonomi ile İlgili Unsurlar	16
2.5.2. Endüstri ile İlgili Unsurlar	17
2.5.3. İşletme ile İlgili Unsurlar	18
2.6. Değerleme Konusunda Yapılan Hatalar.....	19
2.7. Değerleme Yapacak Kişi ve Kurumlar	21
2.8. Uluslararası Değerleme Standartları (UDS).....	22
2.8.1. Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi	23
2.8.2. Genel Standartlar	23
2.8.3. UDS 102 İncelemeler ve Uyum	23
2.8.4. UDS 104 Değer Esasları	24
2.8.5. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri:	25
2.8.6. Varlık Standartları.....	27
2.9. TMS/TFRS ve VUK Değerleme Farkları	31
3. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	34
3.1. Şirket Kavramı	34
3.2. Şirket Amaçları	34
3.3. Şirketlerin Sınıflandırılması	38
3.3.1. Şahıs Şirketleri	39
3.3.2. Sermaye Şirketleri.....	42
3.3.3. Özel Kanunlara Göre Kurulan Şirketler.....	49
3.4. Şirket Değerleme Yöntemleri	50
3.4.1. Aktif Bazlı Yaklaşımlar	51
3.4.2. Piyasa Bazlı Yaklaşımlar	55

3.4.3. Alternatif Yaklaşımlar.....	58
3.4.4. Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modeli	60
3.4.5. Reel Opsiyon Yaklaşımı	61
3.4.6. Gelir Bazlı Yaklaşımlar	62
4. LİTERATÜR TARAMASI.....	71
5. UYGULAMA.....	78
5.1. Araştırmanın Kapsamı	78
5.2. Şirket Hakkında Genel Bilgiler	78
5.3. Sektör Hakkında Genel Bilgiler	79
5.4. Değerleme Yöntemi	80
5.5. Veri Seti	81
5.5.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması.....	81
5.5.2. Borçlanma Maliyetinin Hesaplanması	82
5.5.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması	82
5.5.4. Artık Değer (Devam Eden Değer) Hesaplanması	83
5.5.5. Net İşletme Sermayesinin (NİS) Hesaplanması	83
5.5.6. Net İşletme Sermayesi İhtiyacının Hesaplanması	84
5.5.7. İNA Yönteminde Kullanılan Diğer Değerler	84
5.5.8. Çalışmada Kullanılan Bazı Değerler ve Varsayımlar	87
5.5.9. Bulgular.....	89
5.6.10. Nakit Akım Projeksiyonları ve Şirket Değerleme	97
KAYNAKÇA.....	105
ÖZ GEÇMİŞ.....	118

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 5.1 XYZ Turizm Yatırım A.Ş. ve BIST100 Hisselerinin Koordinat Düzleminde Karşılaştırması**Hata! Yer işareti tanımlanmamış.**

Şekil 5.2 XYZ Turizm Yatırım A.Ş. ve BIST100 Hisselerinin Karşılaştırılması 91



TABLÖLER DİZİNİ

Tablo 2.1 Stratejik Planlama Sürecinde Değerlemeye Katkı Sağlayan Analizler	12
Tablo 2.2 Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliği ve Yıllar İçindeki Muhasebe Usul ve Kanunlarının Gelişimi.....	13
Tablo 5.1 İndirgenmiş Nakit Akışı Yönteminde Hesaplanan ve Kullanılan Değerler.....	86
Tablo 5.2 2018-2022 Yıllarına ait Ay Bazında BETA Katsayısı Hesaplama	89
Tablo 5.5 XYZ Turizm Yatırım A.Ş. Toplam Kaynak Oranlaması.....	91
Tablo 5.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması.....	93
Tablo 5.7 Net İşletme Sermayesi (NİS) İhtiyacının Hesaplanması için Kullanılan Mali Tablo Kalemleri	94
Tablo 5.8 Amortisman Giderleri ve Yatırım Giderleri Tahmini.....	95
Tablo 5.9 FAVÖK Hesaplamasında Kullanılan Muhasebe Kalemleri ve FAVÖK.....	96
Tablo 5.10 Serbest Akımları Hesaplama Kalemleri ve Serbest Nakit Akım Değeri	96
Tablo 5.11 2021-2028 Hesaplanan İskonto Katsayısı Değerleri	97
Tablo 5.12 İndirgenmiş Nakit Akışı Hesaplama (TL)	98
Tablo 5.13 İNA Yöntemiyle Firma Değeri Hesaplaması.....	100

1. GİRİŞ

Günümüzde küreselleşmenin de etkisiyle gittikçe artan şirketlerde birleşme ve satın almalar, ortaklık yapılarındaki değişimler, kredi alımlarında hisselerin teminat olarak gösterilmesi, stratejik planlara yön verilmesi, şirketin performansının ve gelecekteki değerinin tespit edilmesi gibi tetikleyici faktörler ile şirketlerde değer kavramı ve değer maksimizasyonu giderek önem kazanmaktadır (Masun, 2017: 214). 19. yy'ın son çeyreğinden itibaren şirketlerin finansal amaçlarının kâr maksimizasyonundan değer maksimizasyonuna geçmesi şirket değerlemenin akademik çalışmalarda ve muhasebe uygulamalarında ayrıcalık kazanmasına neden olmuştur (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 7). Şirket amacının varlıkların değer maksimizasyonunu artırmak olarak tanımlanması ile değer kavramı ön plana çıkmıştır (Ünlü ve Saygın, 2014: 140). Bu nedenle şirketler değer yaratmak için yatırım getirilerinin maliyetinden yüksek olmasını beklemektedir. Yatırılan sermaye getirileri, sermaye maliyetinden ne kadar yüksek olursa o kadar fazla değer yaratılmış olur.

Şirketler, mal ve hizmetlerin üretim, dağıtım ve tüketimini gerçekleştirmek maksadıyla ortak ekonomik amaç ve çıkarları olan birden fazla kişinin emek ve sermayelerini birleştirmeleriyle oluşmaktadır. Sosyal bilimler içerisinde iktisat ve işletme başta olmak üzere birçok akademik alanı ilgilendiren şirketler, insan merkezli oldukları için tüm toplumsal disiplinlerle etkileşim halindedir. Bu nedenle şirketler bulundukları bölgenin ekonomik gelişimine önemli katkı sağlamaktadır. Birbirinden farklı bölgelerde faaliyet gösteren şirketler, aralarındaki eksiklikler ve farklılıkları gidererek istihdam ve refahın dengeli dağılmasına katkı sağlar ve ülkenin gelişmişlik düzeylerini belirli bir seviyeye getirir.

Şirket kelimesi Arapça kökenli olup 'ortaklık' anlamına gelmektedir. Günümüz teknolojisiyle insanların istek ve ihtiyaçlarının değişerek artış göstermesi ve ikame edilebilirliğin çoğalması çeşitli alanlarda faaliyet gösteren şirketlerinde artmasına neden olmaktadır (Han ve Âlâ, 2010). Bu artış birçok gereksinim ve yeniliği beraberinde getirmiş olup rekabetin artmasına da neden olmuştur. Halka açık piyasalarda faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılmasına olanaklar sağlanmıştır. Bu nedenle yatırım yapacak kişiler, gelecekte kâr ve getiri sağlayabilecekleri şirketleri araştırmaktadır. Günümüz koşullarında bu tür yatırım faaliyetlerinin artması şirket değerlendirme teknik ve yöntemlerinin de çeşitlenmesi ve artmasını sağlamıştır.

Değerleme yapacak kişi veya kurumların, muhasebe ve finansman bilgilerinin

ileri düzeyde olması, piyasaya ve uluslararası muhasebe ve değerleme standartlarına hâkim olması gerekmektedir. Değerleme yapacak kişi ve kurumlar, faaliyet alanına uygun şirket değerleme yöntemini seçmekte ve varlıkların değerlerini en doğru şekilde tahmin etmeyi amaçlamaktadırlar (Güler, 2010: 11-12).

Literatürde şirket değerini ölçmeye yönelik birçok geleneksel ve modern değerleme yöntemleri bulunmaktadır (Ünlü ve Saygın, 2014: 140-141). Bu değerleme yöntemleri şirkete ait tüm varlıkların değerini olabildiğince en doğru şekilde tahmin etmeyi hedeflemektedir (Bilir ve Kulalı, 2014: 40). Bu çalışmada şirket değerleme yöntemlerinden indirgenmiş nakit akışı analizi (İNA) ve firmaya serbest nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasına yer verilmektedir. Şirket değerlemesi çalışmalarında dikkat edilen husus, nakit akışları kavramıdır (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 8). Bunun en önemli nedeni, esas faaliyet kârından vergilerin çıkarılması sonucu bulunan tutar olmasıdır.

Bu çalışmanın amacı, şirket değerleme yöntemlerinden İNA yöntemi ile Türkiye’de Borsa İstanbul’da kayıtlı bir turizm şirketinin değerlemesinin yapılması ve şirketin hesaplanan değeri ile piyasa değeri arasında bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmektir.

İNA yöntemi şirketlerin değerlemesinde en yaygın yöntemlerin başında gelmektedir. Bu çalışmada Fethiye’de bulunan XYZ Turizm Yatırımları A.Ş.’nin 2018-2022 yıllarına ait verilerinden yararlanılarak şirket değerlemesi yapılmıştır. Turizm endüstrisi ikame edilebilir ve dinamik yapıda olması nedeniyle gerek dünyada gerekse ülkede gelişebilecek tüm olumsuzluklardan etkilenmektedir. Turizme aşırı bağımlılık, enflasyon, mevsimlik talep dalgalanmaları, yerli ve yabancı işgücü gereksinimleri, artan küresel rekabet şartları, dış alım eğilimindeki artışlar, kalifiye işgücü gereksinimi gibi birçok neden özellikle halka açık turizm endüstrisinde faaliyet gösteren seyahat, konaklama ve yiyecek-içecek şirketlerinin, gelecekteki değerlerinin tahmin edilmesini önemli kılmaktadır. Bu kapsamda çalışmada XYZ Turizm Yatırım A.Ş.’nin indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemiyle değerlemesi yapılmıştır. Çalışma değerlemesi yapılan şirkete ait 2018-2022 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları, finansal tablo dipnotlarına Kamu Aydınlatma Platformu (KAP), Halk Yatırım ve İş Yatırım sitelerinden ulaşılmıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde değer ve değerleme kavramları genel bir çerçevede ele alınmaktadır. Şirket değerleme yapılmasının nedenleri, şirket

değerleme yapılırken karşılaşılan sorunlar ve yapılan hatalar ile değerleme yapılırken dikkat edilmesi gereken hususlardan bahsedilmektedir. Değerleme yapacak kişi ve kurumlar, uluslararası değerleme standartları ve son olarak TMS, TFRS ve VUK’ değerleme farkları ele alınmaktadır.

İkinci bölümde şirket kavramı, şirket sınıflandırmaları ve ortaklık yapıları kapsamlı bir şekilde ele alınmaktadır. Sonrasında en sık kullanılan şirket değerleme yöntemlerine yer verilmektedir. Bölümün son kısmında ise şirket değerleme ile ilgili yapılan kaynak tarama sonuçlarına ve incelenen verilere “literatür taraması” başlığı altında yer verilmektedir.

Üçüncü bölümde şirketin yer aldığı ilçe hakkında genel bilgilere, uygulama, araştırma kapsam ve yöntemlerine, veri seti ve bulgulara yer verilmektedir. Son kısımda ise sonuçlar tartışılmıştır.

2. DEĞER VE DEĞERLEME İLE İLGİLİ GENEL KAVRAMLARI

2.1. Değer ve Değere İlişkin Kavramlar

Değer, bir hizmet veya ürünü satın alan bir kişinin o ürün ya da hizmetten sağlayacağını düşündüğü fayda olarak tanımlanmaktadır (Çırak, 2018: 17). Muhasebe biliminde ise değer kavramı, bir yükümlülüğün yerine getirilmesi amacıyla katlanılan bedel veya bir varlık alımı/değişimi esnasında meydana gelen tutarı ifade etmektedir (Pamukçu, 2011: 81).

Ekonomide değer, bir mal veya hizmete sahip olma gücü aynı zamanda değişim sürecindeki bir mamûlün diğer mamûller ile değiştirilebilme imkânı olarak bilinmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 3-4). Özetle değer, bir hizmetin veya ürünün önemini belirlemeye yarayan ölçü, varlıkların kıymet ya da karşılıkları olarak ifade edilen kavramdır (Ünvan, 2019: 931).

Değere ilişkin kavramları Gürbüz ve Ergincan (2008) tarafından üç başlık altında; muhasebe teorisinde değer, makul değer ve varlık değerine ilişkin kavramlar olarak incelenmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 8). Muhasebe teorisine göre değer ölçütlerini piyasa değerleri, iktisadi kuruma ya da varlıkların sahiplerine göre değişiklikler göstermektedir. Gerçeğe uygun değer, şirketlere göre farklılık gösteren piyasa bazlı bir ölçümdür (Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu, 2018). Varlık değeri ile ilişkilendirildiğinde nominal (yazılı) değer, ihraç değeri, defter değeri, aktif ve net aktif değer, işleyen teşebbüs değeri, piyasa ve tasfiye değeri gibi kavramlar geniş kapsamlı bir şekilde ele alınmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2008).

Akademik yazında değer ile ilgili kavramlar incelendiğinde değerın varlıklar ile ilişkilendirildiği görülmektedir. Değer kavramının tam manası ile anlaşılması için çeşitli değer tanımlarının daha ayrıntılı bir şekilde incelenmesinde fayda vardır.

2.1.1. Nominal Değer

Hisse senedi, tahvil ve bono gibi menkul kıymet evraklarının üzerinde yazılı olan kayıtlı değere itibari değer veya nominal değer denilmektedir (Kara, 2019: 8). Pay başına düşen kâr payı hesaplanırken sermaye miktarları belirlenirken ve muhasebe kayıtları yapılırken kullanılmaktadır (Şahin, 2017: 6). Özellikle borsada işlem gören şirketlerin ve borsaya kote edilecek firmaların hisse senetleri açısından nominal

değerinin olması yasal bir zorunluluktur (Salla, 2019: 6). Borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin nominal değeri 1 TL olarak kabul görmektedir. Böylelikle hisse senetlerinin takibi kolaylaşmaktadır. Nominal değer sabittir, değişkenlik göstermemektedir (Yaslıdağ, 2021: 33).

2.1.2. Net Aktif Değer

Aktif değer şirketin tüm varlıklarının değerini ifade etmektedir. Net aktif değer ise şirketin aktif değeri ile tüm borçlarının çıkarılması sonucunda bulunan değerdir (Öztürk H, 2008: 10). Bilançoda yer alan varlık ve borçların piyasadaki değerleri üzerinden hesaplanan özkaynakların toplamına da net aktif değer denilmektedir (Çırak, 2018: 29). Bilançoda bulunan toplam aktiflerden birikmiş amortismanlar ve şüpheli ticari alacaklar karşılığı düşülerek hesaplanan değer, hisse senedi sayısına bölünerek bir hissenin net aktif değerine ulaşılmaktadır (Yaslıdağ, 2021: 34). Net aktif değeri, hisse başına düşen kâr ile birlikte değerlendirilmelidir. Böylelikle aktiflerin bir hisse başına ne kadar gelir sağladığı ortaya çıkacaktır. Şirketlerde sağlıklı sonuçlar elde edilmek isteniyorsa net aktif değerlerin olabilecek en yüksek düzeyde olması gerekmektedir (Öztürk H, 2008).

2.1.3. Defter Değeri

Defter değeri, amortisman değerleri indirgenerek belirlenen varlık hesaplarından borçların düşürülmesi ile bulunmaktadır (Ertuğrul, 2008). Genellikle öz kaynakların verimliliği, şirketin likidite ölçüsü belirlenirken defter değerlerine bakılmaktadır. Bir şirketin defter değeri, öz sermayesi toplamının geçerliliğini koruduğu süre içindeki hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır (Yaslıdağ, 2021: 33). Gürbüz ve Ergincan (2008)'e göre ise defter değeri, şirketin varlıklarının toplamından bütün borçların çıkarılması ile bulunan öz sermayedir ve bu öz sermayenin ise ödenmiş hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse başına düşen defter değeri hesaplanmış olunur (Gürbüz & Ergincan, 2008: 13). Günümüzde defter değeri Türk Ticaret Kanunu (TTK), Vergi Usul Kanunu (VUK) ve Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS)'na göre temel analizlerin yapılmasında, temel mali tabloların hazırlanmasında kullanımına göre değişiklik göstermektedir (Çırak, 2018: 29).

2.1.4. Gerçek Değer

Gerçek değer; şirketin fon yaratma gücü, kapasitesi, öz sermayesi, kârlılığı, likiditesi, gelecekte beklenen nakit akışları ve kazanç oranını dikkate alarak detaylı bir

şekilde analiz edilmesiyle bulunan değerdir (Yaslıdağ, 2021: 34). Gerçek değer, şirketin hisse senetlerinin finansal analizinde önemli bir rol oynar ve yatırımcıların doğru yatırımı yapmasına fayda sağlar (Subramanyam and Venkatachalam, 2001: 1). Hisse senedinin mevcut piyasa değeri ile karşılaştırıldığında içsel değer, hisse senedinin iyi bir alım mı yoksa iyi bir satış mı olduğuna karar vermeye yardımcı olur. Hisse senedinin mevcut piyasa fiyatı, gerçek değerinin altındaysa hisse senedi iyi bir satın alma olarak kabul edilir. Mevcut piyasa fiyatı, söz konusu hisse senedinin gerçek değerinden yüksekse hisse senedi iyi bir satış olarak kabul edilir (Asni and Sawarjuwono, 2020: 126).

2.1.5. Piyasa Değeri

Piyasa değeri en bilindik tanımıyla rekabetçi piyasa şartlarında arz-talep dengesine göre belirlenen değerdir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 15). Başka bir tanımda piyasa değeri, yatırımcıların piyasada yer alan bir varlık için ödemeye istekli oldukları değerdir (Aladwan, 2018: 280). Halka açık şirketlerin piyasa değeri borsada oluştuğu için bu değere borsa değeri veya pazar değeri de denilmektedir (Kara, 2019: 9). Borsa İstanbul tarafından günlük olarak belirlenen döviz kurları, alış-satış birimleri borsa değeri niteliğindedir (Yaslıdağ, 2021: 35).

2.1.6. İşleyen Teşebbüs Değeri

Yatırım değeri olarak da ifade edebileceğimiz işleyen teşebbüs değeri, herhangi bir varlığın çalışır vaziyetteki ederini belirtmektedir (Şahin, 2017: 10). İşleyen teşebbüs değeri, şirketin tamamının bir bütün halinde hesaplandığı değerdir (Ünlü, 2008: 9). Şirketlerin işleyen teşebbüs değerini kâr maksimizasyonu, yatırımların gelecekteki değerleri ve maddi olmayan duran varlıklar önemli ölçüde etkilemektedir (Kara, 2019: 26). Uluslararası değerlendirme standartlarının tanımına göre, şirketi oluşturan tüm aktiflere ayrılan veya pay edilmiş olan değer, her birinin bir bütüne olan faydasını temel almaktadır ve bir şirketin, sahibinin ve tüm paydaşlarının kullanım değeri ile ifade edilmektedir (Akdağ, 2015: 8).

2.1.7. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, bir şirketin iflas etmesi durumunda fiziksel varlıklarının ve satılan varlıkların net değeridir (Liu, vd., 2019). Tasfiye değeri, şirket gayrimenkulünün, demirbaşlarının, ekipmanlarının ve envanterinin değeridir. Maddi olmayan duran varlıklar, bir şirketin tasfiye değerinden hariç tutulur. Hisse

senetlerinin borsa fiyatları bu değerin altında olmamalıdır. Bu nedenle tasfiye değeri borsa fiyatının alt limitini oluşturmaktadır (Yaslıdağ, 2021: 34). İşleyen teşebbüs değerinin farkı ise bu değer ile şirketin bütün varlıklarının her birinin cari piyasa değerlerini dikkate almasıdır. Ayrıca bu değere şirketin maddi olmayan duran varlıkları (itibarı, pazar payı, şerefiye değeri vs.) da eklenmektedir (Ünlü, 2008: 9).

Şirketlerin değerlerinin farklı bakış açılarıyla değerlendirildiği görülmektedir. Dördüncü sanayi devrimi (Sanayi 4.0) ile birlikte maddi varlıkların önemli olduğu geleneksel şirketler yerine maddi olmayan varlıkların daha fazla önem kazandığı şirketler ön plana çıkmaktadır. Artan rekabet koşulları ve ikame edilebilirlik, şirketlerin birleşmeleri ve şirket satın almaları, halka açılmalar ve özelleşmeler başta olmak kaydıyla borsada işlem gören hisse senetlerine olan arz ve talebin artması nedeniyle değer kavramına verilen önem de artmıştır (Elmas, vd., 2017: 1221).

2.2. Değerleme Kavramı

Değerleme, en basit tanımıyla firma varlıklarına ait parasal değer olarak ifade edilmektedir (Dönbak and Ukav, 2016: 139). Şirketin varlık ve yükümlülüklerinin değerini belirleme işlemlerinin tamamı değerlendirme olarak tanımlanmaktadır. Değerleme kavramı literatürde, şirket ya da firma değerlendirme başlıkları altında incelenmektedir.

Değerleme, şirket değerini belirlemek amacıyla kullanılabilecek değer ve değerlendirme ölçütlerinden uygun olanın seçilmesi, uygulanması ve belirlenen finansal tablolara taşınması işlemlerini içermektedir (Tokay and Deran, 2008: 20).

Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nda değerlendirme, "Finansal tablolarda yer alan unsurların bilançoda ve gelir tablosunda tahakkuk ettirilecekleri ve gösterilecekleri parasal tutarların belirlenmesi işlemini ifade eder" şeklinde tanımlanmaktadır (Uluslan, 2008: 130). Değerleme şirketlere göre farklılık gösteren yöntem, teknik ve analizlere dayanarak ölçülür, tahminleri yapılır ve genel bir projeksiyon ortaya koyar (Alkan ve Demireli, 2007: 28).

Değerleme, belirlenen şirketin geçmişteki, bugünkü ve gelecekteki değerlerinden yola çıkarak uygun piyasa değerinin tespit edilmesi amacıyla hesaplanmaktadır (Konuk, 2006: 4). Uygun piyasa değeri, piyasadaki alım/satım değerini belirten, piyasa da yer alan tüm varlık ve kaynaklardan haberdar olan bilinçli alıcı ve satıcıların belirlediği değerdir (Yaslıdağ, 2021: 44). Dolayısıyla piyasaya hâkim olan alıcı ve satıcıların dikkat ettiği önemli faktörler bulunmaktadır. Şirketlerin

değerlerine önemli ölçüde etkileyen bu faktörlerden bazıları şunlardır (Bağlama, 2017: 4), (Yaslıdağ, 2021: 44):

- Maliyetler
- Şirketin varlıkları, likiditesi ve kâr marjları
- Yatırım projeleri, yatırımların ekonomik ömürleri
- Sektör
- Sektör şartları
- Piyasa koşulları
- Makro ve mikro ekonomik faktörler
- Sektörün büyüme hızı ve hacmi
- Arz-talep dengeleri ve fiyatlar
- Kullanılan teknoloji ve bu teknolojinin boyutu
- Sermaye yer almaktadır.

Şirket değerlemeleri kesin ve net sonuçlar vermemekle birlikte tahmini sonuçlardan oluşmaktadır. Bu nedenle değerlendirme yapacak olanların bilinçli, alana ve sektörlere hâkim, borsayı ve piyasayı takip ve analiz edebilen tecrübeli kişi ve kurumlar olması beklenmektedir.

19. yüzyılın sonları ve 20. yüzyılın başlarında tüm şirketlerde üretim anlayışı ortaktı. 20. yüzyılın ortalarına doğru gelindikçe ürün mükemmelliği, satış dağıtım hacminin büyüklüğü, iş süreçlerinin iyileştirilmesi, en yüksek düzeyde kârlılık, tüketici tatmini üzerinde durulan en önemli konular olmuştur (Mucuk, 2014: 8). 20. yüzyılın sonlarına doğru modern muhasebe ve finansın ilgilendiği en önemli konu şirket değerlemesi olmaktadır (Yelgen, 2016: 40). Şirket değerinin parasal olarak karşılığını belirlemek hem şirketler açısından hem de yatırımcılar açısından farklı faydalar sağlamaktadır (Kara, 2019: 7).

Şirket değerlendirme süreci ise beş aşamadan oluşmaktadır (Konuk, 2006: 11):

İlk aşamada şirketin faaliyet alanı tanımlanmaktadır. Bulundukları sektör, sektörün geçmişi, bugünü ve geleceği, kurumsal stratejileri, rekabet durumu, ikame edilebilirliği hakkında bilgiler toplanır.

İkinci aşamada analistler tarafından şirketlerin mali tabloları analiz edilerek elde edilen bulgulara göre şirketin geleceğine dair öngörülerde bulunulur.

Üçüncü aşamada şirketin fiyat performansı, kârlılığı, satışları, yükümlülükleri

ve finansal pozisyonlarının tahmini değerleri yapılmaktadır. Bu tahmini değerler, şirket değerlemenin temel girdilerini oluşturmaktadır.

Dördüncü aşamada uygun bir şirket değerleme modeli belirlenmektedir. Faaliyet alanları ve sektörel olarak farklılık göstermesinden dolayı şirketlerin değerleme yöntemleri de birbirinden farklı olmak zorundadır. Güvenilir sonuçlar elde etmek için en uygun modelin belirlenmesi önemli bir aşamadır.

Beşinci aşamada uygun yöntemler ile hesaplanan şirket değerleri ve tahminleri ile şirketin değerinin fiyat olarak karşılığına nihai bir karar verilmektedir.

Günümüzde şirket değerlemesi, özellikle hizmet sektörlerinde ikame edilebilirliğin artması, teknolojiyle beraber algılarımıza yenilerinin yerleştiği modern görüşler, hızla farklılaşan talepler, değişen müşteri profilleri gibi birçok sebepten dolayı giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Dolayısıyla hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların, ilgili finansal varlıkların değerleri ile ilgili öngörüde bulunabilmeleri için şirket değerleme çalışmalarının güvenilir bir şekilde gerçekleştirilmesi gerekmektedir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 8).

2.3. Değerlemeyi Gerektiren Nedenler

şirket değerlemesi farklı nedenlerle yapılabilmektedir. şirket sahipleri, paydaşlar ve ortaklar için şirketin mali yapısının kontrol, denetim ve düzenlenmesi amacı çok önemlidir. şirketin kredi alabilecek durumda olup olmadığı ve gerekli teminatlarının sağlanması, şirketin büyütülmesi çabaları veya satılması, halka arz edilmesi gibi değerleme için birçok neden sayılmaktadır (Yaslıdağ, 2021: 45). Literatürde bu nedenler çeşitli başlıklar altında sıralanmaktadır.

2.3.1. Birleşme ve Satın Alma

şirket değerlemesi, birleşmek veya bir şirketin diğerini satın alması durumlarında yapılabilir. Küreselleşme ile birlikte şirketlerin rekabet gücünü artırabilmeleri için birleşme ve satın alma yoluna gidebildikleri görölmektedir. şirketlerin ekonomik olarak güçlenmesi, üretim alanlarının artması, sektörel olarak pazar payını ve hedef kitlesini artırmak için büyüme gereksinimi duymaktadırlar (Türker, 2018: 85). Büyüme stratejileri de kendi arasında organik ve inorganik olarak ikiye ayrılmaktadır (Çırak, 2018: 17).

Organik büyüme, şirketlerin piyasada daha fazla değer arz etmek, hedef kitleyi artırmak, müşteri sayısını artırmaya yönelik satış faaliyetlerine ağırlık vermek ve

önemli ölçüde şirketin oto finansman ile büyümeyi tercih ettiği geleneksel bir stratejidir (Kılıç, 2022: 25). İnorganik büyüme; stratejik ittifak, birleşme ve satın almalar, ortak girişimler ile şirketin kendi faaliyetleri dışındaki bir kaynağa yönelerek tercih ettiği bir stratejidir (Çırak, 2018: 17). Birleşmeler dikey, yatay ve karma birleşmeler olarak üçe ayrılmaktadır. Birleşme şekilleri ise biçimsel ve biçimsel olmayan birleşmeler olarak iki grupta incelenmektedir. Biçimsel birleşme şekilleri kendi içerisinde tröst, holding, konsorsiyum (şirketler birliği) ve ortak girişim olarak; biçimsel olmayan birleşme şekilleri ise kartel, konsern ve antlaşmalar olarak ayrılmıştır (Paker, 2014: 49).

Satın almalar ise pay senedi alımı ve varlık alımı olarak ikiye ayrılmaktadır (Çırak, 2018: 19). Şirketin aktifleri içerisinde yer alan varlıklardan tamamının veya bir kısmının edinilmesi ile varlık üzerinde bir satın alma gerçekleştirilmektedir (Akdağ, 2015: 10). Pay senedi alımı ise başka bir şirketten hisse senedi satın alınması ve hissenin çokluk/azlığına göre şirket hissedarı konumuna geçilmesi ile gerçekleşir.

2.3.2. Portföy Yönetimi ve Değerleme

Yatırımcıların mevcut fonlarının, mevcut menkul kıymetler arasında en düşük risk ve en yüksek kârlılık sağlanacak biçimde dağıtılmasıdır (Davitadze, 2017: 3) Portföy yönetiminde şirketler, en fazla gelir ve kâr sağlayabilecekleri menkul kıymetlere yönelmek istemektedirler (Gökmen, 2017: 9).

Pasif düzeydeki yatırımcılar için değerlemenin önemi minimum düzeyde olup aktif yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırım planları olan yatırımcılar için değerlendirme büyük önem arz etmektedir (Genç, 2020: 11). Portföy değerlemenin amacı şirketlerin risklerini ve oluşabilecek tehlikeli durumları en aza indirmek, kârlılıklarını korumak ve işletmelerin amaçları arasındaki sürdürülebilirliklerinin sağlanmasıdır. 1952 yılında yayımladığı makalesinde ilk kez portföy kuramından bahseden Markowitz, geleneksel portföy yaklaşımında bahsedilen basit çeşitlendirmenin hisse senedi getirilerinin korelasyonuna bağlı olduğu ve portföye dahil edilen hisse senetlerinin riskin düşürülmesinde yarar sağlamayacağını savunmaktadır (Ünlü, 2008: 12).

2.3.3. Firma Hisselerinin Halka Arzı ve Özelleştirme

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka arz, sermaye piyasası araçlarının (menkul kıymetler, yatırım sözleşmeleri ve türev araçlar vb.) birden fazla yatırımcıya

satın alınması veya ortak olunması için yapılan genel çağrı olarak tanımlanmaktadır (Sinan ve Tok, 2021: 304). Halka arz edilecek şirketin yatırımcı ve ortaklarına ne kadar kazanç sağlayacağı hususunda güvenilir bir değerlendirme yapılması oldukça önemlidir. Şirket değerlemesi ile şirketin fiyatının belirlenmesi aşamasında taraflar bir araya gelmektedir. Şirketini satan taraf, hisse senetlerinin ihraç değerini oldukça yüksek tutarken yatırımcılar ise ederinden fazla tutar ödememek hatta minimum düzeyde bir fiyat belirlenmesini istemektedir (Ede, 2016: 8). Bu nedenle şirket değerlemesinin doğru ve güvenilir bir şekilde analiz edilmesi hayati önem arz etmektedir. Halka arz sayesinde şirketler ek finansman kaynağı, kurumsallaşma olanağı, likidite ve kredibilite (güvenilirlik), olumlu bir itibar ve prestij kazanmış olacaktırlar (Akdağ, 2015: 12).

Özelleştirme, en dar anlamıyla bir kamu kurumunun tüm üretim faaliyetlerinin özel sektör kontrolüne veya himayesine geçmesidir (Yelgen, 2016: 46). Devletin özel sektörün faaliyetlerini genişletmesi ve kendi rolünü kısıtlama süreci olan özelleştirme çalışmalarında değerlendirme yapılmaktadır. Devlet, özelleştirme ile ticaret aktivitelerini en aza indirilmesi, rekabet ortamının ve piyasa ekonomisinin oluşturulması, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin finans yükümlülüğünün hafifletilmesi, atıl tasarruf sağlanması ve ekonomiye kazandırılmasını hedeflemektedir (Akdağ, 2015: 13). Doğru bir analiz ile yapılan değerlendirme, özelleştirme sürecinde başarılı ve spekülasyonlardan uzak bir sonuç elde edilmesi açısından önemi oldukça büyüktür (Yelgen, 2016: 47).

2.3.4. Finansal Yönetim ve Değerleme

Finansal yönetim, şirketlerin ihtiyacı olan fonu sağlama, mali kaynaklarını düzenleme ve kontrol altına alarak uygun varlıklara yatırılması sürecidir (Canbaş ve Vural, 2016: 2). Finansal yönetimde temel amaç, paydaşlar ve ortaklar açısından şirket değerini maksimize etmektir (Yelgen, 2016: 45). Finansal yönetim ile şirketler gereksinim duyulan fonları sağlamakta ve bu fonların uygun biçimde yönetmektedir. Şirketlerin kabul edilen önemli amaçları arasında *mal ve hizmet üreterek toplum refahını artırmak, istihdam sağlamak, sürekliliği uzun vadede korumak, üretimi, pazar payını ve satışları artırmak, maliyetleri azaltmak, kârı maksimize etmek ve şirket değerini maksimize etmek* yer almaktadır (Revalua Consulting, 2017). Finansal yönetimde amaçlanan değer maksimizasyonu ile ortakların ve/veya paydaşların servetlerini artırmak hedeflenmektedir. Modern finansal yönetim anlayışında şirketin piyasa değerinin maksimize edilmesi, kâr maksimizasyonundan daha fazla önem arz

etmektedir. Şirket değerlemesi sonucu elde edilen raporlardan hissedarlara, ortaklara ve diğer tüm yatırımcılara daha net ve somut bir durum ortaya koyulmaktadır. Daha gerçekçi ve risk oranı düşük stratejik hareketler belirlenmesi yatırımcılara ve hissedarlara güven ortamı oluşturmaktadır.

Finansal yöneticiler temel mali tabloları değerlendirirken şirketin pasif kısmında bulunan kaynaklarında maliyetlerini göz önünde bulundurması gerekmektedir. Bu maliyetlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri (AOSM) finansal varlıkların fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan genel bir modeldir (Sönmez, 1984: 125). Şirketlerin nakit akışlarına ve AOSM'ne etki edebilecek her unsur ve faktörün şirket değerlemesi üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır. Şirketlerin kurumsal ve stratejik planlamaları, yatırım ve finansman kararları, şirket politikaları ve şirket değerleri arasındaki ilişkiler doğru bir şekilde belirlenerek analiz edilmelidir.

2.3.5. Stratejik Kararların Alınması ve Stratejik Planlama

Şirketlerin değerlendirme yapmasının bir diğer nedeni ise doğru ve güvenilir bir biçimde stratejik planlama yapmak ve stratejik kararlar alabilmektir. Şirket yönetiminde belirlenen zayıf veya güçlü sinyallerin sistematik bir şekilde analiz edilmesi için muhasebe verilerinin etkin bir biçimde takibi, temel ve teknik analizlerin yapılması ve şirket değerlemesinin hesaplanması gerekmektedir (İzci, 2014: 195). Stratejik planlama yönetsel bir araç olarak dinamik iş yapısında ve süreçlerinde yol haritası özelliğine sahiptir (Kevser, 2019: 32). Stratejik planlama ile şirketler uzun vadeli bakış açısı edinirler, hedeflerin gerçekleştirilmesinde anlık gelişen ve esnek durumlara uyum gösteren bir yapıya dönüşürler. Stratejik planlama sürecinde şirket değerlemesine katkı sağlayan belirli işletme içi ve işletme dışı bazı analizler yapılmaktadır (Kevser, 2019: 33):

Tablo 2.1 Stratejik Planlama Sürecinde Değerlemeye Katkı Sağlayan Analizler

İşletme İçi Analizler	İşletme Dışı Analizler
İşletme vizyonu ve misyonu	Müşteri analizi
Amaç ve hedefler	Pazar analizi
Finansal analizler	Rekabet analizi
Örgüt kültürü analizi	Endüstri analizi
Rekabet stratejisi analizi	Finansman kuruluşlarının analizi

Tablo 2.1. Stratejik Planlama Sürecinde Değerlemeye Katkı Sağlayan Analizler (devamı)

Pazarlama ve üretim faktörlerinin analizi	Mikro ve makro çevre analizi
Ar-Ge analizi	
İnsan kaynakları analizi	
Portföy analizi	

İşletme içi ve işletme dışı analizler yapıldıktan sonra sonuçların değerlendirilmesi SWOT analizi ile gerçekleştirilmesi oldukça faydalıdır. Çünkü tüm yönleriyle bütün bir şekilde ele alınması sayesinde alternatif stratejilerin gözden geçirilebilmesi, uygun stratejinin belirlenip seçilmesi ve uygulanması sağlanmaktadır.

Stratejik planlama ile şirketlerin rekabet etme gücü, çalışma performansı artmakta ve değerlendirme sürecine katkı sağlamaktadır (Ece, 2018: 301). Yapılan detaylı analizler sonucunda şirket değerlemesi daha güvenilir sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Böylelikle değerlemede oluşabilecek riskler ve belirsizlikler ortadan kaldırılmaktadır.

2.4. Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliği (MSGUT) ve Muhasebe Politikaları

TMS 8'e göre mali tabloların hazırlanmasında, düzenlenmesinde ve şirket sahiplerine veya denetim yapacak kişilere sunulmasında şirketlerin kullandığı ulusal düzeyde kabul görmüş özel ilke ve esaslar, uygulama ve kurallar bütünü muhasebe politikalarıdır (Görgülüoğlu ve Aslanlı, 2018: 494).

Maliye bakanlığı tarafından Vergi Usul Kanunu (VUK) kapsamında yayınlanan Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliği (MSGUT) ile muhasebe politikalarının açıklanması, mali tablo ilkelerinin ve tek düzen hesap planı kalemlerinin düzenlenmesi, hesap planlarının işleyişi konularının toparlanması esas alınmıştır (Karataş Aracı ve Bekçi, 2019: 862). MSGUT uygulamaya konulana dek ülkemizde geçerli olan ve uygulanmış bazı kanun, usul ve esaslar aşağıdaki tabloda verilmektedir (Karataş Aracı ve Bekçi, 2019: 863); (Özbek ve Badem, 2020: 273); (Gürdal, 2006: 3):

Tablo 2.2 Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliği ve Yıllar İçindeki Muhasebe Usul ve Kanunlarının Gelişimi

1923	Mali egemenliğin geri alınması ile Batı Avrupa’da kullanılan vergi sistemlerine benzer vergi sistemleri düzenlenmeye başlanmıştır.
1949-1950	Almanya vergi yasaları esas alınarak Gelir Vergisi Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu ve Vergi Usul Kanunu (VUK) çıkarılarak vergi reformu yapılmıştır.
1953	Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun
1957	Gider Vergisi Kanunu
1960	Vergi reformu komisyonu toplanmış, ABD muhasebe sisteminin temelini oluşturan ilke ve esaslar kullanılarak standardizasyon çalışmaları başlatılmıştır.
1964	440 sayılı kanun ile (İktisadi Devlet Teşekkülleri ve İştirakleri Kanunu) yürürlüğe girmiştir ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) kapsamında muhasebe usul ve esaslarını sadeleştirme yasal zorunluluk haline getirilmiştir.
1971	Tekdüzen Muhasebe Sistemi uygulama komisyonu kurulmuştur.
1972	07.07.1971 tarihinde 7/7267 sayılı kararname ile KİT’inde Tekdüzen Hesap Planı uygulanmaya başlanmıştır.
1992	MSUGT yayımlanmış ve “ <i>Muhasebe temel kavramları, muhasebe politikalarının açıklanması, finansal tablo ilkeleri, finansal tabloların düzenlenmesi ve sunulması ile tekdüzen hesap çerçevesi, hesap planı ve işleyişi</i> ” konusunda düzenlemeler yapılmıştır. (26.12.1992)
1999	Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) kurulmuştur.
2005	Borsada işlem gören Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) mevzuatı uygulayan şirketlere muhasebe standartları uygulama zorunluluğu gelmiştir.
2006	Bankaların ve sigorta şirketlerinin muhasebe standartlarını uygulaması zorunlu hale getirilmiştir.
2008	15 tebliğ ile ekleme ve değişiklikler yapılarak günümüzde kullanılan muhasebe standartları yayımlanmıştır.

Tablo 2.2. Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliği ve Yıllar İçindeki Muhasebe Usul ve Kanunlarının Gelişimi (devamı)

2018	Kamu Gözetim Kurumu (KGK) tarafından web sayfalarında yer alan TMS/TFRS 'na ilişkin esaslar görüş ve önerilere açılmıştır.
-------------	--

Muhasebe Standartları Uygulama Genel Tebliğince belirlenen 7 temel ilke aşağıda verilmektedir (Ürkmez, 2017: 18):

- Mali tablolar, işletmenin sürekliliği, tutarlılık ve dönemsellik kavramlarına dayanılarak hazırlanmış ise bunların açıklanması istenmez. Ancak bu kavramlardan ayrılmanın mevcut olması hallerinde, mali tabloların dipnotlarında nedenleri ile birlikte açıklanmalıdır.

- İhtiyatlılık, özün önceliği ve önemlilik kavramları, muhasebe politikalarının seçimini ve uygulanmasını yönlendirmelidir. Bu ilke, muhasebe politikalarının ve yöntemlerinin açıklanması değil işletme yönetimi tarafından bunların tespit edilmesi ile ilgilidir. Buna göre işletme, muhasebe politikası ve yöntemlerini benimserken muhasebenin temel kavramlarından ihtiyatlılık, özün önceliği ve önemlilik kavramını göz ardı edemeyecektir.

- Mali tabloların içerdiği bütün önemli muhasebe politikaları, anlaşılır ve kısa olarak açıklanmalıdır. Bu ilke, muhasebe bilgilerinin toplanması, doğruluklarının saptanması, kaydedilmesi, sınıflandırılması ve mali tablolar halinde sunulmasında uygulanan tüm muhasebe politika ve yöntemlerinin mali tabloların dipnotlarında açıklanmasına ilişkindir.

- Kullanılan muhasebe politikalarıyla ilgili açıklamalar mali tablolarla bütünlük oluşturur. Politikalara ilişkin açıklamalar işletme yönetimi tarafından muhasebe departmanına toplu olarak verilmelidir.

- Bilanço ve gelir tablosundaki ve diğer tablolardaki yanlış veya gerçeğe uygun olmayan işlemler, muhasebe politikalarının açıklanması veya dipnotlarda belirtilmesi suretiyle düzeltilmiş olmaz. Düzeltme, ancak muhasebe kayıt ve tekniğine uygun olarak yapılır ve mali tablolara yansıtılır.

- Mali tablolar, dönemler itibariyle karşılaştırılabilir nitelikte olmalıdır. Bu amaca ulaşabilmek için muhasebe politika ve yöntemlerinin dönemler itibariyle uygulanmasında birlik sağlanmalı, farklılığın bulunması halinde de bunun mali tablolara olan etkisi belirlenmelidir.

- Mali politikalarda, cari dönem veya gelecek dönemlerde önemli etki yaratan veya yaratabilecek bir değişiklik yapılmış ise durum nedenleri ile birlikte açıklanmalı ve bunun mali tablolara olan etkileri gösterilmelidir.

Şirketler adına sağlıklı ve güvenilir değerlemeler yapmak için muhasebe politikalarının ve yöntemlerinin açıklanması gerekmektedir. Çünkü muhasebe politikaları doğrudan değerlendirme yaparken kullanılacak olan mali tabloları etkilemektedir.

2.5. Değerlemede Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar

Değerleme yapılırken önemle üzerinde durulması gereken hususlar üç ana grupta incelenmektedir. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum, sektörel durum ve işletme ile ilgili durumlar olmak üzere üç başlık altında konu incelenebilir. Her bir unsur, mali tablo temel ve teknik analizlerinde ve bu tabloların yorumlamalarında önemli rol oynadığı için değerlemeyi de doğrudan etkileyecektir.

2.5.1. Ekonomi ile İlgili Unsurlar

Gayri safi milli hâsıla (GSMH), istihdam, para arzı, enflasyon ve faiz oranları ekonomik unsurlardır. Değişik faaliyet alanlarında işlem gören şirketler makro ve mikro çevresindeki gidişattan farklı derecelerde etkilenmektedir. Gelirlerini ve kârlılıklarını yüksek düzeylere çıkarmak isteyen şirketlerin rekabet ortamında fark yaratabilmeleri için ekonomiyi göz ardı etmeden değerlendirme yapmaları gerekmektedir. Ülkelerin ekonomik düzeyini belirten en önemli faktörlerden ilki Gayri Safi Milli Hasıla'dır. Bir ülkenin bir yıl içerisinde farklı sektörlerde üretilen tüm mamûllerin pazar fiyatlarının ya da yeniden yarattığı değerlerinin toplamıdır (Çil Yavuz, 2006: 162). Ülke içerisinde üretilen mal ve hizmet üretiminin ölçüsünü gösteren GSMH ekonomik faaliyetlerin matematiksel ifadeleridir ve şirket değerlemesinin bel kemiğini oluşturan önemli bir unsurdur (Yelgen, 2016: 50). GSMH, enflasyon değerleriyle doğru orantılı olduğu için enflasyonun çok yüksek seviyelerde seyrettiği ülkelerde refah ölçütü sayılan GSMH'nin enflasyondan arındırılması gerekmektedir.

Enflasyon oranı, ulusal ekonomi içerisinde para hacminin, mamûllerin üretim ve arzına oranla şişkin olması durumuna bağlıdır (Akkoç, 1997: 3). Fiyatların genel seviyesinde sürekli artış olarak tanımlanan enflasyon, eğer yüksek ise şirketlerin kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemektedir (Köroğlu ve Uçma, 2005: 2). Talebi karşılayamayan üretim kapasiteleri, satın alma gücünü düşürecektir. Fiyat artışına

sebepler olan enflasyon oranlarının şirketlerin vergi yükünü ve temettü kararlarını etkileyerek rasyonel olmayan olumsuz kararların alınmasına neden olmaktadır (Yelgen, 2016: 51).

Faiz oranı, enflasyonun veya banka ve türevleri kurumların belirlediği oranlar olmakla birlikte ülkemizdeki borçlanmaların çoğunluğunu krediler oluşturmaktadır (Korkmaz, 2019: 99). Çünkü işletmeler varlıklarını finanse ederken yabancı kaynaklardan yararlanmaktadır. Faiz ise paranın kirası olarak bilinmektedir (Evren ve Mucuk, 2019: 180). Faiz oranları yatırım harcamalarındaki anahtar belirleyicidir (Yelgen, 2016: 52). Çünkü faiz oranları yükseldikçe gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini azaltmaktadır. Yatırım fırsatlarını bu şekilde kaybetmektedirler. Faiz oranlarının yükselmesi ile kaynak maliyetleri artmakta ve şirket değerlerini olumsuz olarak etkilemektedir.

İstihdam düzeyi, emek faktörünün üretim sürecine katılma düzeyidir (Uçaktürk, vd., 2019: 12). Ekonomik refahın yüksek düzeylerde olduğu ülkelerde işsizlik yok denecek kadar azdır. İstihdam düzeyinin artması demek milli refahın ve gelirin artması anlamına gelmektedir. Şirketlerin bulundukları ülkede makro ve mikro çevre unsuru göz önüne alındığında ekonomik refah düzeyinin yüksek olması da şirket değerlemesini olumlu anlamda etkilemektedir (Yelgen, 2016: 53).

2.5.2. Endüstri ile İlgili Unsurlar

Ülkelerin ticari faaliyetlerinin üretim kısmını oluşturan farklı sektörlerin tamamına endüstri adı verilmektedir (Üner, 2015: 13). Üretim faktörlerinin (emek, hammadde, sermaye, müteşebbis) bir araya gelerek oluşturduğu endüstriyel işlemler teknoloji sayesinde gelişim göstermeye devam etmektedir. Endüstriyel faaliyetler içerisinde birbirinden farklı birçok sektör bulunmaktadır. Şirketlerin faaliyet gösterdiği endüstri dalının teknolojiden etkilenme hızı, ithalat ve ihracat imkânları, arz-talep dengesi, rant ve sermaye yapısı, ürün yaşam döngüsü ve hammadde sağlanabilirliği, değerlendirme sonuçlarını önemli ölçüde etkilemektedir (Yelgen, 2016: 53).

Teknolojik gelişmeler, araştırma geliştirme faaliyetleri, şirketlerin bilgi ve donanımları, malzeme değişkenliği, bilgilendirme gibi yapılardan meydana gelen gelişmelerdir. Her sektörün kendi içerisinde farklı donanımları ve işleyişleri olduğu için teknolojik gelişmelerden etkilenme düzeyleri de değişkenlik göstermektedir. Günümüzde her şirket teknolojik gelişmelerden faydalanmaktadır ve faydalanması

gerekmektedir. Çünkü şirketlerin gelecekteki kârlılıklarını ve nakit akışlarını etkileyecek olan teknoloji, rekabet ortamında kıyaslama yapıldığı zaman rakiplerinden geride kalan şirketlerin değerlendirme sonuçları olumsuz yönde etkilemektedir. Teknolojiye adapte olamayan şirketler, yatırımcılar açısından riskli olarak değerlendirilmektedir (Yelgen, 2016: 53).

Hammaddeye ulaşılabilirlik, her endüstride değişkenlik göstermektedir. Her sektör farklı hammaddeye gereksinim duymaktadır. Turizm sektörü ile ilgili yapılan araştırmalarda 54 sektörü doğrudan veya dolaylı olarak etkilediği saptanmıştır (Akdeniz Turistik Otelciler Birliği, 2014: 16). Ödemeler dengesi, döviz girdileri, iş olanakları açısından geniş yelpazede ekonomiye katkıda bulunan turizm sektörünün etkilediği bu sektörlerde hammaddenin kolay bulunabilir olması gerekmektedir. Karşılıklı güven esası gerektiren sektörler arası hammadde temini dikkat edilmesi gereken temel ve önemli bir husustur. Kaliteli ve zamanında tedarik edilen hammaddeler, işletmelerin stok ve alacak devir hızlarını etkilemektedir. Şirket değerlemelerinde kullanılacak olan mali tabloların, temel analizlerde olumlu sonuçlar vermesi gerekmektedir.

Rekabet koşulları ve hükümet politikalarının etkisi, şirketlerin muhasebe ve finans bölümlerine müdahale eden ve yaptırımları olan önemli etkilere sahiptir. Aynı sektörde rekabet eden şirketlerin tabi tutulduğu mali politikalar, yasalar, muhasebe usul ve kanunları ortaktır. Mali politikalar, vergi usul ve esasları ile hükümet harcamalarını sembolize etmektedir (Yelgen, 2016: 54).

2.5.3. İşletme ile İlgili Unsurlar

Likidite, işletme sermayesi ve varlık kullanım etkinliği, kârlılık düzeyi, sermaye yapısı, temettü dağılımı, araştırma geliştirme giderleri gibi faktörler şirket değerlemesini işletme açısından etkileyen faktörlerdir (Yelgen, 2016: 55).

Likidite, şirketlerin kısa vadeli yabancı kaynaklar ile dönen varlıklar arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmakta; kısa vadeli borçların dönen varlıkları finanse edebilme gücünün olup olmadığını belirlemektedir (Savcı, 2017: 192). Şirketin varlıklarının değer kaybetmeden paraya çevrilme gücünü ifade eden likidite, en az kayıpla nakde çevrilip vadesi gelen yükümlülüklerinin ödenmesi yeteneğini ortaya koymaktadır (Yelgen, 2016: 55). Şirketlerin ekonomik faaliyetlerini sürdürülebilir kılması için borç ödemediği güçlükle çekilmemesi gerekmektedir. Değerleme analizi yapıldığında şirketlerin likiditesindeki değişiklikler kolaylıkla fark edilmektedir.

İşletme sermayesi ve varlıkların kullanım etkinliği, şirketlerin faaliyette bulundukları endüstrinin durumunu ve kendi şartlarını değerlendirmeye tabi tutarak en uygun olanını belirlemesi durumudur (Baykut, vd., 2019: 601). Doğru çalışma sermayesi modelinin belirlenmesi ile varlıkların etkin kullanımını ve dolayısıyla verimliliği yükseltmekte, şirket değerini olumlu anlamda etkilemektedir.

İşletmelerin kârlılık durumu, şirketlerin devamlılıklarını, üretim faaliyetlerindeki etkinliğini, rekabet ortamındaki konumlarını ve yapılacak olan tüm etkinliklerde yükseltmek istenilen durumudur. Şirketlerin kâr oluşturmada yetenekli olması yapısal ve gelişimsel olarak etkin bir role sahiptir (Yelgen, 2016: 56).

Sermaye yapısı, şirketlerin dönen ve duran varlıklarını, operasyonel süreçlerini, gelecekteki nakit akışlarını kontrol etmek ve büyümesini finanse eden kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerini ve öz kaynak yapısını ifade etmektedir (Altın ve Süslü, 2018: 2). Sermaye yapısında, net gelir yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımı gibi yaklaşımlar şirketlerin kaynaklarını optimal olarak bir araya getirerek değeri maksimum düzeye çıkarılmaktadır (Yelgen, 2016: 57).

Araştırma geliştirme giderleri, teknoloji ile yakından alakalı değerlendirme unsurudur. Günümüzdeki teknoloji göz önünde bulundurulduğu zaman şirketlerin Ar-Ge faaliyetlerine ne kadar değer verildiği araştırma ve geliştirme giderlerine bakılarak ölçülmektedir. Ar-Ge şirketlerin bilgi donanımlarını artırmak amacıyla düzenli olarak sürdürülen yaratıcı uygulama ve çalışmalardır (Yardımcıoğlu, vd., 2008: 45). Rakip şirketlere karşı avantaj sağlayan Ar-Ge giderleri olumlu geri dönüşler alındığında şirket değerini artırmaktadır.

Temettü, kâr payı dağıtımı olarak tanımlanmaktadır. Kâr dağıtım politikaları, her dönem sonunda elde edilen kârın ortaklara dağılımı ve yatırıma dönüştürülmesi kararlarını oluşturmaktadır (Pekkaya, 2006: 184). Kâr paylarının ortaklara dağıtılmayıp şirket sermayesi ve maliyetlerde kullanılması şirket değerini artırmaktadır. Şirketlerdeki kâr paylarının gereksiz ve kontrolsüz dağıtımı şirket değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Kârların ne kadarlık bir kısmının yatırıma dönüştürüleceği ve ne kadarının dağıtılacağı çok iyi bir şekilde analiz edilmelidir (Yelgen, 2016: 60).

2.6. Değerleme Konusunda Yapılan Hatalar

Son yıllarda yaşanan değişim ve gelişmelerden dolayı bilgisayar sistemlerinin

daha güçlü olması ile kolaylıkla ulaşılabilen bilgiler, şirket değerleme çalışmalarını daha karmaşık bir hale getirmektedir. Şirket değerleme sonuçlarının şirket hakkında detaylı bilgiler içermesi gerektiğinden hata payı da aynı oranda artmaktadır (Yelgen, 2016: 62). Şirket değerleme yapılırken göz ardı edilebilen durumlar olabilmektedir. Şirketlerin bulunduğu makro ve mikro çevre içindeki ekonomik, siyasal, toplumsal alanlardaki istatistiklerden ve nesnel olguların birbiriyle etkileşiminden meydana gelen öğelerin tamamından faydalanmak gerekmektedir. Şirket değerlemenin reel sonuçlar vermesinin konjonktür koşullarına da bağlı olduğu bilinmektedir. Şirket değerleme çalışmaları bu nedenle güncel olmalıdır.

Değerleme yapacak kişi ve kurumların tarafsız olması beklenmektedir. Bunlar önyargı ve hatalara sebep olmaktadır fakat şirket değerlemelerinin bunlardan arınmış olması gerekmektedir (Gülbüz ve Ergincan, 2008: 17). Değerleme yapacak kişi veya kurumların şirketten bir beklenti talebinin olmaması, şirkette hak sahibi olmaması ve değerlendirme sonuçlarından kendi lehine etkilenmeyecek durumda olmaları gerekmektedir (Kurtuldu, 2007: 46).

Şirket değerlemesi, kantitatif yöntemlerle analiz edilse de değerlemeyi yapacak olan uzmanın öngörülerine dayandırılmaktadır (Karakoca, 2011: 10).

Değerlemeyi uzun vadeli düşünmek ve uzun zaman aralığı içerisinde yaymak hatalara neden olmaktadır. Belirli bir zaman aralığında geçerli sonuçlar veren şirket değerlemesi, zaman içinde değişkenlik gösterebilecek faktörlerin etkisinin değişmesi ile değerlendirme sonucu da değişebilmektedir.

Değerleme sonuçlarını uzun zaman kullanmak yanlıştır. Gerekli güncellemelerin yapılması daha sağlıklı sonuçlar doğuracaktır. Çünkü finansal veri akışı periyodik olarak değişmekte ve güncelliğini yitirebilmektedir.

Şirket değerlendirme yapılırken inanılan diğer bir yanlış görüş ise değerlendirme sürecinden çok sonucunun önemli olmasıdır (Karakoca, 2011: 11). Şirket değerlemelerinde belirli çıktılara odaklanmak risk unsuru barındırmaktadır. Değerleme sürecinin önemsenmemesi ise değerlendirilen varlıkların önemli unsurlarının gözden kaçırılacağına bir göstergesidir.

Fernandez ve Bilan (2007), “110 Common Errors in Company Valuation” adlı çalışmalarında şirket değerlendirme yapılırken karşılaşılan hatalar altı maddede sınıflandırılmaktadır.

- Geçerliliğini yitirmiş risksiz oran olarak kullanmak, kısa vadeli devlet tahvilleri kullanmak, risksiz oranın yanlış hesaplanması, yanlış beta kullanılması değerlemede anlamsız sonuçlara neden olmaktadır. Değerlemesi yapılacak şirketin, teklif veren yatırımcı şirketlerden çok daha küçük olmasından dolayı hedef şirketin ortaya çıkan sermaye yapısı ve ortaya çıkan şirketin riskliliği üzerinde neredeyse hiçbir etkisi olmayacaktır. Ayrıca AOSM'nin yanlış hesaplanması ve likiditenin en alt sınırdaki olması,

- Nakit akışlarının yanlış tanımı, nakit akımları hesaplanırken işletme sermayesi ihtiyacındaki artışın unutulması, şirketin nakit pozisyonundaki veya finansal yatırımlarındaki bir artışın öz sermaye nakit akışı olarak değerlendirilmesi, sezonluk şirketlerin değerlemesinde yanlış hesaplanan stok ve borç hesapları,

- Büyümeyi değerlendirmek için geometrik ortalamalar yerine aritmetik ortalamaları kullanmak ve artık değerin yanlış formüller ile hesaplanması,

- Serbest nakit akışı ve öz sermayedeki nakit akışının tanımlanmasında yapılan kavramsal hatalar, yanlış arbitraj argümanları, şirket kârının dağıtılacağı kısımların stratejisiz belirlenmesi ve zamansal tutarsızlıklar, hisse senetlerinin defter değerleri ve piyasa değerlerini hesaplarken yanlış formüllerin kullanılması, belirlenen iskonto oranları ve beklenen enflasyon oranlarındaki tutarsızlıklar,

- Değer ile fiyat kavramlarını karıştırmak, değerlemede yaratılacak nakit akışları ve bunların riskliliği hakkında bir dizi beklentiye bağlı olduğunu unutmak, şirketin tüm alıcılar için aynı değere sahip olduğu düşüncesi, marka değeri ve entelektüel sermayeyi içeren sermayenin göz ardı edilmesi,

- Örgütsel hatalar, şirket değerlemesinin yalnızca finans departmanına ait olduğu tutumu, değerlendirme işlemlerinin yalnızca bir denetçiye verilmesi, bilimsel argümanların göz ardı edilmesi, müdahale edilmesi gereken durumların kontrol edilmemesi şirket değerlemede yapılan ve sonucu olumsuz yönde etkileyen hatalardır (Fernandez and Bilan, 2007).

2.7. Değerleme Yapacak Kişi ve Kurumlar

Şirketlerin faaliyette bulundukları sektör, örgütsel özellikleri, makro-mikro çevreleri ve paydaşlar açısından değerlendirme yapacak kişiler veya kurumlar kendi içinde farklılık göstermektedir (Yelgen, 2016: 62). Değerleme yapan kişiler veya kuruluşlar, özel sermaye yatırımcıları, ticari bankalar, işletme ortakları, kredi verenler, devlet, şirket değerlendirme uzmanları, risk sermayedarları, finansal kurumlar, borsa ile ilgilenen

yönetim ve finans uzmanlarıdır (Güler, 2010: 11). Güler (2010), şirket değerlemesi yapacak kişi ve kurumları dört ana başlık altında toplamıştır:

Şirket Ortakları: Şirketlerden belirli hisseler satın alan yatırımcıların rasyonel beklentileri bulunmaktadır. Şirketin belirli bir yüzdesine ortak olan bu paydaşlar, paralarını güvence altına almak istemektedirler. Paralarının korunmasını ve değerinin giderek artmasını, şirketin hisse senedi değerlerinin yükselmesini, yüksek temettü ödemeleri, hisse tutarlarının artmasını beklemektedirler. Dolayısıyla yatırım yapacakları ve ortak olacakları şirketlerin mali tablolarının şimdiki değerlerini belirli analizlere tabi tutmaktadırlar. Temel ve teknik analiz sonucunda elde edilen kantitatif sonuçlar ile gelecekteki nakit akışları öngörülmeyle çalışılmaktadır.

Kredi Veren Banka ve Türev Kuruluşlar: Şirketlere kredi verenler çoğunlukla bankalardır. Kredi veren türev kuruluşlar ise faktöring şirketleri, finansman şirketleri, finansal holdingler, varlık yönetim şirketleri, yabancı bankaların Türkiye temsilcileri, bağımsız denetim kuruluşları, yetkili derecelendirme kuruluşlarıdır (OAİB, 2022). Bankalar kayıp yaşamamak için değerlemesini yapacakları şirketlerin en gerekli, doğru ve risksiz faiz oranlarını hesaplamaktadırlar.

Devlet: Şirket değerlendirme yapılırken üçüncü kişilere ihtiyaç duyulduğu zaman hukuki yollara başvurmak gerekmektedir. Değerlemeyi yapacak bilirkişilerin belirlenmesi aşamasında taraflar arası antlaşmalar yapılmakta ve bu durumda devlet aracı konumunda bulunmaktadır. Bunun en önemli nedeni telif hakkı, patent, şerefiye gibi maddi olmayan mali değeri yüksek duran varlıkların bina ve arsa gibi maddi duran varlıkların tespitinin tarafsız olması beklentisidir.

Şirket Değerleme Uzmanları: Şirket değerlemesini yapacak kişinin donanımlı, tecrübeli ve alana hâkim olması alıcı ve satıcı taraflar açısından önem arz etmektedir. Çünkü rasyonel ve objektif sonuçlar elde etmek isteyen taraflar için en az riskle ciddi faydalar sağlanmalıdır. Uzman olmayan kişilerin şirket değerlendirme sonuçlarında hata yapma oranları oldukça yüksektir.

2.8. Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)

Kamu kurumu niteliğinde, öz düzenleyici bir meslek kuruluşu olan Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) sitesinde yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları (UDS), sermaye piyasası üzerinde faaliyette bulunan banka ve aracı kurumların, portföy yönetim şirketleri ve yatırım ortaklarının şirket değerlendirme

yaparken yararlandığı ve dikkat etmeleri gereken hususları barındıran ortak standartlardır (TSPB, 2022).

UDS Konseyi değerlendirme yapacak kişi ve kurumların niteliğinin artırılması, kalitesinin geliştirilmesi için kurulan bağımsız bir kuruluştur (IVSC, 2017). UDS içeriğinde değerlendirme standartlarının kapsamı, incelemeleri, raporlamaları, değer esasları, değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri ve varlık standartları yer almaktadır. Varlık standartları içinde ise işletmeler ve işletme payları, maddi olmayan varlıklar, tesis ve ekipmanlar, taşınmaz mülkiyet hakları, geliştirme amaçlı mülk ve finansal araçlardan bahsetmektedir. UDS mevzuatı içeriği ve ana hatları aşağıda maddeler halinde verilmiştir (Karşı, 2017: 3):

2.8.1. Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi

Standartlara Uyum: Bir değerlemenin UDS'ye göre yapılmış olduğuna dair bir beyan, UDS konseyi tarafından yayımlanan tüm esas ve yükümlülüklerle uygun olduğu anlamını taşımaktadır.

Varlık ve Yükümlülükler: Temel mali tabloda yer alan tüm kalemlerin değerlendirilmesinde UDS uygulanabilir. Bu standartlar çerçevesinde varlıklar; yükümlülükler, varlık grupları veya yükümlülük grupları kavramlarını kapsamaktadır.

Değerlemeyi Gerçekleştirenler: Değerleme yapacak kişi veya kurumlar tarafsız ve profesyonel olmalıdır. Mevzuatta değerlendirme yapanlar belirli kabiliyete, gerekli niteliklere, üst düzey finansal bilgi ve deneyimlere sahip kişi veya kurum olarak tanımlanmaktadır. Değerleme standartları mevzuatında bu kişiler gerekli eğitimi ve lisansı alma koşulu ile yukarıda belirtilen sıfatları taşıması gerekmektedir.

2.8.2. Genel Standartlar

UDS İşin Kapsamı: Değerlemeyi gerçekleştirecek kişi veya kurumların göreve başlamadan önce işin kapsamı hakkında bilgi vermesi, taraflar tarafından tespit ve kabul görülmesi gerekmektedir. Gerekli sözlü veya yazılı anlaşmaların tüm ayrıntıları ile bahsedilmesinin önemi standartlar içerisinde yer almaktadır.

2.8.3. UDS İncelemeler ve Uyum

Genel İlke: Değerleme, UDS mevzuatında belirlenen amaç ve ilkelere, esas ve yükümlülüklerle, işin kapsamı kısmında belirtilen hüküm ve koşullara uygunluğunun dikkate alınarak yürütülmesi gerekmektedir.

İncelemeler: Bu madde ile değerleme yapacak kişi veya kurumların inceleme sınırlamalarını, sorgulama, hesaplama ve analiz yöntemleri ile ilgili yeterli ve gerekli kanıtların toplanmasını, yapılan referansların gözden geçirilmesini kapsamaktadır.

Değerleme Dosyası: UDS içeriğinde yer alan yasa veya mevzuat hükümleri göz önünde bulundurularak, değerleme işlemleri süresince yapılan tüm hesaplamaların, ulaşılan sonuçların ve tüm bunlara ait dayanakların çalışma tamamlandıktan sonra muhafaza edilmesi gerekmektedir. Ayrıca saklı kalmak kaydıyla nihai sonuç taşıyan asıl girdilerin ve sunulacak nihai raporların basılı olması veya elektronik ortamda bir kopyasının bulunması gerekli görölmektedir.

Diğer Standartlara Uyum: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği gibi uzman kuruluşlarca belirlenen standartlar, değerlemesi yapılan şirketlerin politikaları ve iç prosedürleri ile ilgili düzenlemelerin UDS ile çelişmemesi gerekmektedir.

2.8.4. UDS Değer Esasları

Pazar Değeri: Bir varlık ve yükümlölüğün pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir alıcı ve satıcı arasında, tarafların baskı altında olmaksızın olaya hâkim, bilgili, ölçölü tutum ve davranışlara sahip bir biçimde danışıklı olmayan bir işlem ile değerlendirme yapılan tarih itibariyle kullanılması gerekli görölen tutardır. İlgili tarafların özgür olduğu, açık ve rekabetçi pazarda belirlenmiş pazarlık ettiği fiyat olarak kabul görölen pazar değeri, en verimli ve en iyi kullanımı yansıtmalıdır.

Pazar Kirası: Taşınmaz mülkiyet haklarının, pazarlama faaliyetleri sonucunda bir kiracı ve bir kiralayan arasında, baskı altında kalmaksızın kiralama sözleşmesi ve şartları çerçevesinde elde edilecek fayda için gerekli olan tutardır.

Makul Değer: Pazar değerinden daha geniş kapsamlıdır. Makul değer, bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlık veya yükümlölüğün devredilmesi için tarafların menfaatlerini gözeten ve yansıtan tahmini fiyattır.

Yatırım Değeri/Bedeli: İşletmenin amaç ve hedefleri doğrultusunda sahibinin veya bireysel yatırım yapacak olanlar için bir varlığın değeridir. Değerleme hangi kişi veya kurum için yapılıyorsa onun içinde bulunduğu şartları ve finansal hedefleri yansıtmaktadır. Yatırım gücünü ve performansını ölçerken kullanılmaktadır.

Sinerji Değeri: Sinerji iki veya ikiden fazla varlığın/hakkın bir araya gelmesiyle oluşmaktadır. Bu değer ise bunların bir arada iken oluşturduğu toplam değerinin, her

birinin ayrı ayrı sahip olduğu değ erlerinin toplamından daha yüksek olduğunu ifade etmektedir.

Tasfiye Değeri: Bir varlığın satılması sonucu elde edilen tutardır. Varlıkların satılacak duruma getirilmesi, elden çıkarılmasına ilişkin maliyetler dikkate alınmalıdır.

Gerçeğe Uygun Değer: UFRS 13'te yer alan gerçeğe uygun değer, piyasadaki ilgili taraflar arasında, bir varlığın satışından elde edilen veya bir y k ml l ğ n yerine getirilmesinde ödenen fiyat olarak tanımlanmaktadır.

Varsayılan Kullanımlar: En verimli ve en iyi kullanım, cari kullanım, düzenli tasfiye, zorunlu satış değerlemenin temel dayanakları arasında yer almaktadır.

Kişi ya da Kuruma  zg  Etkenler: Değerleme yapacak olan kişi ya da kurumların sahip oldukları varlıklar arasındaki sinerji, değerlenecek şirketin yasal hakları ve kısıtlamaları, vergi veya yükleri, bir varlıktan faydalanma kabiliyetleri, portföy oluşturulurken kaynaklanan değer artışı veya azalışı, kişi ya da kuruma özgü etkenler arasında yer almaktadır.

2.8.5. UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri:

UDS 'de üç temel değerleme yaklaşımı bulunmaktadır. Bunlar; pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımlarıdır.

Pazar Yaklaşımı ve Yöntemleri: Pazar yaklaşımı, değerlenen varlığın fiyatının aynı veya benzer olanlarının karşılaştırılabilmesiyle oluşan gösterge niteliğindeki değerlerin hesaplandığı yaklaşımdır.

Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi: Diğer adıyla "Kılavuz İşlemler Yöntemi" ile örnek olarak taşınmaz bir malın mülkiyet hakkı için metrekare başı fiyat veya kira değeri oranları verilebilir. şirket değerlemesi yaparken faiz, amortisman ve vergi öncesi k r (FAVÖK)  arpanları, kazanç, defter değeri ve hasılat  arpanları en çok kullanılan karşılaştırma birimleridir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi: Bu yöntemde gösterge niteliğindeki değerlerin belirlenmesi için değerlenecek şirketin borsada işlem gören emsallerine ilişkin gerekli bilgilerden istifade edilmektedir.

Gelir Yaklaşımı ve Yöntemleri: Birden fazla uygulamanın yapılabileceği durumlarda gelir yaklaşımı yöntemleri ile fiilen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değere indirgenmesinin sağlandığı yöntemdir.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi: Belirlenen varlığın bugünkü değeri ile sonuçlanmaktadır. Sözleşmeye dayalı nakit akışları, en muhtemel nakit akışı, ağırlıklı nakit akışları veya gelecekteki nakit akışlarına ilişkin çeşitli senaryolardan birini yansıtmaları beklenen nakit akışları ile farklı risk seviyeleri de yansıtılmaktadır. Burada şirketin beklentisi, görmek istediği veriler dikkate alınarak değerlendirilmesidir.

Gordon Büyüme Modeli/ Sabit Büyüme Değeri: Hesaplanan varlığın değerinin sabit bir oranda büyüdüğü veya küçüldüğü varsayılmaktadır.

Maliyet Yaklaşımı ve Yöntemleri: Maliyet yaklaşımı, gereksiz külfet oluşturan zaman veya mekân, risk ve elverişsizlik söz konusu olmadığında bir alıcının kendisine eşit fayda sağlayacağı başka bir varlığı satın aldığı maliyetinden fazla ödeme yapmadığı ekonomik ilkesine bağlı gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır.

İkame Maliyeti Yöntemi: Değerlenen varlığın fiziki özelliklerinin değil de sağlanan faydanın aynısının sağlanmasına dayanan, bir yatırımcının ödemesi gereken fiyatın belirlenmesine ilişkin maliyetidir.

Yeniden Üretim Maliyeti Yöntemi: Değerlenen varlıktan sağlanan faydanın eşdeğer başka bir varlığın aynısından üretilmesinin sağlanması, yeniden oluşturulan bu varlığın maliyetinin daha az olması bu yöntem ile sağlanmaktadır.

Toplama Yöntemi: Diğer bir adıyla dayanak varlık yöntemi, yatırım şirketleri, hisse değerinin bir unsuru olan varlıklar veya işletmeler için kullanılan bir yöntemdir. Değerlemesi yapılacak şirketin varlıklarının istenilen değere ulaşabilmesi için bileşen varlıkların değerlerinin toplanması ile hesaplanmaktadır.

Aşınma / Yıpranma: UDS’de amortisman başlığı altında incelenen aşınma veya yıpranma kavramları üç alt kategoriye ayrılmaktadır; fiziksel yıpranma, işlevsel yıpranma ve dışsal/ekonomik yıpranmadır. Fiziksel yıpranma, ekonomik ömrün tamamlanması ile oluşmaktadır. İşlevsel (fonksiyonel) yıpranma ise demodelik olarak nitelendirilebilir. Bu yıpranmalar, projelerin veya yapı gereçlerinin uygulama sırasındaki gelişmeleri, beğeni ve gereksinimlerinin değişmesi, farklılaşan talepler

sonucu ortaya çıkmaktadır. Dışsal/ekonomik yıpranma ise makro çevrede gerçekleşip gayrimenkullerin değerini düşüren, resmi kurumlarca yayınlanan genellikle çevresel yıpranmalardır.

2.8.6. Varlık Standartları

UDS İşletmeler ve İşletmedeki Paylar: İşletmeleri oluşturan unsurlar, şirket değerlemenin amacına göre değişkenlik göstermektedir. İşletmelerin faaliyet alanları (sanayi, hizmet, ticaret, yatırım), işletmenin türü (anonim, limitet, şahıs, ortaklık vs.) değerlendirme yapılırken dikkat edilmesi gereken konulardır. Çünkü işletmelerin sahip oldukları münferit varlık ve yükümlülüklerin değerlendirilmesinde uygulanacak standartları (UDS 210 Maddi Olmayan Varlıklar veya UDS 400 Taşınmaz Mülkiyet Hakları vb.) takip etmeleri gerekli görülmektedir.

Sahiplik Hakları: Değerleme sürecinde şahıs şirketleri, anonim veya limitet şirketlerin sahiplik paylarına bağlı hakların, imtiyazların, koşulların dikkate alınması gerekmektedir. Ülkelerin sahiplik hakları genellikle ana sözleşmeler, işletme politikaları ve sözleşmelerinde, işletme tüzükleri, ortaklık sözleşmeleri ve hisse ortaklıkları sözleşmeleri hükümleri gereğince yasal olarak beyan edilmektedir.

İşletme Bilgileri: UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri, 10.7 nolu maddede belirtilen, değerlemeyi gerçekleştiren kişi veya kurumların, şirketlerin yöneticilerinden, sahiplerinden veya uzman temsilcilerinden aldıkları bilgilerin, değerlemenin amacına uygun olup olmadığını da değerlendirmesi gerekmektedir.

Ekonomik ve Sektörel Hususlar: Faiz oranları, politik görünüm, pazar hareketliliği, hükümet politikaları, enflasyon ve kurlar vb. önemli hususlar şirket değerlemelerinde farklı etkiler yaratmaktadır. Ülke içinde ve ülkeler arasında gerçekleşen olumlu veya olumsuz ekonomik gelişmeler ve şirketin sektörüne özgü eğilimlerden haberdar olunması şirket değerlemesi açısından büyük önem taşımaktadır. Değerleme sonuçlarını önemli ölçüde etkileyen ekonomik ve sektörel hususlar işletmeleri, hukuki şekilleri, faaliyetlerinin niteliği, şirketin önemli kollarının nerede yürütüldüğü, mal veya hizmetlerinin nerelere satıldığı, kullanılan para birimleri, tedarikçilerin konumlanması, tabi olunan vergi ve yasal yükümlülükleri vb. faktörlerden önemli ölçüde etkilenmektedir.

Faaliyet ve Faaliyet Dışı Varlıklar: Burada önem arz eden durumlar; şirketin sahip olduğu varlık ve kaynakların yapısının anlaşılması, değerlemenin yapıldığı

tarihte hangi mali kalemlerin şirkete gelir yaratan faaliyetlerde kullanıldığı veya kullanılması gerektiğinin, hangilerinin aşırı veya gereksiz olduğunun tespitinin sağlanmasıdır. Şirket değerlemesi yapılırken atıl kapasite oluşturan üretim tesislerinin faaliyet dışı varlık ve/veya kaynakları bulunuyorsa söz konusu değerlendirme içerisinde yer almaz. Bu değerlerin ayrı olarak hesaplanması ve şirketin faaliyet değerlerine ilave edilmesi gerekebilir. Ayrıca şirketlerin kayıt altına alınmayan veya temel mali tablolara yansıtılmayan varlıkları ve/veya kaynakları (maddi olmayan varlıklar, amorti edilmiş makine ve ekipman ve yasal yükümlülükler/davalar) olabilmektedir. Değerlemeyi gerçekleştirecek kişi ya da kurumun faaliyet dışı varlıklara ilişkin gelir ve giderlerinin şirket değerlemesinde kullanılan nakit akışı tahminlerinden hariç tutulması gerekli görülmektedir.

Sermaye Yapısına İlişkin Hususlar: İşletmeler genel olarak özsermaye ve kaynaklar ile finanse edilmektedir. Şirket değerlemesi yapılırken bazı durumlarda değerlemeyi gerçekleştirenlerden sadece özsermayenin veya belirli bir özsermaye grubunun değerlendirilmesi istenebilmektedir. Şirket değerlemesi sonucunda hesaplanan değer borçlar ve tüm özsermaye kalemleri arasında paylaştırılmaktadır. Bu paylaşım borcun değerinin defter değeri ile eşit olması halinde kolayca yapılmaktadır. Fakat borcun değeri, kayıtlı değerinden/defter değerinden farklı olabileceği durumlarda olabilmektedir. Bu durumlarda ise borcun doğrudan değerlendirilmesi ya da değerlerin kaynaklara ve tüm özsermaye içinde bulunan menkul kıymetler arasında uygun bir biçimde paylaştırılması gerekmektedir. Bu paylaştırma yapılırken ağırlıklı beklenen getiri yöntemi veya opsiyon fiyatlama modeli kullanımı gerekli görülmektedir.

UDS Maddi Olmayan Varlıklar: Fiziki olarak var olmayan, sahiplere tanınan haklar ile ekonomik faydalar sağlayan; ekonomik olarak niteliksel özelliklerini gösteren parasal olmayan varlıklardır. Maddi olmayan varlıkların birbirinden ayrıştırılması için pazar konumu, sahiplik, imaj ve işlevsel özellikleri kullanılmaktadır. Şirket değerlemesini gerçekleştirecek olan kişi ya da kurumların, analiz amacına göre doğrudan sadece maddi olmayan varlıkları değerlemesi yeterli olabilmektedir. Ancak işletmeyi, işletme hisselerini, makine ve ekipmanları ve taşınmaz mülkiyeti değerlendirirken ilgili maddi olmayan varlıkların değerlendirilecek olan varlığa etki edip etmediğini tespit etmeleri gerekli görülebilmektedir.

UDS Tesis ve Ekipman: UDS 101 *İşin Kapsamı* standardının 20.3(k) maddesine uygun olması şartıyla tesis ve makine değerlemelerinin farklı varsayımlara dayandırılarak yapılması gerekli görülmektedir. İşletmenin faaliyette olduğu varsayılarak tesis ve ekipmanların yerinde ve bir bütün halinde; yine bir bütün halinde fakat işletmenin faaliyette olmadığı; bir bütün halinde işletmenin yerinde olduğu fakat işletmenin faaliyette olmadığı; işletmenin yerinde bir bütün halinde fakat zorunlu satışın yapılması gerektiği, tesis ve ekipmanların yerlerinden sökülebilecek ayrı parçalar halinde yapılması varsayımlarına dayandırılabilir. Şirket değerlemesi yapılırken tesis ve ekipmanların kiralanması, elden çıkarılması, finansal raporlamaları, teminatlı borçlanması, davalar, verilendirme ve ödeme aczi işlemleri de değerlemeye dâhil edilmelidir.

UDS Taşınmaz Mülkiyet Hakları: Taşınmaz mülkiyet varlıkları sınıflandırmasının dışında kalan maddi olmayan varlıkların değerlendirmesiyle ilişkilidir. Bu nedenle işin kapsamı kısmında değerlendirme yapacak kişi veya kurumlara, nelerin dâhil nelerin hariç olacağı hususunda açıkça bilgilendirme yapılması gerekmektedir. Örneğin bir otel işletmesinin değerlendirilmesi esnasında otelin markası birbirinden ayrılmayacak şekilde diğer kalemler ile bağlantılı olabilir. Bu gibi durumlarda değerlendirme süresi boyunca maddi olmayan duran varlıkların taşınmaz mülkiyet haklarına ve hatta tesis ve ekipmanlara olan etkilerinin dikkate alınması gerekmektedir. Farklı ülkelerin değerlendirme politikaları içinde taşınmaz mülkiyet haklarını tanımlamak için farklı kelimeler veya terimler kullanılsa da *sınırlı süre tanınan münhasır haklar, belirli amaca yönelik olup münhasır olmayan haklar, sınırsız mülkiyet hakları* birçok ülkede ortak kullanılmaktadır. UDS 102 *İncelemeler ve Uyum Standardı*'na göre taşınmaz mülkiyet haklarının değerlendirme süresinde belirli değişikliklerin meydana gelip gelmediği, planlanan durumlarda değişikliklerin olup olmadığı, mevcut hakların dikkate alınıp alınmadığı, taşınmaz mülkiyetin çevresel kirlilik ve risklerden arındırılmış olup olmadığı hususlarına dikkat edilmesi, değerlemenin geçerliliği ve güvenilirliği konusunda önem arz etmektedir. Değerlemede doğru sonuçlar elde edilmesi için taşınmaz mülkiyet haklarının seyri ve değerlendirme yapılan dönem içerisinde oluşan değişiklikleri takip etmesi gerekmektedir. Gözden kaçırılacak bir detay, değerlemenin sonuçlarını olumsuz etkileyebilmektedir.

UDS Geliştirme Amaçlı Mülk: Geliştirme amaçlı mülk değerlemesi tamamlandıktan sonraki şartlarına ilişkin önemli ve anlamlı düzeyde özel varsayımlar

içermektedir. Geliştirme amaçlı mülk değerlendirmesinin amaçlarının belirlenmesi değerlemeyi gerçekleştirenin sorumluluğundadır. Teklif aşamasındaki projelerin şirket için kâr sağlayıp sağlamayacağı, vergileme analizlerinde geliştirme değerlemelerine duyulan ihtiyaç, satın almalarda ve teminatlı borçlanma sözleşmelerinde danışmanlık veya destek işlemlerine ihtiyaç olması, paydaşların ve ortakların anlaşmazlıkları, hasar hesaplamaları, finansal raporlama ve satışların muhasebeleştirilmesi, değer düşüklüğü analizleri yapılırken geliştirme amaçlı değerlemeye gerek duyulmaktadır.

UDS Finansal Araçlar: Taraflar arasında finansal ödemelere veya tahsillere yönelik hak ve yükümlülük yaratan sözleşmelere finansal araç denir. Finansal araçlar, sabit getirili menkuller, türev ürünler, yapılandırılmış ürünleri içermektedir fakat bunlarla sınırlı kalmamaktadır. Finansal araçlar UDS 500 uyarınca belirli amaçlar ile yapılmaktadır. Bunlar; şirketlerin tamının veya belirli kısımlarının satın alınması, satılması veya birleştirilmesi, finansal raporlaması, örgüt içi riskler, davalar, uyumluluk prosedürleri, vergi ve yükümlülükler yasal zorunluluklardır. Finansal araçların değerlemesi yapılırken güncel ve karşılaştırılabilir tüm pazar bilgilerinin saptanması gerekmektedir. Aracı kuruluşlardan alınan fiyat bilgileri, kredi derecelendirmeleri, getirileri, esneklikleri ve oynaklık durumları, endeksleri, piyasa değerleri finansal araç değerlemesi yaparken dikkate alınması gereken hususlardır. Finansal araç değeri ile değerlemesi yapılan şirketin varlık ve kaynaklarının veya değerlemesi yapılan portföyün toplam değer içindeki payı da hesaplanacaktır. Bir finansal aracın karmaşıklık seviyesi ne kadar yüksekse değerlemeyi etkileyen girdiler ve varsayımlar için verilecek ayrıntı seviyeleri de o kadar yüksektir.

UDS'ye göre üçüncü tarafların değerlemenin yansız oluşunu zedeleyecek tehditler algılayabileceğini dikkate almak suretiyle uygun denetim kurulunun ve protokollerinin toplanması gerekli görülmektedir.

UDS mevzuatında bahsedilen genel amaçlar:

- Birbirinden bağımsız sektörlerin varlık değerlemelerinin hatasız ve rasyonel sonuçlar vermesi için uluslararası düzeyde belirli sınırlamalar ve standartlar geliştirmek, evrensel anlamda kabul görmesini sağlamak,
- Belirlenen evrensel standartların temini ve güven esasına dayandırılması, kamu adına sağlam temeller atmak,

- Birbiri ile tutarlı, şeffaf, yansız değerlendirme usul ve esaslarının oluşturulmasını sağlamak,
- Oluşturulan her bir standardın evrensel ölçekte kabul görmesi, uygun ilke ve tanımların geliştirilmesi, tüm bunların benimsenmesi,
- Değerleme raporlarının incelenmesine yönelik usul ve esasların resmi olarak duyurulmasını sağlamak,
- Farklı türdeki varlık ve kaynakları değerlemek için ortak olarak uygulanan değerlendirme yöntemleri gerektiren özel unsurların belirlenmesi,
- Yurtdışı işlemlerini kolaylaştırmak, hukuki davalara ve vergi sorunlarına net yanıtlar verebilmek, çözüm üretebilmek, piyasaların gelişimine katkı sağlamak,
- Değerleme yapacak olanlara destek ve yol gösterici olmak, küresel olarak ulusların her birinin haklarını gözetmek ve korumak,
- Finansal raporlar konusundaki istekleri en doğru ve güvenilir şekilde karşılamak,
- Değerleme sürecinde sektörel bazda ayırım gözetmeksizin en uygun değerlendirme yöntemlerinin belirlenmesi, dikkate değer görülen unsurlara yer verilmesi, maddeler halinde açık ve anlaşılır bir şekilde ifade edilmesini sağlamaktır.

Değerleme yaklaşımlarının uygun olması, değerlendirilecek varlıklarla uyumlu olması gerekmektedir. UDS’de değerlendirme yaklaşımları üç temel başlık altında toplanmıştır. Bu başlıklar pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımıdır (Karşı, 2017). Tüm bu yaklaşımlar fayda beklentisi, fiyat dengesi ve ikame ekonomi ilkelerine dayandırılmıştır. İkinci bölümde bu başlıklar detaylı olarak incelenmektedir.

6362 sayılı SPK kanunu genel mevzuatı uyarınca değerlendirme yapacak kişi ve kurumlar uluslararası değerlendirme standartlarına uymakla yükümlüdürler (SPK, 2012).

2.9. TMS/TFRS ve VUK Değerleme Farkları

Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Vergi Usul Kanunu’nda yer alan değerlendirme, finansal açıdan incelendiğinde birbirinden belirgin farklılıklar göstermektedir (Abdioğlu, vd., 2014: 141). Bu nedenle TFRS ve VUK üzerinden yapılan şirket değerlemeleri birbirine kıyasla farklı sonuçlar verecektir.

Vergi Usul Kanunu’na göre belirlenen değerlendirme ölçütleri, tasarruf değeri, nominal değer, vergi değeri, mukayyet değer, borsa rayici, maliyet bedeli ve emsal vb. bedellerdir (Ekici, 2019: 19). Türkiye finansal raporlama sistemlerine göre varlık ve

kaynakları değerlemek için belirlenen ölçütler *tarihi maliyet, cari maliyet, net nakit değer ve bugünkü değer* olmak üzere dört gruptan oluşmaktadır (Akgün, 2016: 127). TMS/TFRS ve VUK esas ve kanunları içerisinde yer alan maddelerin farklılık göstermesindeki en büyük neden sahip oldukları amaç farklılıklarıdır (Ergin, 2016: 17). Vergi usul kanunları genel itibariyle vergi matrahının belirmesi ve tespit edilmesine yöneliktir. VUK, gelir ve giderler üzerindeki gelecekteki kâr veya zarar oluşturabilecek maliyet düzenlemelerini içermektedir. TMS/TFRS'ye göre hazırlanan mali tablolar, VUK'a nazaran daha gerçekçi sonuçlar ortaya çıkarmaktadır (Ekici, 2019: 19).

Tunçez (2019)'un çalışmasında TMS/TFRS ve VUK değerlendirme farklılıkları maddeler halinde düzenlenmiştir (Tunçez, 2019: 212):

- TMS 'de şirket yöneticilerinin uygulama alanına göre benimsemesi gereken makul muhasebe standartları çerçevesinde ilkesel ve teorik yaklaşımlar benimsenmektedir. VUK, belirli yaptırımları olan ve kanuni zorunluluklar içeren düzenleme ve uygulamalardan oluşmaktadır.

- VUK'ta menkul kıymetlerin değerlemesinde bir adet değerlendirme ölçütü bulunmaktadır. TMS 'de ise ticari kârın değişmesine neden olabilecek birden fazla değerlendirme ölçütü belirlenmekte ve seçimi şirketlere devretmektedir.

- TMS, içerisinde kıymetli evrak değerlemesinde ilgili gruplara yönelik genel değerlendirme esasları açıklamaktadır. VUK, her bir kıymetli evrakın kendine özgü değerlendirme ölçütlerini tek tek açıklamaktadır.

- TMS, şirketlerin mali durumlarının makul değerlere uygun ve ihtiyaca yönelik sunulmasını amaçlamaktadır. VUK ise varlık ve kaynakların maliyetlerinin muhasebeleştirilmesini yeterli bulmaktadır.

- TMS, ihtiyatlılık kavramı gereği şirket için gelecekte olumsuz durumlar olabileceği varsayımlarına dayandırılarak karşılık ayrılmasına izin verirken VUK, mali nitelikte faaliyet gerçekleşmeden karşılık ayrılmasına izin vermemektedir.

- VUK'un içeriğinde bazen dönemsellik kavramından bağımsızlık gösterdiği durumlar bulunmaktadır. TMS kanunlarına bakıldığında dönemsellik kavramına bağlı kalındığı, dönemsel tahakkukların göz ardı edilmediği görülmektedir.

- VUK 'ta varlık olarak kabul görülen bazı değerler, TMS 'de gider olarak kaydedilmiştir. Gelir ve gider tanımlarının her iki kanun ve standart için farklı tanımlandığı açıkça ifade edilmektedir.

- VUK uyarınca menkul kıymetlerin maliyetine, borçlanma maliyetlerinin eklenmesi zorunluluk teşkil etmektedir. TMS/TFRS ‘de borçlanma maliyetleri iktisadi kıymetler ile ilişkilendirilmeden direkt gider olarak yazılmaktadır.

- VUK genel tebliğinde borsa rayici faaliyet kapsamı yalnızca kambiyo, menkul kıymetler ve ticari mal ile sınırlandırılırken VUK genel tebliğinde uygulama alanı daha geniştir. Ayrıca borsada kote edilmiş fiyatların oluşmadığının belirlenmesi durumunda farklı girdi uygulama olanakları geliştirilmiştir.

- VUK ‘ta tasarruf değerlerine indirgenmiş basit faiz uygulanmakta ve bu uygulama alanı borçlar ve senetli alacaklar ile sınırlandırılmıştır. TMS/TFRS uyarınca varlık ve kaynaklara ilişkin bugünü değerler iskonto ettirilmiş değerler olup bileşik faiz yöntemi uygulanmaktadır.



3. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

3.1. Şirket Kavramı

Şirket sözcüğü Arapça “şirk” kökünden gelen ‘ortaklık, paylaşma, ortak olma, eş koşma’ sözcüklerinden alınmaktadır (Nişanyan Sözlük, 2020). Türk Borçlar Kanunu (TBK) 620. maddesinde şirket bir sözleşme olarak nitelendirilmektedir (TBK, 2011). Şirket, iki veya birden fazla şahsın, ortak bir amaç etrafında toplandığı, sermayelerini, mallarını, güçlerini ve/veya emeklerini birleştirmeyi yükümlendikleri bir ticari işletmedir (Avcı, 2017: 15). Bu tanımlamaya göre şirket kişi, sözleşme, sermaye, ortak amaç ve ortak çaba unsurlarını içermektedir (Tekiner, 2019: 3).

Ortak çıkarların bireysel çıkarlardan daha üstün olması ve yoğunluğu fazla olan işler ile birleşmesiyle başarı sağlanacağı düşüncesi, bireyleri bir araya getirmekte; çeşitli topluluklar oluşmasına neden olmaktadır (Terzi, 2018: 33). Bazen kendi istekleri doğrultusunda bazen de iradelerinden bağımsız meydana gelen bu topluluklar ülkemizde belirli yasa ve tüzükler ile korunmaktadır. Hukuk sistemleri, şirketlerin kurallara bağlı olması, kişilik haklarının gözetilmesi ve oluşabilecek suistimallerin önlenmesini amaçlamaktadır (Akıncı, 2019: 485). Şirketlerin kârlılık sağlamak ve devamlılığını korumak gibi önemli amaçları bulunmaktadır. Bulundukları zaman diliminde oluşmuş veya oluşabilecek talepler doğrultusunda kurulan şirketler, tüketicilerin istek ve ihtiyaçlarını karşılamayı hedeflediği için toplumsal faydayı da amaçlamışlardır. Şirketlerin devamlılığı ve kâr maksimizasyonu üstlendikleri sosyal sorumluluklar ve toplumsal fayda sağlama amacı ile doğrudan ilişkilendirilmektedir (Üner, 2015: 29).

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK) ile hukuk sistemi içindeki tüm şirket sınıflarını kapsayacak genellikte ve açıklıkta tanımlanmaktadır (Terzi, 2018: 33). Kanunlar ile şirketler daha meşru olup ahlaki ve etik kurallara uyumlu ve kamu düzenine aykırı olmayacak şekilde düzenlenmiştir.

3.2. Şirket Amaçları

Şirket amaçları, onların kuruluş ve varoluş nedenleri ile açıklanmaktadır (Üner, 2015: 29). Şirketlerin neleri nasıl yapacağını bilmesi, başarılı olabilmeleri ve sağlıklı kararlar alabilmeleri için temel koşuldur (Tunç, 2018). Şirket faaliyet başlangıcında planlanan amaçların net ve gerçekçi olması sürdürülebilirlik açısından hayati önem arz

etmektedir.

Şirketlerin amaçları, genel ve özel olarak ikiye ayrılmaktadır (Güçtekin, 2018). İşletmelerin genel amaçları (Üner, 2015: 30);

- Kâr elde etmek,
- Sosyal sorumluluk / toplumsal fayda sağlamak,
- Şirketin varlığını sürdürmek.

Kâr, bir mal veya hizmetin üretiminden elde edilen gelirin, üretim aşamasında oluşan gider ve maliyetinden yüksek olması ile sağlanan net fazlalıktır (Gümüş, 2018: 40). Toplam hasılatın toplam maliyetten fazla olması, maliyetlerin düşük olması şirketin faaliyet dönemindeki başarı göstergesidir (Çalış, 2013: 160).

Kâr sağlama amacı, şirketlerin faaliyetlerini ölçme ve değerlendirme, denetleme ve kontrol etme, fon ve kaynak kullanımı, finanse edilebilirlik ve çalışanlardan üst düzey verim sağlama aracıdır (Güçtekin, 2018: 2). Şirketlerin faaliyetlerini sürdürebilme şansını artırabilmesi kâr sağlamasına bağlıdır (Üner, 2015: 31). Şirketlerin en önemli amacı sayılan kâr sağlama, günümüzde finans ve işletme bilimcileri tarafından farklı bakış açılarıyla değerlendirilmeye başlanmıştır. Şirket açısından firma değerini artırmak kâr sağlama amacından daha uzun vadeli ve daha sürdürülebilir kabul edilmektedir. Firma değerinin artırılması kâr maksimizasyonunu doğrudan etkilemektedir. Bu nedenle şirketlerin ortakları ve paydaşları şirket değerlerini artırmaya yönelik çalışmalar sürdürmektedir.

Toplumsal fayda sağlamak, şirketlerin faaliyet gösterdikleri topluma katkıda bulunması ve hizmet etmesini kapsamaktadır. Geleneksel görüşe göre şirketler arz ettikleri mal veya hizmetleri talep eden tüketicilerin beklentilerine uygun yaklaşım sergilemeleri, fayda sağlamaları, bulundukları toplumu kalkındırmaları ve sosyal anlamda onlara hizmet etmeleri beklenmektedir (Üner, 2015: 32). Modern yaklaşımlarda da toplumsal fayda sağlamayı ve sosyal sorumluluk bilincinde hareket etmeyi amaç edinen şirketlerin değerlerinin artacağı savunulmaktadır. Toplumsal fayda ve sosyal sorumluluk bilincinin şirketlerde oluşturulmasında rol oynayan çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bunlar (Üner, 2015: 33);

- Sosyal sorumluluk konusunda bilinçli ve profesyonel yöneticiler tarafından idare edilmesi,
- Çok fazla paydaş ve ortağın olması ve buna bağlı büyümesi,

- İkame edilebilir mamullerin artması ile birlikte rekabetin de artması,
- Şirket değerinin ve imajın ne denli önemli olduğunun farkına varılması,
- Üretimin iyileştirilmesi ve güçlendirilmesi ile sağlanacak faydalar,
- Faaliyet hacminin küresel boyuta ulaştırılması,
- Ulusal, bölgesel, uluslararası veya genel nitelikli ticari birleşmeler ile işbirliğine dayanan örgütlerin çoğalması,
- Teknolojinin ilerlemesiyle beraber araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin küresel boyutta anlam kazanması,
- Toplam Kalite Yönetimi ile birlikte kalite kavramının şirketlerin temel felsefesi haline gelmesi,
- Sivil toplum kuruluşlarının faaliyet alanlarının genişlemesi ve giderek yaygınlaşarak güçlenmesi,
- Piyasada ulusal ve uluslararası düzeyde yapılandırılan yasal düzenlemelerin hemen her çeşit ürün için belirli standartlar ve alt-üst sınır değeri uygulanması,
- İktisadın temelini oluşturan kıt kaynakların en verimli ve sürdürülebilir şekilde kullanımı, bu konudaki teşviklerin artması, önlemler alınması, yasal düzenlemeler yapılmasıdır.

Günümüz kapitalist ekonomisinde şirketlerin bu amaca bağlı kalması ya da sadece bu amacı gütmesi kamu girişimleri olarak adlandırılmaktadır (Tunç, 2018). Bu tür şirketler Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT'ler) tarafından korunmaktadır.

Şirketin varlığını sürdürmesi amacı, toplumsal fayda ve kâr sağlama amacı arasındaki dengeye bağlıdır. Şirketler bu dengeyi sağlayamadığı müddetçe uzun vadede sürekliliklerini koruyamazlar. Örneğin bir şirketin toplumsal fayda sağlamak adına yürüttüğü sosyal sorumluluk faaliyetleri, gelir-gider dengesini olumsuz yönde etkiliyorsa bu durum ortakları ve paydaşları rahatsız edecektir (Üner, 2015: 34). Benzer biçimde kâr odaklı ilerliyor ve topluma olan sorumluluklarını yerine getirmiyorsa uzun vadede kârlılık oranları düşecektir. Kısa dönemde kâr sağlamak devamlılığın korunmasında riskli olup yoğun rekabet ortamında şirketin yok olmasına neden olabilmektedir.

Şirketlerin faaliyet gösterdikleri çevre sürekli değişken ve dinamik olduğu için belirsizlik ortamının oluşması kaçınılmazdır (Güçtekin, 2018: 16). Şirketlerin ise devamlılık sağlaması açısından bu riskleri ve belirsizlikleri önceden tahmin etmesi gerekmektedir. Sürekli gelişen ve değişen çevre koşullarına adapte olmak zorunda

olan şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri için doğru örgütlenmesi, yöneticilerinin sahip oldukları niteliklerin üst düzeyde olması ve etkin yönetim biçimlerine sahip olmaları gerekmektedir. Doğru örgütlenme unsuru, iş ve iş araçlarının mantıksal olarak düzenlenmesidir. Amaç, yönetim, komuta birliğinin sağlam olması, kontrol ve denetleme alanının, iş bölümü ve uzmanlaşmaların belirlenmesi, hiyerarşide yer alan çalışanların her seviyesinin yetki ve sorumluluk dengesini sağlanması doğru örgütlenme ilkeleridir (Nurluöz, 2015). Doğru örgütlenme ile şirket fonksiyonlarını yerine getirebilmek için etkili unsurlar; rasyonel örgüt yapısı, optimum büyüklük, doğru tesis, makine ve ekipmanlar, yeterli ham madde ve sermaye, uzman personel, doğru hedef kitle ve pazar, uygun teknoloji ve açıkça belirtilmiş amaçlar olarak sıralanabilir (Durmaz, 2017: 18).

Etkin yönetim unsurunda müteşebbislerin üretim faktörlerini (ham madde, iş gücü, sermaye) başarılı ve koordineli bir şekilde bir araya getirmesi gerekmektedir (Üner, 2015: 13). Şirket yöneticileri, şirket faaliyetlerini amaçları doğrultusunda yönlendiren, stratejik hareket ederek toparlayan, şirketin her kademesine hâkim ve yol gösterici bir role sahiptir (Güçtekin, 2018: 17). Bu rolleri üstlenen yönetici veya liderler gerekli bilgi ve beceriyi, teorik ve pratik bilgi birikimini, teknikler ve yaklaşımlar ile birlikte kullanarak şirket kaynaklarıyla üretim faktörlerini harekete geçiren, paylaşır ve birleştirme sorumluluğunu taşımaktadır. Girişimci nitelikleri ise şirket faaliyet ve fonksiyonlarının odak noktasında olan girişimcilerden beklenen kişisel ve davranışsal özelliklerdir. İleri görüşlü, yüksek motivasyon sahibi, özgüvenli, zaman yönetimini iyi yapabilen, finansal konuda donanımlı, planlama yeteneği olan, esnek, hırslı, azimli ve iyi iletişim kurma becerilerine sahip olması gereken girişimciler şirketlerinin varlığını sürdürebilmektedir (Uygun, vd., 2012: 146).

Şirketlerin özel amaçları aşağıda sıralanmıştır (Üner, 2015); (Güçtekin, 2018);

- Satış gelirlerini en üst düzeye çıkarmak,
- Ülke ekonomisine katkı sağlamak,
- İstihdam sahasını genişletmek ve yeni istihdam alanları yaratmak,
- Tüketicilere daha nitelikli mamul sunmak,
- Nitelikli ve kalifiye personel yetiştirme ve eğitme,
- Daha uygun maliyetle üretim yapabilmek,
- Çalışanlarını maddi ve manevi anlamda tatmin edebilme,
- Yeni veya iyileştirilmiş ürün ve düşünceler ile mamul geliştirmek,

- Çağdaş ve modern bir şirket oluşturmak,
- Rekabet ortamında üstünlük sağlamak,
- Bulundukları çevreye ve canlılara zarar vermeden çevre kirliliği yaratmadan üretim faaliyetlerini sürdürmek,
- Çalışanlarına karşı sorumluluklarını yerine getirmek (liyakat, sağlık, özel hayata saygı, iş güvenliği...)
- Tüketicilere karşı sorumluluklarını yerine getirmek (dürüst, hijyenik, hayvan haklarını gözetin, duyarlı...)
- HACCP, ISO 9000 ve ISO 14000 gibi seriler ile kaliteli güvenilir, kontrollü mamul üretimine özen göstermek ve özendirmek,
- Kıt kaynak kullanımında tutumlu ve saygılı olma,
- Paydaşlarına ve ortaklarına karşı sorumluluklarını yerine getirme, imtiyazlardan ve temettüden hilesiz yararlanmalarının sağlanması,
- Faaliyet gösterilen tarihteki yasal yükümlülüklerle uygun şekilde hareket ederek toplumun hassas olduğu konulara karşı duyarlı olma hatta çözüm odaklı olmak, gündemi takip etme ve güncelliğini koruma,
- Vergilerini düzenli bir şekilde ödeyerek devlete karşı sorumluluklarını yerine getirme,
- Kültür, sanat ve bilimsel faaliyetleri destekleme, zenginleştirme ve katkıda bulunmaktır.

3.3. Şirketlerin Sınıflandırılması

İşletme literatüründe şirketler çeşitli yönlerden farklı sınıflara ayrılmaktadır. Bunlardan bazıları (Karavardar, 2003: 3);

Sahiplik yönünden şirket türleri:

- Özel şirketleri
- Kamu şirketleri
- Karma şirketler

Hukuki kişilik yönünden şirket türleri:

- Gerçek kişi şirketleri
- Tüzel kişi şirketleri

Genel faaliyet alanları yönünden şirket türleri:

- Endüstri şirketleri
- Ticaret şirketleri
- Hizmet şirketleri

Şirketler yasal mevzuat incelendiğinde sınıflandırmanın “*Türk Ticaret Kanunu (TTK), Borçlar Kanunu ve özel kanunlara bağlı*” bulunan tanım ve düzenlemelere bağlı olarak üç grupta toplandığı görülmektedir. Bunlar;

- Şahıs şirketleri,
- Sermaye şirketleri,
- Özel kanunlara göre kurulan şirketlerdir.

Şirketler kuruluş aşamasında sermaye payları, sahipleri, ortakları ve paydaşlarına tanındıkları hak ve yükümlülüklerine göre birbirinden farklılaşmaktadır. Bu yüzden kanunlarca belirlenmiş kendilerine uygun yasal işletme türünü seçmekte ve bazı yasal sınırlamalara uyma yükümlülükleri bulunmaktadır (Üner, 2015: 49).

3.3.1. Şahıs Şirketleri

Şahıs işletmeleri bir veya birden fazla ortağın, belirli bir amaç etrafında, emek ve sermayelerini bir araya getirmesiyle oluşmaktadır (Yolaç, 2020: 100). Şahıs şirketleri çoğunlukla küçük ölçekli olup faaliyet alanları genişledikçe hukuki statüleri de değişmektedir (Üner, 2015: 51). Küçük boyuttaki şahıs işletmeleri kurucu üyeleri genellikle tacir, esnaf, zanaatkâr ve serbest meslek erbabı olarak birbirinden ayrılmaktadır. Şahıs işletmelerin özellikleri (MEB, 2011);

- Kuruluşu ve kontrol edilmesi oldukça kolaydır,
- Yazılı sözleşmelere gerek görülmemiştir,
- Kaynak ve sermaye sınırlaması bulunmamaktadır,
- Kurucu tüm mal varlığına kendisi sınırsız sorumlu olduğu için kredi bulması oldukça kolaydır,
- Borç ve yükümlülüklerin yerine getirilmemesi halinde kurucu sahip olduğu tüm mal varlığı ile sınırsız sorumludur,
- Başkalarına kârdan pay verilmesi zorunlu değildir,
- Hisse senedi, tahvil vs. menkul kıymet ihraç edemezler.

Şahıs işletmeleri tek bir girişimci tarafından kurulacağı gibi birden fazla kişi tarafından da kurulabilir bu nedenle ortaklıklar belirli bir hukuki düzene göre

ayrılmaktadır (Sunay, 2018: 10). Bu ortaklıklar, adi ortaklık, kollektif ve komandit şirketler olarak üç gruba ayrılmaktadır (Yolaç, 2020: 100).

3.3.1.1. Adi Ortaklık

Borçlar Kanunu, 520. maddeye göre adi şirketler, iki veya daha çok kişinin, belirli bir amacı gerçekleştirmek için emek ve sermayelerini bir sözleşme ile birleştirmeleri sonucunda kurulmaktadır (TBK, 2011). Kuruluş ve fonksiyonel koşulları Borçlar Kanunu ile düzenlenmektedir. Tüm işlemler ortakların sorumluluğunda olup tüm işler ortaklar tarafından yerine getirilmektedir. Genellikle tüzel kişilikleri bulunmadığından ortaklık adına mal varlığı talep edilemez ve hukuki eylemlerde davacı veya davalı olarak bulunamazlar (Özsungur, 2017: 43). Adi ortaklıkların özellikleri (Üner, 2015: 53); (MEB, 2011: 5):

- Tüm borçlar için ortakların her biri sınırsız sorumludur.
- Sermaye artırımları, fon ve kaynak sağlamaları zordur.
- Ortaklık hakları devri zordur.
- Ortaklardan birinin ölmesi veya aradan çekilmesi ile ortaklık bozulmaktadır.
- Menkul kıymet ihraç edemezler.
- Ticari unvan kullanmak zorunda değildirler.
- Her bir ortağın sermaye payından bağımsız bir oy hakkı bulunmaktadır ve her türlü karar ortakların oy birliği ile alınmaktadır.
- Ticaret siciline tescili ve ilanı zorunlu değildir. Ancak kişi tüccar ise Ticaret ve Sanayi Odası'na kayıtlı olmalıdır.
- Standart bir sermaye tutarı belirtilmemektedir. Emek sermaye olarak kullanılabilir.
- Kolektif veya komandit şirketlerin kuruluşunda noksanlık var ise adi şirket olarak kabul edilmektedir.
- Genellikle geçici işlerin düzenli yürütülmesi için tercih edilmektedir.
- Ortaklar, şirketteki sermaye payı (katılma payı-iştirak hissesi) ve türünü kendileri serbestçe belirlemektedir.

Tasfiye halinde şirketin borçları ödenir, alacak tahsilatları yapılır ve yeterli olduğu takdirde bakiyeden ortakların koydukları hisseleri iade edilir. Bakiyede kalan kısım ortaklar arasında pay edilir, eğer bakiye eksik ise yani zarar ediliyorsa ortaklardan talep edilmektedir.

3.3.1.2. Kollektif Ortaklık

Bir şirketi ticaret unvanı ile işletmek amacıyla gerçek kişiler tarafından kurulan, ortakların sorumluluklarının şirket alacaklarına karşı sınırlandırılmayan ve şekil koşuluna bağlı sözleşme ile kurulan şirketlere kollektif şirket denir (Gürdoğan, 2007: 389). Şirket borçlanmalarından tüm ortaklar zincirleme ve sınırsız sorumludur (Üner, 2015: 55). Kollektif ortaklıklarda kurulan şirketlerin faaliyet konusunun ticari olması zorunludur aksi takdirde tüzel kişiliğe haiz olamaz (Yolaç, 2020: 100). Kollektif şirket sözleşmesi içeriğinde şirketin konusu, amacı ve faaliyet alanı açıkça belirtilir; ortakların bilgileri, aralarından seçilmiş yetkili kişi bilgileri, yönetim biçimi, sermaye türleri, hisseler ve temettünün nasıl pay edileceği sözleşme içeriğinde yer almaktadır (TTK, 2011). Kollektif şirketlerin bazı özellikleri şunlardır (Öztürk, 2018); (Üner, 2015: 55);

- Ticaret unvanı taşımak zorundadır.
- TTK'ye tabi olan kollektif şirketlerde ortaklar tacir sıfatı kazanmaktadır.
- En az iki ortak tarafından kurulmaktadır.
- Kuruluş için kişi sayısı sınırlaması yoktur.
- Gerçek kişiler tarafından kurulan ortaklıklardır.
- Standart bir sermaye alt sınırı belirtilmemiştir.
- Şirkete ait borç ve taahhütlerden şirket birinci derecede sorumludur. Ortaklar ikinci derecede müteselsil ve bütün mal varlığı ile sınırsız sorumludur.
- Her bir ortak şirketi ayrı ayrı yönetmekte ve ayrı hak ve sorumluluklara sahiptir.
- Her bir ortağın şahsi olarak bir oy hakkı bulunmaktadır.
- Denetim hakkı tüm ortaklara aittir ve denetim yetkisi devredilememektedir.
- Benzer işleri yapan şirket ortaklıkları ile rekabet yasağı bulunmaktadır.
- Kâr, ortaklar arasında sermaye payına göre dağıtılmaktadır.
- Menkul kıymet ihracı yoktur.

Şirketi yönetme hakkı tüm ortaklara aittir fakat oy birliğiyle karar verilen bir veya birkaç ortağa yönetim hakkı verilebilmektedir (TTK, 2011). Şirkete biçilen ömür, ortakların anlaşmasına bağlı olup fon, ortakların sermaye payları ve mal varlıkları kadar toplanabilir (Üner, 2015: 55). Ortaklardan herhangi birinin iflas etmesi, ölmesi, şirketin amacına ulaşmasının imkânsız hale gelmesi ve ortaklar arasında yapılacak anlaşma ile kollektif ortaklık sona ermektedir.

3.3.1.3. Komandit Ortaklık

TTK’ye göre komandit ortaklık, “ticari bir işletmeyi bir ticaret unvanı altında işletmek amacıyla kurulan, şirket alacaklılarına karşı ortaklardan bir veya birkaçının sorumluluğu sınırlandırılmamış ve diğer ortak veya ortakların sorumluluğu belirli bir sermaye ile sınırlandırılmış (komanditer) olan” ortaklık türüdür (TTK, 2011). Komandit şirketlerde iki çeşit ortaklık bulunmaktadır (Öztürk, 2018: 7). Birincisi, şirketteki sorumluluğu sınırsız olan ortaklardır ve bunlara komandite ortak denilmektedir. İkincisi, sorumluluğu şirket için ortaya koyduğu sermayesi ile sınırlı olan ortaklardır ve bu ortaklara da komanditer ortak denilmektedir. Komandit şirketlerde ortaklar, borç ve taahhütlerden birinci derecede sorumlu tutulmaktadır. Komandite ortaklar ise borç ve taahhütlerden ikinci derecede sınırsız ve zincirleme sorumlu sayılmaktadır. Komandit ortaklıkların özellikleri şunlardır (Üner, 2015: 58);

- Ticaret unvanı taşımak zorundadır.
- Ticaret unvanında komandite ortaklardan en az birinin adı ve soyadı yer almaktadır.
- Komandite ortak gerçek kişi olmak zorundadır. Komanditer ortaklık tüzel kişi de olabilmektedir.
- Şekil şartı aranmaktadır.
- Standart veya asgari bir sermaye sınırı bulunmamaktadır.
- Şirkete ait borç ve taahhütlerden birinci derecede şirketin tüzel kişiliği, ikinci derecede komandite ortaklar sorumlu sayılmaktadır.
- Tüzel kişilik ise vergiye tabi değildir. Ortaklar kendi paylarına düşen tutarı, yıllık bazda hesaplanan kâr veya zarara göre Gelir Vergisi Beyannamesi ile vergi dairesine bildirmektedir.
- Menkul kıymet ihraç edemezler.

Komandit şirketlerin sona ermesi, tasfiyesi ve ortakların şirketten ayrılması veya çıkarılmasına ilişkin kanun ve kurallar, kollektif şirketler için belirtilen TTK’nin 243-303’üncü maddeleri ile aynı şekilde uygulanmaktadır (TTK, 2011) .

3.3.2. Sermaye Şirketleri

Sermaye şirketleri güçlerini, ortakların mal varlıklarından ziyade şirketlerin sermayelerinden almaktadırlar (Şengel, 2011: 33). Şirket ortakları sorumluluklarını, şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlandırmış, tüzel kişiliği olan,

sermaye temelli, şahıs şirketlerine göre daha profesyonel şirketler, sermaye şirketleridir (İzmirli, 2000). Sermaye şirketlerinde ortaklar, şirkete ait ticari borçlanmalardan sorumlu tutulmamaktadır. Ortaya çıkan sorumluluklar, ortakların taahhüt ettikleri sermaye tutarına bağlıdır ve şirkete aittir. Şirket birleşmeleri veya bölünmesi söz konusu olduğunda şirketler, TTK'nin 155. maddesinde bulunan koşullardan faydalanmaktadır (TTK, 2011). Ortakların, şirkete koydukları sermayenin itibar değerine göre oy hakkı vardır. Ortak sayısı azalsa veya tek bir kişi kalsa dahi şirketin sona ermesi söz konusu değildir. Şirkette bulunan paylar şahsi olmadığından dolayı belirli kanun ve kurallar çerçevesinde devredilebilir veya satılabilir (Yolaç, 2020: 101). Genel özellikleri ile belirtilen sermaye şirketleri hukuki olarak üç grupta toplanmaktadır. Bunlar (Üner, 2015: 59);

- Anonim Ortaklık
- Limitet Ortaklık
- Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklık

TTK'ye göre ayrılan bu şirket ortaklıklarında şirket sermayesine ortak olmak ile yönetim birbirinden ayrılmış olup ortaklar geri planda kalmaktadır (Yolaç, 2020: 7).

3.3.2.1. Anonim Ortaklık

TTK'nin 269. maddesine göre anonim şirket, bir unvana sahip, esas sermayesi kesin olarak belirlenmiş ve paylara bölünmüş yükümlülüklerinden dolayı yalnız mameleki¹ ile sorumlu olan şirkettir (TTK, 1956). Ortakların sorumlulukları, taahhüt ettikleri sermaye payları ile sınırlandırılmıştır (Arıkan, 1998: 71). Anonim ortaklık, en az beş gerçek ya da tüzel kişinin belirli bir şekil şartı ve sermaye alt limiti ile kurulan, hisse senedi ile temsil edilen ve borçlarından dolayı tüzel kişiliğin mal varlığı ile sorumlu tutulduğu ortaklık türüdür (Üner, 2015: 62).

TTK, Md. 272'de belirtilen esas sözleşme sistemine bağlı anonim ortaklıklarda taahhüt edilmiş sermaye 50.000 Türk lirasından aşağı olamaz (TTK, 1956). Halka açık olmayan, sermaye artırımını konusunda yönetim kuruluna tanınmış azami sermaye tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim şirketlerin başlangıç sermayesi 100.000 Türk Lirasından aşağıda olamaz (Mevzuat Dergisi, 2011).

Anonim şirketlerin kuruluş şekli eski TTK ile ani ve tedrici olmak üzere iki türlü

¹ Bir kişinin hak ve yükümlülüklerinden meydana gelen ve para ile ölçülebilen bütününe, mamelek ya da malvarlığı adı verilir.

olup tedrici kuruluş usulü yeni TTK ile kaldırılmıştır (Ercoşkun Şenol, 2013: 1694). Anı kuruluş, ortakların taahhüt ettikleri sermayelerinin şirket paylarının tamamını ödemeyi üstlenmeleri ile gerçekleşirken tedrici kuruluş ise ana sermayenin %10'luk kısmının kurucular tarafından taahhüt edilmesi, diğer kısmı için halka başvurulmasıyla gerçekleşmektedir (Şengür, 2011: 99).

Ticaretin ilerlemesiyle anonim şirketler 19. yy'de gelişmeye başlamış günümüzde ise önemi giderek artmaktadır (Öztürk, 2018: 8). Osmanlı Devleti'nde ilk anonim şirket Şirket-i Hayriye, Boğaziçi Köprüsü'ne rağbetin artması, ulaşımda emniyet, vapur şirketleri kurma fikirlerinin çıkmasıyla Cevdet ve Fuat Paşa tarafından kurulmuştur (Yılmaz, 2018: 34). Günümüzde ise çeşitli alanlarda ticari faaliyet gösteren yüzlerce anonim şirket bulunmaktadır. Anonim ortaklıkların özellikleri (Demir, 2016: 14); (Üner, 2015: 63);

- Şirket sermayesi kesin olarak belirlenmiş ve paylara bölünmüştür.
- Menkul kıymet (hisse senedi, tahvil vs.) ihraç edebilirler.
- Anonim ortaklıklarda payların temsili için ortaklara hisse senedi verilmektedir.
- Şirket tüzel olarak kurumlar vergisi mükellefidir.
- Anonim şirketlerde amaç ve konu ekonomik olmalı ve sözleşmede açıkça ifade edilmelidir.
- Ticaret unvanı olmalı ve bu unvanı ticaret siciline tescil ettirmelidir.
- Hisseler devredilip satılabilir. Ancak bu durumlar söz konusu olduğunda noter onayı veya sözleşme ile yapılmalıdır. Hisse devirlerinde ticaret siciline tescil şartı aranmamaktadır.
- Halka arz edilebilir.
- Hissedarların hakları kısıtlanamaz, ortaklıktan çıkarılamazlar.
- En az beş kişi tarafından kurulmaktadır ve sınırsız ortak sayıları bulunabilir.
- Şirketin üçüncü kişilere karşı sorumlulukları taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlanmıştır.
- Ortakların sorumlulukları sermaye payları oranına göre belirlenmektedir.
- Kamu borçları ortakların sorumluluğunda değildir.
- Temettü ortakların hisse oranlarına göre dağıtılmaktadır.

Anonim ortaklıklar, şirketin ana sözleşmesinde yer alan sürenin sona ermesi, şirketin amaç ve hedeflerine ulaşılmasının olanaksız hale gelmesi, sermayenin üçte ikisinin kaybedilmesi, alacaklılardan birinin fesih talebinde bulunması ve mahkeme

kararı ile iflasının açıklanması gibi sebepler ile sona ermekte ve tasfiyesi gerçekleştirilmektedir (Dinç, 2016: 244).

3.3.2.2. Limitet Ortaklık

Limitet ortaklık, TTK'nin 573. maddesine göre bir ya da en fazla elli gerçek veya tüzel kişi tarafından bir ticaret unvanı ile kurulan ve esas sermaye paylarının toplamı ile sermayesi oluşturulan şirket türüdür (TTK, 2011). Ortaklar, şirketin borç ve yükümlülüklerinden sorumlu tutulmamaktadır sadece taahhüt etmiş oldukları esas sermaye paylarını ödemekle ve ana sözleşmede belirtilen ek ödeme ve yan edim² yükümlülüklerini yerine getirmekle yükümlü sayılmaktadır (Sayın, 2019: 27).

Limitet ortaklık ve limitet şirket kavramları Türk hukukunda 1926 yılında ilk kez TTK ile yürürlüğe girmiştir (Akıncı, 2019: 497). Limitet şirket, 6762 sayılı TTK'de ana şirket sözleşmesinde sermaye alt sınırı belirtme sorumluluğu ve ortakların sınırlı sorumlulukları ile anonim şirkete ve yönetim şekliyle de kollektif şirkete benzediği için doktrinde karma yapılı şirket olarak nitelendirilmektedir (TTK, 1956). 2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı TTK ile tüm maddeler daha açık daha detaylı ele alınmış, kazandığı yeni görünüm ile sermaye şirketleri grubuna dâhil olmuş, kanunda belirtilen maddelere göre anonim şirkete yaklaşmıştır (TTK, 2011). Günümüzde küçük ve orta ölçekli işletmelerin, sermaye yapısı ve vergilendirme açısından avantajlı olduğu için limitet şirketlere yönelimi artmaktadır (Yavuz, 2013: 118). Avrupa Birliği'ne ait yönergeler ve Avrupa Adalet Divanı hükümlerinin limitet şirketlerin hızlı ivme kazanmasındaki rolü oldukça büyüktür (Akıncı, 2019: 499). Amerikan hukukunun dâhil olmasıyla limitet ortaklıklara ait mevzuatlar ve uygulamalar küresel boyuta taşınmıştır (Pace Hamill, 2005).

Limitet ortaklıkların özellikleri (Üner, 2015: 60);

- Ortak sayıları elli ile sınırlandırılmaktadır.
- Bir sermaye şirkettir.
- Şirket kurumlar vergisi mükellefidir.
- Ticaret unvanına sahip olmalıdır.
- Bankacılık ve sigortacılık haricinde kanunun yasaklamadığı her türlü faaliyette bulunabilirler.

² Yan edim yükümlülüğü, "ortağa veya ortaklara, şirket sözleşmesi ile yüklenen, sermaye koyma borcu ve muhtemel ek ödeme yükümlülükleri dışında, şirkete karşı başka edimlerin yerine getirilmesine ilişkin münferit yükümlülükler" olarak tanımlanır.

- Ortakların koyacakları sermaye 25 Türk lirası ve katları olmak zorundadır.
- Şirketin ana sözleşmesinde menkul kıymet olarak sayılan intifa senedi³ çıkarılabilir.
- Hisse senedi ve tahvil çıkaramazlar.
- Hisse devretme işlemleri noterde gerçekleştirilmektedir.
- Hisse devrinin ticaret sicilinde tescil ettirilmesi ve Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmesi gerekmektedir.
- Ortak sayıları yirmiden fazla ise şirkette denetçi olması gerekmektedir.
- Ticari itibar ve emek sermaye olarak kullanılamaz.
- Yöneticileri rekabet yasağına tabi olurken ortakların bir kısmı bu yasağı tabi değildir.
- Ortak sayısı sınırlaması olduğu için sermaye artırımını oldukça zordur. Bu nedenle mevcut ortaklara borçlanarak sermayeye ilavede bulunmak mümkündür.

Limitet ortaklıklar, şirket sermayesinin karşılığının olmaması, ana sözleşme maddelerinde belirtilen sürenin sona ermesi, şirketin konusunun, amaç ve hedeflerinin tamamlanamaması ve ulaşılmasının imkânsız hale gelmesi, başka bir şirket ile birleşme, yasal organlarından birinin olmaması ve şirket iflasına karar verilmesi ile sona ermektedir (Öztürk, 2018: 9).

- Anonim şirketler ve Limitet şirketler arasındaki farklar (Özmeriç, 2019);
- Anonim şirketlerde hem esas sermaye hem de kayıtlı sermaye sistemi bulunmaktadır. Limitet şirketler yalnız esas sermaye sistemini kullanmaktadır.
- Limitet şirketler bankacılık ve sigortacılık yapamazlar.
- Anonim şirketlerde ortak sayısı üst sınırı bulunurken Limitet şirketlerde en fazla elli ortak olabilir.
- Anonim şirketler iç ve dış kaynaklardan sermaye artırımını yapabilmektedir.
- Anonim şirketler sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırılarak halka açılma imkânına sahipken limitet şirketlerin halka açılma statüsü bulunmamaktadır.
- Anonim şirketler nama ve hamiline yazılı kıymetli evrak çıkarabilirken limitet şirketler ortaklık payını temsil eden nama yazılı bir belge çıkarsa dahi menkul kıymet niteliği taşımamaktadır.

³ İntifa senetleri, sahibine sadece mal varlık hakları sağlayan ve hisse senetlerinden farklı olarak herhangi bir payı temsil etmeyen kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir.

- Anonim şirketlerde kararlar sermaye çoğunluğuna göre temsil esası taşırken limitet şirketlerde ortak sayısı limiti bulunduğu için çoğunluk ilkesi geçerlidir.

- Limitet şirketlerde ortak sayısı kadar hisse bulunmaktadır ve şirket sermayesi bütündür, bölünemez.

- Limitet şirketler üç yıl süre ile aynı sermaye⁴ karşılığı çıkarılan paylarını devredebilirken anonim şirketlerde bu süre iki yıldır.

3.3.2.3. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklık

Sermayesi hisselerle bölünen, ortaklarından biri veya bir kısmı şirket alacaklarına karşı bir kolektif şirket ortağı, diğerlerinin bir anonim şirket paydaşı gibi sorumlu olduğu şirket türüne *sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık* denir (Üner, 2015: 59). TTK Md. 564'e göre sermaye, hisselerle bölünmeden yalnızca birden fazla komanditerin sermayeye katılma oranlarını göstermek için belirli bölümlere ayrılmışsa komandit şirket hükümleri uygulanmaktadır (TTK, 2011). Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar en az beş kişi tarafından kurulmakta olup en az bir ortağın komandite olması gerekmektedir. Kuruluş aşamasında ise anonim şirketlerin kuruluşuna ilişkin şart ve hükümler uygulanmaktadır (Arıkan, 1998: 72). Bu şirket türünün yönetiminde adi komandit şirket hükümleri uygulanırken diğer tüm konularda istisnai bir durum belirtilmemişse anonim şirkete ait hükümler geçerli sayılmaktadır (ALTSO, 2022). Günümüzde limitet şirketler en sık rastlanan ve en çok tercih edilen şirketler iken eshamlı (sermayesi paylara bölünmüş) komandit şirketlere ticari hayatta pek rastlanmamaktadır. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin özellikleri (Ticaret Sicil Yönetmeliği, 2012);

- Kurucular beş kişiden az olmamalıdır.
- Kurucu sıfatına sahip komanditerlerin hisse tutarlarının şirket ana sözleşmesi içerisinde yer alması gerekmektedir.
- Kurumlar vergisine tabi tutulmaktadırlar.
- Eshamli komandite ortakların aldıkları temettü kişisel kazançlarıdır ve gelir vergisine tabi tutulmuştur.
- Ortaklar tüm varlıkları ile sorumlu tutulurken komanditer ortaklar taahhüt ettikleri sermaye tutarına göre sınırlı sorumluluğa sahiptirler.

⁴ Aynı sermaye, bir işletme ya da şirket kuruluyorken şirkette pay sahibi olan insanların para dışında ortaya koydukları her türlü sermaye aracına denmektedir.

Şahıs şirketleri ve sermaye şirketleri arasındaki farklar (Gümüş, 2006); (Üner, 2015: 49); (Öztürk, 2018: 11);

- Şahıs şirketlerinde ortaklıklar, komandite ve komanditer ortaklar dışında gerçek kişiler tarafından kurulmaktadır. Sermaye şirketlerinde ise ortaklar gerçek kişiler veya tüzel kişiler olabilirler.

- Şahıs şirketinde ortaklar üçüncü kişilere olan borç ve yükümlülüklerinden dolayı tüm mal varlıklarıyla sınırsız sorumludur. Sermaye şirketlerinde ise ortaklar yalnızca taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlı sorumludur.

- Şahıs şirketleri kurulurken sermaye alt sınırı belirtilmemiştir. Sermaye şirketlerinde ise her ortaklık türüne göre farklılık gösteren sermaye alt sınırı bulunmaktadır.

- Şahıs şirketlerinde, komandit şirkette komanditer ortak haricinde ortaklar, itibar ve emeği sermaye olarak koyabilir. Sermaye şirketlerinde ise ortaklar kişisel emek ve itibarı sermaye olarak ortaya koyamaz.

- Şahıs şirketlerinde ana sözleşme ortakların oy birliğine dayanarak değiştirilebilirken sermaye şirketlerinde oy çokluğu ilkesine göre ana sözleşmede değişiklikler yapılabilir.

- Şahıs şirketlerinde ortaklardan birinin ölümü, ayrılması ve iflas etmesi şirketin sona erme sebebidir. Sermaye şirketlerinde ise bu durumlar ile şirketin sona ermesi söz konusu değildir.

- Şahıs ortaklıkları sadece ticari bir faaliyeti yürütmek amacıyla kurulmaktadır. Sermaye şirketleri her türlü ticari, iktisadi amaç ve konu için kurulabilmektedir.

- Sermaye şirketlerinde sermaye paylara bölünmektedir. Şahıs şirketlerinde sermaye paylara bölünmez.

- Şahıs şirketlerinde her bir ortak temsil, yönetim, kontrol ve denetim hakkına sahipken sermaye şirketlerinde yönetim ve temsil yetkileri belirli organlara aittir.

- Şahıs şirketlerinde her bir ortağın eşit oy hakkı bulunmaktadır. Sermaye şirketlerinde oy hakkı ortakların taahhüt ettikleri sermaye miktarı ile orantılıdır.

- Şahıs şirketlerinde ortaklık devri zor iken sermaye şirketlerinde belirli kurallar dâhilinde kolaylıkla pay sahipliği devri veya satışı yapılabilmektedir.

- Şahıs şirketleri kurulurken tescil ve ilan gerekmektedir. Sermaye şirketleri kuruluş aşamasının bazı durumlarında izin gerektirmektedir.

- Şahıs şirketlerinde ortakların her biri gelir vergisi mükellefi iken sermaye şirketlerinde şirketin kendisi kurumlar vergisi mükellefidir.
- Sermaye şirketleri TTK'ye göre yedek akçe ayırmak zorundadır. Şahıs şirketlerinde böyle bir zorunluluk yoktur.
- Şahıs şirketlerinde ortaklardan en az birinin isminin ticaret unvanında geçmesi gerekmektedir. Sermaye şirketlerinde ortakların isminin geçmesine gerek yoktur.

3.3.3. Özel Kanunlara Göre Kurulan Şirketler

Ülkemizde özel yasalar ile kurulan şirketler kooperatifler, bankalar ve sigorta şirketleri olarak üç türde incelenmektedir (Karavardar, 2003: 9).

Kooperatifler, sahip olduğumuz ortak ekonomik, sosyo-kültürel istek ve ihtiyaçların bir işletme aracılığıyla karşılanmasının sağlanabilmesi ve demokratik olarak kontrol edilebilen gönüllü insanların bir araya gelerek oluşturduğu özerk teşkilatlardır (TCTB, 2019). 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu birinci maddesinde kooperatif, “tüzel kişiliği haiz olmak üzere ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek veya geçimlerine ait ihtiyaçlarını işgücü ve parasal katkılarıyla karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacıyla gerçek ve tüzel kişiler tarafından kurulan değişir ortaklı ve değişir sermayeli ortaklıklar” şeklinde tanımlanmaktadır (Kooperatifler Kanunu, 1969: 4571).

Kooperatif şirketler tüzel kişiliğe sahiptir fakat sermaye şirketi değildir. En az yedi ortak ile kurulmaktadır ve üye sayısı üst sınırı bulunmamaktadır. Şirket ana sözleşmesinde istisnai bir durum söz konusu değilse alacaklara karşı ortaklar tüm mal varlıkları ile sorumludur. Ortakların taahhüt ettikleri paylar için ödeme tutarları ana sözleşmede belirtilmektedir.

Bankalar, Türkiye’de Bankalar Kanunu’nda faaliyette bulunacak yerli ve yabancı tüm bankalara ait yasal yükümlülükler belirtilmektedir (Karavardar, 2003: 9). Bankalar Kanunu madde yedide, tüm bankaların anonim şirket türüne göre kurulması gerektiği belirtilmektedir (BK, 2005: 9541). Bankalar, hisse senetlerinin nakit karşılıklarının tamamının nama yazılı olması, kurucu ortakların İcra ve İflas kanun hükümlerince müflis⁵ olmaması, konkordato ilan etmiş olmaması gerekmektedir (BK, 2005: 9542).

⁵ Müflis, iflas etmiş, bütün parasını ve ana malını batırmış kimse.

Sigorta şirketleri, genellikle anonim şirket nadiren mütüel⁶ şirket türüne uygun kurulmaktadır (Başer, 2019: 1). Mütüel sigorta şirketlerinde, genel yönetim giderleri, tazminat ödemeleri ve benzer harcamalar yapıldıktan sonra kalan kâr ortaklara aittir fakat genellikle herhangi bir hasar ödemesi için şirkette karşılık olarak tutulmaktadır; anonim sigorta şirketleri ise kâr amaçlıdır (Sigortacılık Kanunu, 2007).

Şirket kurucuları (Resmi Gazete, 2011);

- Borç ve yükümlülüklerine,
- Reel, mali ve taşınmaz varlıklarına,
- Faaliyet süresi boyunca karşılaşılabilecekleri zararları finanse edebilme kapasitelerine,
- Vergi ve sosyal güvenlik prim borcu olup olmadığına,
- Son beş yıl içindeki kredibilitesine,
- Mali kaynaklardan dolayı icra takibine uğrayıp uğramadığına göre değerlendirilmektedir.

3.4. Şirket Değerleme Yöntemleri

Şirket değerlendirme çeşitli teknikler ve yöntemlere dayanarak şirketin değerini ölçmekte, gelecekteki nakit tahminlerini yapmakta ve geniş bir projeksiyon ortaya koymaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 28). Şirket değerlendirme; şirketlerin faaliyetlerine, varlık ve kaynaklara anlamlı parasal karşılıkların saptanması sürecidir (Erdem, 2015: 9). Şirketin para dışındaki iktisadi varlıklarının değerinin para karşılığını belirlemek ve bilançoda yer alan toplam varlıkların tamamının değerini tahmin etmek gelecekte alınacak kararlar için önem arz etmektedir. Ayrıca şirketin para karşılığının takdir ve tahmini tüm ortak ve hissedarlar için oldukça önemlidir. Böylelikle şirketin tek bir vücut olabilmesi ve çalışanlar için ortak bir yön belirlenmesine fayda sağlanmaktadır (Gözen, 2019: 204).

Değerleme süreci değerlendirme yapılan dönem içerisinde gerçekleşen ekonomik dalgalanmalar, şirketin faaliyet gösterdiği sektör, bu sektöre ait yapısal etkiler ve risk barındırabilecek durumlar gibi faktörler ile karmaşık hale gelmektedir (Özbay, 2016: 7). Şirket değerlemenin her şirkete uygulanabilen net bir formülü bulunmamaktadır. Geleneksel şirket değerlendirme yöntemlerinde fiyatlandırma politikaları genellikle kâr maksimizasyonu ile sağlanmaktadır (Erhan, 2012: 109). Günümüzde modern şirket

⁶ Polişe sahiplerinin aynı zamanda şirkete ortak olmasına *mütüel* şirket türü denir.

değerleme yaklaşımları, şirketlerin amacının kâr maksimizasyonundan değer maksimizasyonuna dönüşmesi ile şirketlerin katma değerlerini ölçümlemeyi esas almaktadır (Ece, 2018: 301).

Günümüzde sıklıkla kullanılan temel şirket değerleme yöntemleri, literatürde aktif temelli, piyasa temelli, gelir temelli, üç faktörlü varlık fiyatlandırma ve reel opsiyonlar ve alternatif yaklaşımlar olarak incelenmektedir (Bağlama, 2017: 34).

3.4.1. Aktif Bazlı Yaklaşımlar

Aktif bazlı yaklaşımlarda değerleme yapılırken varlıkların değeri temel alınmaktadır (Masun, 2017: 217). Geleneksel bir yaklaşım olan bu yaklaşım genellikle gayrimenkul şirketler, yatırım şirketleri, holdingler, ticari faaliyeti olmayan şirketler ve tasfiye halindeki şirketler tarafından kullanılmaktadır (Ede, 2016: 11).

Aktif bazlı yaklaşımlar ile şirket değeri bilançoda yer alan tüm aktiflerin değeri dikkate alınarak belirlenmektedir (Özbay, 2016: 8) Bu yaklaşım şirket değerlemenin yapılacağı tarihe kadar var olan muhasebe kayıtlarına dayanmaktadır (Ekici, 2019: 35). Bu yaklaşım ile şirketin gelecekteki gelir projeksiyonu ve faaliyetlerine yönelik değerleri etkileyen durumları dikkate almaksızın sonuca varılmaktadır.

Literatürde aktif bazlı değerleme yöntemleri defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, yeniden kurma değeri, piyasa değeri ve gerçek değer olarak sınıflandırılmaktadır (Gözen, 2019: 201).

3.4.1.1. Defter Değeri

Defter değeri şirketin muhasebe defterlerinde yazan tutardan amortismanlar düşüldükten sonra elde edilen değeri ifade etmektedir (Ede, 2016: 11). Bir şirketin defter değeri bilançoda yer alan öz sermaye değeridir, öz sermaye değeri toplam varlıklar ile yükümlülükler arasındaki farktır (Fernandez, 2007: 4). Şirket değerlemesi yapılırken defter değeri çoğunlukla yeni kurulmuş şirketlerde, dengeli gelir düzeyi olmayan şirketlerde ve aktiflerin büyük bölümünün parasal karşılığı olan şirketlerde uygun görülmektedir (Ekici, 2019: 36). Defter değeri formülü;

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borçlar Toplamı}$$

Defter değeri yöntemi, şirketlerin belirli bir dönemdeki tarihi verilere dayalı muhasebe değerlerini gösterdiği için uzun süre enflasyona maruz kalmış piyasalarda cari değeri doğru ve güvenilir göstermekte başarısız sayılabilecek bir yöntemdir

(Cingöz, 2014: 11). Defter değeri hesaplanırken özdeş şirketlerde farklı sonuçlar çıkıyor ise bunun en büyük nedeni kullanılan muhasebe uygulamalarıdır. En belirgin örnekler amortisman, kur farkları, stok değerlendirme ve finansman giderleri uygulamaları ile farklı sonuçlara ulaşılmasıdır. Örneğin stok değerlendirme yapılırken LIFO (Last in First Out) veya FIFO (First in First Out) uygulamaları farklı değerlendirme sonuçlarına yol açmaktadır.

3.4.1.2. Piyasa (Borsa) Değeri

Bir şirketin piyasadaki hisse senedi adedi ile hisse fiyatının çarpılmasıyla hesaplanır ve şirketin piyasadaki toplam değerini gösterir (Yaslıdağ, 2021: 82). Piyasa değeri yaklaşımı, ekonomik ikame ilkesine dayanan, gerçek bir kişinin bir varlık için karşılaştırılabilir bir fayda ikamesi yaratmaktan veya elde etmekten daha fazlasını ödemeyeceği maliyet yaklaşımıyla teorik bir temeli paylaşmaktadır (Merriman, 2017: 59).

Pazardaki arz ve talebe göre bir varlığın borsa koşullarında belirlenen fiyatına piyasa değeri denir. Değerlenen varlık, eğer borsada kote edilmişse hesaplanan piyasa değeri aynı zamanda o varlığın borsa değerini de yansıtmış olur (Ede, 2016: 13). Piyasa değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Mevcut pay senedi sayısı} \times \text{pay senedi piyasa fiyatı}$$

Etkin piyasalar hipotezine göre pay senetlerinin cari piyasadaki fiyatları, gerçek değerlerini temsil etmektedir ve etkin piyasalarda yüksek ya da düşük değerlendirilen pay senetlerinin olması ihtimali ortadan kalkacaktır. Tam etkin piyasalarda ise bu durum geçerliliğini yitirecektir (Bayraktar, 2012). Beklenildiği gibi değerlendirilemeyen pay senetlerinden istenilen sonuçları elde edemeyen yatırımcılar, piyasa değeri gerçek değerinden düşük olan pay senetlerine yatırım yapmayı tercih edecektir (Sümer ve Aybar, 2016: 76). Değerlenen bir varlığın piyasa değeri kullanılan iskonto oranına ve gelecekteki nakit akışlarına bağlıdır (Genç, 2020: 6). Belirlenecek olan piyasa değeri şirketin değerini de temsil etmektedir (Yaslıdağ, 2021: 82).

3.4.1.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri terimi, işletmenin ekonomik hayata aktif olarak katıldığı ve faaliyetlerinde fiili ve/veya hukuki bir olumsuzluk bulunmadığı sürece var olan işleyiş ve bu işleyişi halindeyken satılması halinde elde edilen parasal karşılığı olarak yorumlanmaktadır (Zyznarska-Dworczak, 2010). Şirketin varlıklarının tümünün parça

parça değil de bir bütün olarak satılması ile elde edilecek tutar şirket değerini temsil etmektedir (Genç, 2020: 7). İşleyen teşebbüs değeri şirketlerin, şerefiye, müşteri portföyü ve marka değeri gibi maddi olmayan varlıkları ile maddi varlıkları ile sinerji halinde faaliyetlerine devam edebileceği değerdir (Gözen, 2019: 202). Örneğin Apple, Google, Microsoft, Amazon vb. şirketlerin yüzde ellisinden fazlasını şerefiye değerleri oluşturmaktadır.

İşleyen teşebbüs değeri aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Tufan, 2001: 7);

$$\text{İşleyen Teşebbüs Değeri} = \text{Net Aktif Toplamı} + \text{Şerefiye}$$

$$FD = AD + G$$

FD: İşleyen firmanın değeri

AD: Net aktif toplamı

G: Şerefiye

İşleyen teşebbüs değeri piyasa değerinin üst sınırını oluşturmakta ve bu değer esasen şirketin sahip olduğu *ekstra kazanç gücü, gelecekteki yatırım değeri ve maddi olmayan varlıklar* olmak üzere üç kalemdeki değerini artırmaktadır (Ertuğrul, 2008: 149).

3.4.1.4. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, şirketin faaliyetlerinin sona ermesinin ardından elde kalan varlıkların satılması ile elde edilen tutardan vergiler, borçlar, satış komisyonları, satış giderleri ve personel tazminatlarının çıkarılması sonucu ulaşılan değerdir (Yaslıdağ, 2021: 93).

İşletmenin devam ettirilmesine veya sona erdirilmesine karar verilmesi gerekiyorsa tasfiye değerlemesi, piyasa değerinin alt sınırı olarak işlev görür (Nasser, 2016). Tasfiye değerlemesinde aşağıdaki kurallar kullanılmalıdır (Poborsky, 2015: 388):

- Bazı muhasebe kalemleri değerlendirilmez (tahakkuklar, yedekler, düzeltmeler).
- Borç kalemlerinin geri ödeme sırası ele alınmalıdır.
- Bazı mülk kalemlerinin değerlendirilmesi, satış maliyetleriyle azaltılmalıdır.
- Tasfiye değeri vergi kanununa tabidir.

- Tasfiye sürecinin uzunluğu değerlendirilmeli ve iskonto faktörü CAPM modeline dayandırılmamalıdır çünkü tasfiye halindeki şirket ile ilgili risk faktörleri devam etmektedir.

- Varlıkların satışı, net bugünkü değerin en yüksek olduğu zamanda gerçekleştirilmelidir.

Tasfiye değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır (Ede, 2016: 15);

Tasfiye Değeri = Aktifin tasfiye edilmesi halinde oluşacak değer – Borçlar

Tasfiye değerini varlıkların cari piyasa değerinin bulundukları dönemdeki maliyetlerinin farklı olması ile defter değerinden ayırabiliriz (Cingöz, 2014: 17). Tasfiye işlemi belirli bir zamana yayılarak organize bir şekilde yapıldığında daha fazla gelir elde edilmektedir (Gözen, 2019: 202). Tasfiye değeri likidasyon değeri olarak da yer almaktadır ve şirketin minimum değerini göstermektedir (Bıçak, 2016: 46).

3.4.1.5. Yeniden Yapma Değeri

Yeniden yapma değeri, şirketin var olan varlıklarının tümünün değerlendirilmesinde aynı özellikleri ile yeniden alınması, baştan inşa edilmesi durumunda oluşacak maliyet değeridir (Yaslıdağ, 2021: 93). Yeniden yapma değerinde şirketin fiziksel özellikleri ile şirkete ait varlıkların verim ve kapasite açısından benzer olması oldukça önem arz etmektedir. Bu değer türünün tercih edilmesinin en önemli nedeni hurda değerindeki varlıkların değerlerinin tespiti ve eskimiş varlıkların değişimi ile yenilenmek ve gelişme göstermektir (Gözen, 2019: 202).

3.4.1.6. Gerçek Değer

Gerçek değer, şirketin hisse senedi değerinin var olan varlıklarının kârlılığı, temettü, sermaye yapısı, büyüme oranları, yönetici nitelikleri ve diğer değişkenlerin analiz edilmesi sonucu elde edilen değerdir (Cingöz, 2014: 20). Bu değer gelecekte olması beklenen gelirlerin belirlenen indirgeme oranı ile bugünkü değerine indirgenerek toplanması sonucu elde edilmektedir (Cingöz, 2014: 20). Formülü ise;

Gerçek Değer = (Fiyat/Kazanç Oranı) x Hisse Başına Net Kar

Gerçek değer hesaplanmadan önce borsa değeri ile arasında bir fark oluşup oluşmadığı kontrol edilmelidir. Çünkü borsa değeri arz talep dalgalanmaları çok sık değişebileceğinden gerçek değeri olumlu veya olumsuz etkilemektedir. Şirket

değerlemesinden gerçekçi ve sağlıklı sonuç elde edebilmek açısından bu durum oldukça önemlidir. Örneğin gerçek değer borsa değerinden büyükse hisse senedi satın alınması doğru bir karar olacaktır. İkinci koşulda gerçek değer borsa değerinden küçükse hisse senedi alınması uygun olmayacaktır. Çünkü gerçek değeri piyasa değerinden fazla çıkmaktadır. Üçüncü koşulda ise gerçek değer ile borsa değeri eşitse piyasa, şirketi doğru değerlemiş anlamına gelmektedir.

3.4.2. Piyasa Bazlı Yaklaşımlar

Piyasa bazlı yaklaşımlar, enflasyonun yüksek düzeyde olduğu zamanlarda benzer veya aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin belirli kriterler ile düzenlemeler yapılması ve kıyaslanmasını esas almaktadır (Ede, 2016: 19). Burada temel varsayım benzer malların benzer fiyatlar ile satılmasıdır. Bu varsayıma dayanarak aktiflerin büyük çoğunluğunun değerlendirildiği, alıcıların ve satıcıların bu değerlemelere bakarak kıyaslama yapabilecekleri ve kendi varlıklarının değerlerini doğru bir şekilde tespit edebilecekleri kabul edilmektedir (Bağlama, 2017: 34). Şirket değerlendirme yapılırken karşılaştırılabilen firmaların bulunması ve doğru fiyat politikalarının uygulanması hesaplamaların güvenilirliğini artırmaktadır. Şirket değerlendirme yapacak kişi veya kurum, karşılaştıracağı firmayı kendi görüş ve istekleri doğrultusunda seçmesiyle manipülasyonlar ortaya çıkarabilmektedir (Çırak , 2018: 24). Bu durumda yanıltıcı sonuçlar elde edilebilmektedir.

Piyasa bazlı yaklaşımlar farklı kaynaklarda *Pazar Temelli Yaklaşımlar, Karşılaştırmalı Değerleme, Benzer Şirket Çarpanları veya Göreceli Değerleme* olarak da isimlendirilmektedir (Toraman ve Körpi, 2015: 43). Piyasa temelli yaklaşımlar; Fiyat/Kazanç (FK), FK/Büyüme (PEG), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Piyasa Değeri/Satışlar (PD/Satışlar), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Nakit Akım (F/NA) oranı gibi çeşitli çarpanlar kullanılarak hesaplanmaktadır (Bağlama, 2017: 36).

3.4.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat /Kazanç oranı, hisse senedi fiyatı başına düşen kazanç (vergi sonrası kâr) miktarına bölünmesiyle bulunmaktadır (Akdağ, 2015: 71). Fiyat/Kazanç oranı, değerlendirme yapılan şirketin 1 liralık kârına şirketin ne kadar ödediğini göstermektedir. Aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Güler, 2010: 23):

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Net Kâr}$$

Şirket Değeri = Seçilen Sektör Şirketleri, Piyasa veya Yurtdışı Şirketlerin Ortalama F/K Oranı * Şirket Net Kârı

Fiyat/Kazanç oranı finansal kaldıraç, tutarsız kârlılık, rekabet ortamı, ekonomik koşullar, kârın tarihsel seyri, ortalama temettü oranı, yöneticilerin nitelikleri ve şirketin riskini ölçen beta katsayısı gibi birçok faktörden etkilenmektedir.

Halka açık olmayan işletmelerin hisse senedi fiyatı olmadığı için aynı sektörde işlem gören yurt içi veya yurt dışında yer alan benzer şirketlerin fiyat/kazanç oranları ortalaması veya piyasadaki genel oranlara göre bu oran hesaplanmaktadır (Akdağ, 2015: 71).

3.4.2.2. FK/Büyüme Oranı (PEG)

Akademik kaynaklarda *PEG rasyosu* olarak ele alınan bu oran, Fiyat/Kazanç çarpanının şirketin beklenen büyüme oranına bölünmesiyle elde edilmektedir (Ede, 2016: 22);

PEG Rasyosu = F/K Oranı / Kâr büyüme oranı

Bu rasyo için ideal oran 1'dir. Bu sonuca göre şirketin gelecekteki büyüme oranının veya hisse başına kâr artışının F/K oranı ile eşit olması beklenmektedir. Oran 1'in üzerinde ise şirketin ilerleyen yıllarda öngörülen büyümesine şu anda yüksek bir fiyat ödediğini göstermektedir. Bu durumda piyasa şartlarına göre hisse senedi fiyatlarının pahalı olduğu gözlemlenir. Ayrıca hisse senetlerine olan talebin artmış olduğu veya öngörülen büyüme oranlarının az olduğu da söylenebilir.

3.4.2.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin açıkladıkları kâr oranlarının gerçek kazancı yansıtmadığı düşüncesiyle gerçekçi sonuçlar elde edebilmek için kullanılan bir yöntemdir (Alkan ve Demireli, 2007: 33). Aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir;

PD/DD = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Defter Değeri

Şirket Değeri = Seçilen Sektörün, Piyasanın veya Yurtdışı Şirketlerin Ortalama PD/DD Oranı * Şirketin Özsermayesi

Defter değeri, özsermaye toplamının toplam hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu elde edilmektedir. Özsermaye, toplam varlıklardan borçların çıkarılması sonucunda ulaşılan değerdir. Hisse başı defter değeri ise özsermayenin defter

değerinin şirkete ait toplam hisse adedine bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Ödenmiş Sermaye} * \text{Hisse Fiyatı}$$

$$\text{Defter Değeri} = \text{Özsermaye}$$

$$\text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri} = \text{Özsermaye} / \text{Ödenmiş Sermaye}$$

Değerleme yaparken bu yöntemi kullanan şirketlerin, şirkete ait varlıkları en doğru şekilde kullanacakları varsayılmaktadır.

3.4.2.4. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı

Şirketin piyasa değerinin şirket iç hacminin kaç katı olduğu *Piyasa Değeri / Satışlar Oranı (PD/Satışlar)* ile hesaplanmaktadır (Taner ve Akkaya, 2003: 3). Bu oranın 1'in altında olması beklenmektedir. Bu çarpan hesaplanırken şirketin değeri yıllık satışlara bölünmektedir (Ede, 2016: 24);

$$\text{PD/Satışlar} = (\text{Piyasa Değeri} + \text{Borç} + \text{İmtiyazlı Paylar}) - (\text{Nakit ve Nakit Benzerleri}) / \text{Yıllık Satışlar}$$

Bu oranlar hesaplamadan önce kullanılan mali ve piyasa değerlerinin karşılaştırılabilir olması (aynı döneme ait, benzer muhasebe standartlarına uygun, şirkete özel yapısal ve faaliyet dışı olan tek seferlik unsurların ayıklanması) gerekmektedir (Gorbon, 2012: 16).

3.4.2.5. Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr Oranı

Firma değeri/ Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK) oranı, şirketin bulundukları dönemdeki tüm yükümlülükleriyle birlikte satın alınması ile ortaya çıkmaktadır (Toraman ve Körpi, 2015: 45). FD/FAVÖK rasyosu, şirketlerin nakit akışlarını temel alması ve sermaye ihtiyaçlarını içermemesi nedeniyle kullanışlı bir yöntemdir (Güler, 2010: 26). Bu rasyo ne kadar düşük ise şirket yatırıma o kadar müsait demektir. Bu yöntemde aşağıdaki formül kullanılarak değerlendirme yapılmaktadır:

$$\text{FD/FAVÖK} = (\text{Borçlar} + \text{Özsermaye} - \text{Nakit Varlıklar}) + / (\text{Brüt Kâr} - \text{Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gideri} - \text{Genel Yönetim Gideri} - \text{Araştırma Geliştirme Giderleri} + \text{Amortisman ve İtfa Giderleri})$$

Değerlemesi yapılan şirketin toplam yükümlülükleri fazla olsa da FAVÖK değerinin yüksek olması halinde gelecekte gerçekleştirebilecek mali yükümlülüklerini

faaliyetlerinden elde edeceği nakit akışlarıyla azaltarak finansman giderlerini en aza indirgemektedir (Bağlama, 2017: 42-43).

3.4.2.6. Fiyat / Nakit Akım Oranı

Fiyat / Nakit Akımı (F/NA) yönteminde benzer alanda faaliyet gösteren şirketlerin piyasa değeri ile nakit akımları arasındaki ilişki tahmin edilmektedir (Alkan ve Demireli, 2007: 34). Aşağıda belirtildiği şekilde hesaplanmaktadır;

$$\text{Fiyat/Nakit Akımı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}$$

Diğer bir ifadeyle F/NA oranı;

$$\text{Fiyat/Nakit Akımı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kar + Amortisman)}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama Fiyat/Nakit Akımı Oranı} * \text{Şirket Nakit Akımı}$$

Bu yöntem genellikle şirketlerin uyguladıkları farklı amortisman oranları nedeniyle şirket geliri yerine nakit akımlarını kullanmaktadır.

3.4.3. Alternatif Yaklaşımlar

Alternatif yaklaşımlar, geleneksel şirket değerlendirme yöntemleri dışında daha çok Avrupa ve ABD’de tercih edilen ve ülkemizde ise sınırlı kullanılan yöntemlerdir (Ekici, 2019: 64). Bu yöntemlerden yaygın olanları ekonomik katma değer (EVA) ve yatırımın nakit akım kârlılığı (CFROI)’dır.

3.4.3.1. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Ekonomik Katma Değer (EVA), şirketlerin yükümlülükleri ve sermaye maliyetinin vergi sonrası kârdan elimine edilmesiyle hesaplanmaktadır (Ekici, 2019: 64). Bu değere artık kâr da denilmektedir. 1990’lı yıllarda bu yöntem Ekonomik Katma Değer (EVA) adını alarak *Stern Stewart Danışmanlık Şirketi* tarafından güncellenmiştir (Karakoca, 2011: 37).

Ekonomik katma değer şirket değeri:

$$\text{Şirket Değeri} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,c}}{(1 + k_{wacc})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,f}}{(1 + k_{wacc})^t}$$

Formülde,

C_0 = Semayenin mevcut defter değeri

$EV_{At,c}$ = Mevcut varlıklara ait ekonomik katma değer

$EV_{At,f}$ = Yeni yatırımlara ait ekonomik katma değer

$kwacc$ = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

EVA yönteminin amacı ekonomik kârı ölçümlemektir (Karakoca, 2011: 38). EVA hesaplamasında şirketlerin bağımsız denetçi raporlarındaki muhasebe verilerinden yararlanılmaktadır. Belirli bir faaliyet döneminde kullanılan pasiflerin çeşitli maliyetleri ile ilişkilendirilmesi EVA yöntemini diğer yöntemlerden üstün kılan bir özelliğidir (Karakoca, 2011: 38). Şirketlerin gerçekleşmesini beklediği yatırım projelerinin gerçekleştirilmesi için net bugünkü değerinin pozitif olması gerekmektedir.

3.4.3.2. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI)

Yatırımın Nakit Kârlılığı (CFROI), reel nakit akışlarının mevcut yatırımlardaki iç getiri oranıdır (Ekici, 2019: 66). CFROI, genel olarak sermaye maliyeti ile karşılaştırılmakta ve karışıklığı gidermek için bir firmanın CFROI hesaplamasında dört girdi kullanılmaktadır (Ünlü, 2014: 173);

İlk olarak şirketin sahip olduğu varlıklardaki brüt yatırım tutarları, defter değerlerine enflasyon düzenlemeleri ve birikmiş amortisman eklenerek elde edilmelidir.

İkinci olarak CFROI, şirketin vergi sonrası faaliyet kârına itfa ve amortisman gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin eklenmesiyle bulunan değerlemenin yapıldığı yılda varlıklardan elde edilen brüt nakit akışıdır.

Üçüncü olarak CFROI varlıkların kullanışlı ve faydalı ömrünü ifade eder.

Son olarak ise varlıkların hurda değerleridir.

Formülü (Ekici, 2019: 67);

$$Firma\ Değeri = \frac{FCFF_{n+1}}{kc - gn}$$

FCFF= Firmaya beklenen serbest nakit akışı,

kc = Sermaye maliyeti,

gn = sabit büyüme oranı

CFROI'ı yukarıdaki formülden yola çıkarak aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Firma Değeri} = \frac{[(CFROI \times GI - DA)(1 - t) - (CX - DA) \Delta WC]}{ke - gn}$$

CFROI: Yatırımın nakit akım karlılığını,

GI: Brüt yatırımı,

DA: Amortisman ve itfa payını,

CX: Sermaye harcamalarını,

ΔWC : Net işletme sermayesindeki değişimi ifade etmektedir.

3.4.4. Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modeli

Fama ve French (1996), Standart Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (CAPM) bazı eklemeler yaparak üç faktörlü fiyatlandırma modelini geliştirmiştir (Ede, 2016: 56). Bu eklemelerin nedeni, PD/DD oranı ile portföy büyüklüğünün portföy getirisine ideal bir oranda etki etmesidir. Fama ve French (1996), CAPM modelinde bu değişkenler hesaplanmadığı için beklenen getirilerde farklı anomaliler⁷ oluştuğunu gözlemlemişlerdir. Üç faktörlü varlık fiyatlandırma modeli bu anomalileri açıklamada daha başarılı olmuştur.

Fama ve French, hisse senedi kazanç tahminlerini açıklarken beta ve fiyat/kazanç oranının yeterli olmadığını, ayrıca piyasa büyüklüğü ve PD/DD oranının göz önünde bulundurulması gerektiğini savunmaktadırlar (Fama and French, 1996: 55). Belirlenen model üç değişken ile açıklanmaktadır;

$$E(R_i) - R_f = b_i [E(RM) - R_f] + s_i E(SMB) + h_i (HML)$$

$E(R_i) - R_f$: İncelenen varlığın risksiz faiz oranı üzerinde beklenen getirisi

$[E(RM) - R_f]$: Risksiz getiri oranı üzerinde beklenen pazar getirisi

SMB: Büyük ve küçük piyasa değerine sahip şirketler arasındaki getiri farkı

HML: Yüksek ve düşük PD/DD oranına sahip hisseler arasındaki getiri farkı

b_i : Zaman serisinde risksiz getiri oranı üzerinde beklenen pazar getirisinin eğimi

⁷ Etkin piyasa hipotezine göre açıklanamayan fiyat hareketlerine finansal anomali (aykırılık) denmektedir. Bu hipotez, fiyatlarda bir değişim olabilmesi için fiyatları etkileyecek bir şokun meydana gelmesi gerektiğini söylemektedir.

si : Zaman serisinde SMB' nin eğimi

hi : Zaman serisinde HML' nin eğimi

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda söz konusu model uygulanabilirlik açısından değerlendirilmiş ve geçerli sonuçlar elde edilmiştir (Atakan ve Gökbulut, 2010: 185). Son yıllarda gelişmiş sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerin değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

3.4.5. Reel Opsiyon Yaklaşımı

Reel opsiyon yaklaşımı, finansal opsiyon teorisinin reel/finansal olmayan varlıklar üzerindeki opsiyonlara bir uzantısıdır (Schwartz, 2013: 164).

Reel opsiyon, şirkete ait tüm varlıkların değerlemesinde kullanılan finansal bir araçtır (Akkaya, 2005, s. 172). Reel bir opsiyon modeli, karar vericilere çeşitli opsiyonlar sunmaktadır (Akkaya, 2005: 175). Reel opsiyon tipleri; erteleme opsiyonu, büyüme opsiyonu, kademeli yatırım opsiyonu, kapasiteyi yatırım opsiyonu, kullanımı değiştirme opsiyonu ve vazgeçme opsiyonu olarak yedi tanedir (Taş, vd., 2007: 345).

- Ertelleme opsiyonu, iyi koşullar oluşana kadar beklenen ve yatırım kararlarının gelecek bir tarihe ertelenebileceği durumlarda mevcuttur.

- Büyüme opsiyonu, rekabet ortamında veya faaliyet alanında doğan fırsatlardan gelecek bir tarihte yararlanma olanağı kazanmalıdır. Bu opsiyonu canlı tutabilmek nedeniyle şirketin ön yatırım yapma zorunluluğu bulunmaktadır.

- Kademeli yatırım opsiyonu, projenin parça parça gerçekleştirilmesidir. Olumsuz durumlar söz konusu olduğunda geriye kalan parçaların devre dışı bırakılması ile projenin terk edilmesi gerekmektedir.

- Kapasiteyi yatırım opsiyonunda mevcut piyasa şartlarına adapte olabilmek için şirketler, var olan kapasitesini azaltarak ya da artırarak yeni ve geçici durumlara ayak uydurmaktadır.

- Kullanımı değiştirme opsiyonu, iş yapma maliyetlerinde değişkenlik söz konusu olduğunda alternatif teknolojilerden faydalanmaktır.

- Vazgeçme opsiyonu, pazar şartları olumsuz seyrettiğinde projelerin terk edilmesi, fırsat maliyetlerinin edinilmesidir.

- Reel opsiyon, klasik ve modern yaklaşımlara bir alternatif olarak yatırımcılara ve karar vericilere farklı olanaklar sunmaktadır (Ede, 2016: 59).

3.4.6. Gelir Bazlı Yaklaşımlar

Gelir bazlı yaklaşımlar şirketlerin gelir üretim sınırını dikkate almaktadır (Özbay, 2016: 13). Gelir bazlı yaklaşımlar paranın zaman değerine dayanarak gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplamaktadır (Gorbon, 2012).

Gelir bazlı değerlendirme yaklaşımlarının temel amacı, nakit akışı/kazanç oranının gelecekte oluşturabileceği projeksiyonlar ile net bugünkü değerin hesaplanmasını sağlamaktır (Gorbon, 2012: 27), (Michaletz ve Artemenkov, 2018: 100). Bu yaklaşım ile varlıkların işletme sahipleri ve ortaklar için yaratacağı gelirin, şirketteki değerlendirilen varlıkların kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ifade edilmektedir (Aslan, 2013). Gelir bazlı yaklaşımlarda değerlendirilecek varlığın elde tutulması ile sağlanacak kazançlar temel alınmaktadır (Ede, 2016: 26).

3.4.6.1. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi

Yatırımcının elinde bulunan hisse senetlerinden elde edeceği temettü ödemeleri indirgenmiş kâr payları yönteminde hisse değerini belirleyen esas yöntemdir (Ekici, 2019: 61). Bu yöntemde göre yatırımcılar için hisse senedi değerini belirleyen esas unsur, hisse senetlerinin sağladığı temettü ödemeleridir (Bozkurt, 2021: 29). Bir yatırımcı hisse senedi satın alacağı zaman genelde iki çeşit nakit akışı elde etmeyi beklemektedir. Bunlar hisse senedinin elden çıkarma fiyatı ve elde tutulduğu zamandaki temettüdür (Ekici, 2019: 61). Eğer hisse senetlerinin tahmini satış fiyatlarının gelecekteki temettüler tarafından belirlendiği varsayımıyla hareket edilirse hisse değeri sonsuza giden temettülerin bugünkü değerini vermekte ve formülü aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{E(DPS)_t}{(1 + ke)^t} \right)$$

Formülde;

$E(DPS)_t$ = Hisse başı beklenen kar payı

ke = Özsermaye maliyeti (hisse senedinden beklenen getiri oranı)

Bu yaklaşımın temettüler ve özsermaye maliyeti olmak üzere iki temel girdisi bulunmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları modeliyle temettülerin sonsuza kadar devam etmesi pek mümkün olmadığı için farklı varyasyonlar ile büyüme modelleri geliştirilmiştir. Bunlardan sıklıkla kullanılan iki tanesi sıfır büyüme modeli ve Gordon

büyüme modelidir (Ekici, 2019: 61);

$$\text{Sıfır Büyüme Modeli; Hisse Senedi Değeri} = \frac{D_0}{k} e$$

Formülde,

D_0 = Hisse başına beklenen sabit kar payı(en son ödenen kar payı)

k = Özsermaye maliyeti(hisse senedinden beklenen getiri oranı)

$$\text{Gordon (Sabit) Büyüme Modeli; Hisse Senedi Değeri} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Formülde,

D_1 = Hisse başına beklenen sabit kar payı(yılsonu ödenmesi beklenen kar payı)

k = Özsermaye maliyeti(hisse senedinden beklenen getiri oranı)

g = Sabit büyüme oranı

İndirgenmiş kâr payları modelleri birçok faktörden etkilendiği için pratikte uygulamada güçlük çekilmektedir (Bozkurt, 2021: 33). Nakit akışlarını en güvenilir şekilde değerleyen bu yöntemde şirketlerin büyüme oranı ile ülke ekonomisinin büyüme oranı paralel ise şirketlerin bu modeli terci etmesi önerilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 118).

3.4.6.2. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Modeli

Nakit akışı, kısaca şirkete giren ve çıkan nakitleri ifade etmektedir (Çetiner, vd., 2018: 348). İndirgenmiş Nakit Akışı analizi (İNA) ile paranın zaman değeri ve belirlenen bir iskonto oranı temel alınarak gelecekte şirkette meydana gelebilecek nakit akımlarının bugüne indirgenmesi işlemi yapılmaktadır (Çırak , 2018: 37). İNA yöntemine göre şirkete ait varlıklar nakde dönüşebildiği sürece bir değer ortaya çıkarmaktadır (Elmas, vd., 2017: 1225). İNA yönteminde gelecekte şirketin sağlayacağı nakit akışları, şirketin geçmiş yıllara ait muhasebe verilerinden ve finansal kaynaklarından faydalanarak tahmin edilmektedir (Bozkurt, 2021: 30). İNA'ya göre şirket değerlemesi yapılırken şirketin geleceğe yönelik planlamaları, sermaye yapısı, yönetim anlayışı, yaratıcılığı ve marka değeri gibi değer yaratan unsurlar dikkate alınmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 104). İNA yaklaşımı varlığa ait yaratacağı nakit akışı, nakit akış zamanlaması ve risk derecesi olmak üzere üç değişken ile belirlenmektedir (Bozkurt, 2021: 30). İNA yönteminde kullanılan genel formül

(Gürbüz ve Ergincan, 2008: 105);

$$Değer = \sum_{t=1}^N \left(\frac{CF_t}{(1+r)^t} \right)$$

Formülde;

N: Varlığın ömrü,

CF_t: t dönemdeki nakit akışı,

r: Tahmini dönemdeki nakit akışlarının riski şeklinde ifade edilmektedir.

Şirket sahipleri, paydaşları ve yatırım yapacak olanlar genellikle şirket başarısını ve gelecekteki kârlılığını dikkate almaktadır (Elmas, vd., 2017: 1224). Şirket değerlemesinde kullanılabilecek iki çeşit İNA yöntemi bulunmaktadır (Çetiner, vd., 2018: 348);

Özsermayeye Nakit Akım Yöntemi (ÖNA): Özsermayeye nakit akımı kavramı olarak şirketin bütün finansal yükümlülüklerini tamamladıktan sonra şirket ortaklarına kalan ve değerlendirebilecekleri nakit tutarını ifade etmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımları hesaplanırken yükümlülükler ve paydaşlara sağlanan nakit akışları dikkate alınmamaktadır. Dolayısıyla bu değerlemede ortaklara ve paydaşlara diğer nakit sağlayıcılar için ayrı bir hesaplama yapılmamaktadır. Bu yöntemde iskonto oranı için özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu yöntem aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Altan ve Karahan, 2016: 14);

ÖNA = Net kar + Amortismanlar - İşletme Sermayesindeki Değişim - Sermaye Harcamaları + Yeni Borçlar - Anapara Geri Ödemesi

Bu formül ile bulunan özsermaye maliyeti ile iskonto oranı hesaplanmaktadır. Bu şekilde şirket değeri tespit edilmektedir. Firma verileri ile geliştirilecek projeksiyonlar için hesaplanan ÖNA ile bugünkü değere indirgenmesinde ise aşağıdaki formül kullanılmaktadır (Çetiner, vd., 2018: 349);

$$FD = \frac{\text{ÖNA}_1}{(1+re)_1} + \frac{\text{ÖNA}_2}{(1+re)_2} + \frac{\text{ÖNA}_3}{(1+re)_3} + \dots + \frac{\text{ÖNA}_n}{(1+re)_n} + \text{Artık Değer}/(1+re)_n$$

FD: Firma değeri

re = iskonto oranı => özsermaye maliyeti

ÖNA_i = i yılındaki özsermayeye nakit akışı

n = Projeksiyon son yılını ifade etmektedir.

Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi (FSNA): Firmaya serbest nakit akımları (FSNA) kavramı, farklı nedenler ile şirketten alacaklı olan tüm hak sahiplerine olan nakit akışlarını ifade etmektedir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 10). FSNA, paydaşlara ve şirkete uzun vadeli yabancı kaynak (UVYK) sağlayıcılarına olan nakit akışlarını ifade etmektedir. Bu yöntem ile şirket bir bütün olarak ele alınır. Paydaşlar ve UVYK verenlerin sonsuza kadar olan nakit akışı tahmin edilip tahminlerin bugünkü değeri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılarak hesaplanmaktadır (Elmas, vd., 2017: 1226). FSNA aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Çetiner, vd., 2018: 14);

FSNA = Esas Faaliyet Karı - Vergi + Amortisman Giderleri- İşletme Sermayesi - Sermaye Harcamaları

Hesaplanan FSNA, AOSM ile iskonto edilip şirket değeri hesaplanmaktadır. Şirket verileri için oluşturması gereken projeksiyonlar için FSNA'yı bugünkü değerine indirmek için aşağıdaki formül kullanılmaktadır;

$$F.D = \frac{FSNA_1}{(1+r)_1} + \frac{FSNA_2}{(1+r)_2} + \frac{FSNA_3}{(1+r)_3} + \dots + \frac{FSNA_n}{(1+r)_n} + Artık Değer/(1+r)_n$$

r = iskonto oranı => Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

FSNA_i = i yılındaki serbest nakit akışı

n = Projeksiyon son yılını ifade etmektedir.

3.4.6.2.1. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yönteminin Avantajları

İNA yönteminin avantajları aşağıda maddeler halinde belirtilmektedir;

- Şirkete ait gerçek değerleri belirlemede kullanılan bilimsel bir yöntemdir.
- Şirketin gelecekte elde edeceği başarılarını, değerine en iyi biçimde yansıtmaktadır.
- Şirketin nakit yaratma gücüne odaklanmış bir yöntemdir.
- Şirkette karşılaşılabilecek çeşitli senaryolar üretilmesini sağlayan esnek bir yöntemdir.
- Ekonomik dalgalanmalar, yatırım ve finansman politikaları gibi değişkenlerin şirket değerine etkisinin görülmesini sağlar.
- Hesaplama sonucu ulaşılan değer şirketin şerefîye değerini de içermektedir.

İNA yönteminin karmaşık yapılı olması, bazı öznel varsayımlara dayanması, gelecekteki bazı belirsizliklerin yapılacak tahminleri ve değerlendirme sonuçlarını etkilemesi, diğer değerlendirme yaklaşımlarına göre daha fazla bilgi ihtiyacı olması *dezavantajları* olarak sayılmaktadır (Gündoğmuş ve Öztanır, 2021: 318).

3.4.6.2.2. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değerlemesinde Kullanılan Değişkenler

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemine göre şirket değerlemede, şirkete sağlanan nakit akımları finansal projeksiyonlar ile hesaplanmakta ve bu yöntemle göre değerlendirme yapabilmek için bir iskonto oranı belirlenerek bugünkü değerine indirgenmektedir (Çırak, 2018: 92). İskonto oranı, finansal projeksiyonlar ile hesaplanan nakit akımlarına ek olarak şirketin artık değeri (devam eden değer) bazı risk unsurlarının da dâhil edilmesiyle hesaplanmaktadır. İNA'ya göre şirket değerlemede iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

3.4.6.2.2.1. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, şirketin kaynak maliyeti anlamında kullanılmaktadır (Başçı, 2013: 2). Şirketlerin genellikle iki tür kaynağı bulunmaktadır; özkaynaklar ve yabancı kaynaklar. Özkaynaklar, şirket paydaşlarının hisse senedi satın almasıyla yatırdıkları tutarlar (ödenmiş sermaye) ile dağıtılmamış kârlardan (kâr yedekleri) oluşmaktadır. Borçla ifade edilen kısım ise şirketin ihraç ettiği tahvillerden elde edilmekte olan kaynak ve banka kredilerinden oluşmaktadır. Sermaye maliyeti hesaplarken genel kabul görmüş model Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model, CAPM)'dir (Çırak, 2018: 93). CAPM, yatırımcıların herhangi bir hisse senedinden beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve risk primine eşit olacağını savunan önermeye dayandırılan bir modeldir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Karan, 2011: 354).

$$ER_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

ER = Beklenen getiri oranı

Rf = Risksiz getiri oranı

B = Beta katsayısı

Rm = Piyasanın ortalama getiri beklentisi

3.4.6.2.2.2. Öz Sermaye Maliyeti

Şirket ortakları ve paydaşları işletmeye öz sermaye olarak iki farklı kaynak sağlamaktadır (Başçı, 2013: 2). Bunlardan ilki işletmenin hisse senedini satın almak ikincisi ise net kârdan temettü (kâr payı) almayıp işletmeye yatırmaktır. Paydaşlar bekledikleri getiri oranından dolayı temettü almayıp işletmede bırakmaktadır. Özsermaye maliyetine ilişkin girdiler şunlardır: risksiz faiz oranı, piyasa getirisi (Tevfik, 2006: 125).

3.4.6.2.2.3. Risksiz Getiri Oranı

Herhangi bir yatırımcının belirli bir zaman içerisinde yapmış olduğu yatırımlarından sıfır risk ile elde edeceği getiriye risksiz getiri denir (Çırak , 2018: 96). İndirgenmiş nakit akışı analizine göre şirket değerlemede öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan parametrelerden biri olan risksiz getiri oranı için genellikle devlet tahvilleri getirileri kullanılmaktadır (Çırak, 2018: 99). Bunun yanı sıra gelişmiş ülkelerde Kredi Temerrüt Takasları (Credit Default Swap, CDS) yapılmaktadır.

3.4.6.2.2.4. Piyasa Risk Primi

Piyasaların risk primi belirli bir zaman aralığındaki riskli yatırım araçları getirileri ile risksiz yatırım araçları getirileri arasındaki farktır (Çırak , 2018: 109). Risk teşkil eden bir kıymetin veya varlığın tamamen risksiz bir kıymet veya varlığa göre yatırım yapacak kişiye sağladığı fazladan getiriye piyasa risk primi denir (Yerdelen Kaygın ve Güngör, 2019: 1886). Kısaca piyasa risk primi, bir yatırımcının risksiz varlıklar yerine riskli bir piyasa portföyüne sahip olmasından beklediği ek getiridir (Kulalı, 2016: 289).

3.4.6.2.2.5. Beta Katsayısı

Belirli bir hisse senedinin piyasa ile birlikte hangi ölçüde hareket ettiğini gösteren ölçüte beta katsayısı denir (Çırak, 2018: 114). Bir menkul kıymetin sistematik riski beta (β) ile ölçülmektedir (Karadeniz, vd., 2015: 194). Beta katsayısı hesaplamaları üç şekilde yapılmaktadır. Birincisi varyans/kovaryans yöntemi ikincisi Microsoft Excel programındaki eğim fonksiyonu ve üçüncüsü regresyon formülüdür. Beta genel formülü ise aşağıdaki gibidir (Karadeniz, vd., 2015: 194):

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

R_i = Seçilen hisse senedinin belirli bir dönemdeki getirisi

R_m = Referans endeksin (Bist100 vb.) aynı dönemdeki getirisi

Cov = Kovaryans, iki rastgele değişkenin beraber değişimlerini inceleyen bir istatistiktir.

Var = Varyans, ölçülme birimi orijinal değişkenin biriminin karesidir.

3.4.6.2.2.6. Borçlanma Maliyeti

Borçlanma maliyeti, şirketlerin gerçekleştirmek istedikleri projeleri finanse etmek amacıyla yaptıkları borçlanmaların bugünkü maliyetini ölçmektir (Elmas, vd., 2017: 1227). Borçlanma maliyeti, yapılan faiz ödemelerini vergiden düşürebilmek amacıyla vergi sonrası olarak hesaplanmaktadır. Ayrıca faiz oranlarının yükselmesi ile borçlanma maliyetleri de artmaktadır. Borçlanma maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Çırak, 2018: 141):

$$R = r * (1-t)$$

R = Borçlanma maliyeti

r = Borçlanma oranı

t = Kurumlar vergisi oranı

3.4.6.2.2.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İNA yönteminde şirket değerlendirme yaparken kullanılan bütün varlık ve kaynakların ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile iskonto oranı elde edilmektedir (Yaslıdağ, 2021: 89).

AOSM formülü ise;

$$AOSM = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * \frac{D}{D + E}$$

Formülde;

D: Borcun piyasa değeri

E: Öz sermayenin piyasa değeri

Ke: Öz sermayenin maliyeti

Kd: Borcun maliyeti

t: Vergi oranını ifade etmektedir.

3.4.6.2.2.8. Büyüme Oranı

Değerleme yapılırken şirketin cari dönemdeki satışları ile önceki dönem satış farkının geçmiş dönem satışlarına oranlanması ile İNA yönteminde kullanılacak büyüme oranı tespit edilmektedir (Altan ve Karahan, 2016: 12).

3.4.6.2.2.9. Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi, işletmede ürünlerin üretilme sürecinin başından gelir elde edinceye kadar geçen zaman içerisinde üretim faktörlerine bağlanan fonlardan oluşmaktadır (Elmas, vd., 2017: 1228). Diğer bir ifadeyle tanımlamak gerekirse işletme faaliyetlerinin sürdürülebilir kılınması amacıyla kullanılan ve kısa zaman içerisinde nakde dönüşme özelliğine sahip varlıklara işletme sermayesi denilmektedir. İşletmenin bilançosunda yer alan cari varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki farka net işletme sermayesi denilmektedir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 13). Kısaca kısa vadeli borçlar ile finanse edilmiş cari varlıklardır. Net işletme sermayesi aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Nakit}) - (\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar} - \text{Finansal Borçlar})$$

İNA yöntemi ile şirket değerlemesi, genellikle tahmini dönem 3-10 yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır (Bozkurt, 2021: 30). Tahmin süresi dolduktan sonra oluşan değer *artık değer* (residual value) olarak adlandırılmıştır. Şirketin sonsuza kadar faaliyette kalacağı varsayımı ile ulaşılan artık değer de bugünkü değerine indirgenerek hesaplanıp tahmin dönemindeki nakit akışlarının bugünkü değerine eklenmektedir (Bozkurt, 2021: 31).

3.4.6.2.2.10. Artık Değer (Devam Eden Değer)

Şirket değerlemesi yapılırken şirketlerin borsada işlem gören şirketler gibi sonsuz ömürlü oldukları varsayılarak hesaplamalar yapılmaktadır (Çetiner, vd., 2018: 350). Ancak nakit akışlarının sonsuz değerinin tahmin edilememesinden, söz konusu nakit akışlarını temsil eden artık değer (devam eden değer) hesaplanmaktadır. Oluşturulacak projeksiyonlara göre belirlenen son yılın nakit akışlarının sabit bir büyüme oranında süreceği varsayılmaktadır. Artık değer aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Artık Değer (Devam Eden Değer)} = NA_n * \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

NA = Nakit Akımı

n = Projeksiyon dönemi son yıl

g = Projeksiyon dönemi sonrasında serbest nakit akımlarında beklenen büyümeyi ifade etmektedir.

r = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak alınabilir.



4. LİTERATÜR TARAMASI

Bu başlık altında son yıllarda turizm alanında şirket değerlemesi ve indirgenmiş nakit akışı analiziyle ilgili akademik kaynakların taraması yapılmıştır.

Kula ve Erserim (2022) yaptıkları çalışmada muhasebede değer ve değerlendirme kavramlarını Türkiye bağlamında incelemişlerdir. Çalışmada, değer ve değerlendirme kavramlarının muhasebede hangi yönleriyle tenkit edildiğini ve hangi konuların dönemsel bazda ön planda olduğunu ortaya koymayı amaçlamışlardır. Ayrıca incelenen makalelerin başlıklarında yer alan sözcüklerin frekans değerleri hesaplanarak değer kavramı haricinde öne çıkan kavramlar belirlenmiştir. Çalışmanın son kısmında ise şirket değerlendirme çalışmalarının Türkiye'deki hukuki yükümlülükleri ve yasal düzenlemeleri dikkate aldığı sonucuna varılmıştır.

Prommaharaj (2021) çalışmasında Tayland'da yer alan halka açık Carabao Grup Limitet Şirketi'ni indirgenmiş nakit akışı analizi ile değerlemektedir. Çalışmada yatırımcıların borsada işlem gören şirketlerde hisse senedi alım satım işlemlerini yapabilmesi için hisse senetlerine iç ve dış faktörlerin ne ölçüde etki ettiğini ve fiyat oynaklığını görebilmeleri için şirket değerlemelerinden ne denli faydalandıklarının belirlenmesi amaçlanmaktadır. Araştırmada indirgenmiş nakit akışı analizi yöntemi kullanılmıştır. Tahmini değer ile muhasebe verileri ve standartlarına uyumlu ve CBG hisse senedi fiyatını doğru bir şekilde temsil ettiği sonucuna varılmıştır.

Gündoğmuş ve Öztanır (2021) yaptıkları çalışmada şirket değerlemesini öncelikle teorik bir çerçevede incelemiş ve sonrasında Türkiye'de şirket değerlendirme üzerine yapılan çalışmaların analizini yapmışlardır. Çalışmanın amacı, geçerli ve güvenilir bir değerlendirme yapabilmek için kullanılacak yöntemin belirlenmesinin önemini göstermektir. Çalışmada sadece bir yaklaşım ile değil karşılaştırılabilir değerlendirme yöntemlerinin bir arada kullanılması ve hisse senetlerinin gerçek değerine yaklaşılması gerektiği sonucuna varılmaktadır.

Karadeniz ve Koşan (2021) çalışmalarında, borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarını Fiyat/Kazanç (F/K) oranı ile tespit etmeye çalışmaktır. Çalışmada yöntem olarak kaynak taraması ve F/K oran analizi yapılmıştır. Araştırma sonucunda yapılan Mann-Whitney U testi analizi ile F/K oranı yüksek ve düşük olan turizm şirketleri arasında aktif kârlılık oranı, stok devir hızı, özsermaye kârlılık oranı, net kâr marjı, büyüme oranı ve hisse senedi getirileri bağlamında

istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğu saptanmıştır.

Leskinen vd. (2020) çalışmalarında profesyonel gayrimenkul yatırımcılarının bakış açısıyla yeşil sertifikaların mülk nakit akışları ve değerleri üzerindeki etkisine ilişkin ampirik araştırmaları incelemeyi amaçlamışlardır. Çalışma metodolojik bir çerçeve olarak gelir getiren mülklerde yaygın olarak kullanılan bir mülk değerlendirme yöntemi olan indirgenmiş nakit akışlarını kullanmıştır. Çalışmalarında mülkiyetlerin çevresel performansını tam olarak yansıtan mülk değerleri, ana akım yatırımcılarını sürdürülebilir mülk özelliklerini benimsemeye motive etmek için bir anahtar olacağı sonucuna varmışlardır.

Arslan ve Kayhan (2020) çalışmalarında literatür taraması ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak firma değerlemesinde dikkat edilmesi gereken önemli noktaları belirlemeyi ve vaka çalışması ile bunu incelemeyi amaçlamışlardır. Çalışma sonucunda piyasada kullanılan değerlendirme standartlarının genel olarak yabancı menşeli olduğu ve Borsa İstanbul'da yer alan yabancı yatırımcıların çoğunlukta olduğu saptanmıştır.

Parker (2020) çalışmasında genel kabul görmüş uluslararası değerlendirme standartlarını geniş çerçevede ele almayı amaçlamıştır. Çalışmasını kaynak taraması yöntemi ile oluşturmuştur. Çalışmanın sonucunda uluslararası standartları özetle maddeler halinde açıklamıştır.

Teker (2020) çalışmasında klasik iskonto edilmiş nakit akışları modelini yeniden ele almayı ve modelin girdi faktörlerini detaylı olarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Bu araştırmada model analizi yaklaşımı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda indirgenmiş nakit akışı yönteminin herkesin kolayca kullanabileceği bir sermaye bütçelemesi modeli olmadığı ve bu yöntemi kullanan sermaye yatırımlarının kabulünün şirketin genel stratejik hedeflerinden bağımsız olamayacağı saptanmıştır.

Günay ve Ecer (2020) çalışmalarında Entropi-Mairca hibrit modeli ile Borsa İstanbul'da işlem gören on adet turizm işletmesini değerlendirmişlerdir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren turizm şirketlerinin finansal performanslarını nakit akışına dayalı oranlar kullanarak ölçmek ve karşılaştırmaktır. Çalışmada şirketin finansal gücünün daha iyi bir resmini görüntülemek ve hassas finansal performansı ölçümleri için geleneksel oranlar yerine nakit akış oranları önerilmiştir. Bulgular ve analiz sonuçlarında en iyi turizm şirketi sıralaması Marmaris Altinyunus Turistik Tesisleri A.Ş (MAALT), Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş

(MERİT) ve Kuştur Kuşadası Turizm Endüstri A.Ş (KSTUR) şeklindedir.

Unvan (2019) çalışmasında, şirket değerlendirme yaklaşımlarını ve Türk Hava Yolları (THY)'nın değerlemesini farklı yaklaşımlar ile analiz etmiştir. Konuya ilişkin öncelikle kaynak taraması yapılmıştır. Yöntem olarak indirgenmiş serbest nakit akışı ve benzer şirket değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Sonuçların tutarlılığı karşılaştırılmıştır. Değerleme hatasını minimize etmek için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanılmış ve hisselerin gerçeğe yakın değerlerine ulaşmak için bu yöntemlerin mümkün olduğunca karşılaştırılmalı olması önerilmiştir. Sonuç olarak şirketin faaliyet gösterdiği alanda sektörel olarak spesifik özelliklerin hassasiyetle değerlemeye tabi tutulması gerektiği düşünülmektedir.

Ekici (2019) çalışmasında şirket değerlemelerinde karşılaşılan özel durumları analiz etmiştir. Değerlemeyle alakalı kavramlar ve şirket değerlendirme konusu geniş bir kaynak taraması ile incelenmiştir. Şirket değerlemesi üç durum üzerinden analiz edilmiştir. İlk olarak zarar eden bir şirket senaryosu oluşturulmuş ve değerlendirme sonucunda indirgenmiş nakit akışı analizi ile gerçekçi sonuçlar elde edildiği gözlemlenmiştir. İkinci senaryoda net aktif değer yöntemi ile halka açık olmayan holding şeklindeki sermaye yapısı sınırlı şirketler değerlendirilmiştir. VUK veya TFRS'ye göre mali tabloların analiz edilmesinin, sonucu önemli derecede etkilediği ve seçilen yöntemin şirket yapısına uygun olması gerektiği sonucuna varılmıştır. Üçüncü senaryo ile teknokentte yeni kurulan startup şirketi incelenmiştir. İNA yöntemi ve EBITDA çarpanı ile gerçekçi sonuçlar elde edilmiştir.

Laitinen (2019) çalışmasında indirgenmiş nakit akışı analizi ile Finlandiya'da yer alan startup şirketlerinin finansal başarısının ölçülmesi amaçlanmıştır. Bu çalışma yönteminde nakit akışlarının zaman serisi gelişimini açıklamak için basitleştirilmiş bir matematiksel model geliştirilmiştir. Bu model, gerçek kârlılığın ölçüsü olarak iç verim oranı ve geri ödeme süresinin bir temsilcisi olarak ortalama gecikme geliri oluşumunu kullanmaktadır. Analizde kullanılan girişimin zaman serisi ne kadar uzun olursa iç verim oranının indirgenmiş nakit akışı analizinde oynama eğilimi o kadar önemli olduğu gözlemlenmiştir. Çalışma sonucunda Finlandiyalı startup şirketlerinden oluşan örneklemde elde edilen ampirik kanıtlar, sayısal bulguları desteklemektedir.

Gözen (2019) yaptığı çalışmada şirket değerlemesini kuramsal olarak incelemiştir. Çalışmada şirket değerlendirme yöntemlerinin ve öneminin kavramsal olarak açıklanması amaçlanmıştır. Sonuç olarak değerlendirme sayesinde şirket ile

ilgilenen yatırımcılar için belirsizliğin kalkacağı ve şirket hakkında bir fikir sahibi olunacağı görüşlerine varılmıştır.

Majumdar (2019)'ın makalesinin amacı otel mülkünün değerlemesi için kullanılan değerlendirme modelleri ve geleneksel değerlendirme modellerinin uygulama ve kullanımlarında ortaya çıkan zorluklar hakkında uygulayıcılara bir bakış açısı sağlamaktır. Çalışmada kıdemli finans uzmanlarından gelen veriler incelenmiş ve yarı yapılandırılmış görüşmelerden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda otel değerlemesi için nitel analizlerden nicel analizlere geçilmesinin daha piyasa odaklı ve rafine değerlendirme modellerinin geliştirilmesine olanak sağlayacağı saptanmıştır.

Salla (2019)'un çalışmasında Kosova'da faaliyet gösteren bir şirkete indirgenmiş nakit akışları analizi ile şirket değerlendirme yapılmıştır. Çalışma değere dayalı yönetimi açıklamayı ve bir şirket değerlendirme yöntemi ile çıkarımlarda bulunmayı amaçlamıştır. Çalışmanın yöntemi indirgenmiş nakit akışı yöntemidir. Sonuç olarak Kosova'da kıymetli evrak borsasının bulunmaması nedeniyle hesaplanan şirket değerinin (9.992.000 Euro) ikincil piyasada karşılığı bulunmadığı için kıyaslanması mümkün olmamıştır.

Lilford vd. (2018)'nin çalışmaları net bugünkü değeri hesaplayan indirgenmiş nakit akışı yöntemi ve bu yöntemin türevlerini bir değerlendirme uygulaması yaparak kullanmışlardır. Çalışmada değerlendirme yöntemlerini tartışarak çözümler sunmayı ve iskonto oranlarının neden ve nasıl kullanılması gerektiğini yeniden düşündürmek için basit ve savunulabilir araçlar sunmayı amaçlamışlardır. Çalışma sonucunda endüstri uygulayıcıları ve değerlendirme uzmanları tarafından indirgenmiş nakit akışı ve net bugünkü değer hesaplamalarının sağlıklı entegrasyonunun her zaman mümkün olamayacağına varılmıştır.

Çetiner vd. (2018) çalışmalarında indirgenmiş nakit akışları analizlerinden özsermayeye ve firmaya serbest nakit akışları yöntemlerini kullanarak enerji şirketinin değerlemesini yapmışlardır. Çalışmanın amacı, şirket değerlendirme ve indirgenmiş nakit akışı yöntemini genel çerçevede ele alarak bir uygulama örneği üzerinden açıklamaktır. Çalışma yöntemi olarak indirgenmiş nakit akışları analizi alt bölümlerinden özsermayeye serbest nakit akımları ve firmaya serbest nakit akımları yöntemleri de kullanılmıştır. Geçerli ve güvenilir değerlendirme sonuçları için yalnızca İNA yöntemi değil kullanılan varsayımlarında dikkatle incelenmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Masun (2017) yapmış olduğu çalışmada bir turizm işletmesi olan Solaris Bay Şirketi'nin değlerleme yaklaşımları ile değlendirmiştir. Bu çalışmanın amacı, şirket değlerlemeyi açıklayıp bir şirket değlerleme örneğiyle turizm ve otelcilik sektöründe uygun değerin tespit edilmesidir. Hesaplanan şirket değlerinin şirketin kuruluş sermayesinden %30 daha fazla çıktığı gözlemlenmiş ve şirket değlerini hem düzeltilmiş aktif yaklaşımıyla hem de indirgenmiş nakit akışlarıyla değlerlemenin ulusal bazda benzer alanda işlem gören birçok şirket için uygulanabilir olduğu sonucuna varılmıştır.

Iltas, Arslan ve Kayhan (2017) çalışmalarında finansal ve piyasa dinamikleri, bölgesel veya şirketlere özgü risklerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamıştır. Çalışmada Borsa İstanbul'da 1998-2014 yılları arasında işlem gören 24 sektöre ait 204 şirketin 2549 verisini Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) yöntemi ile değlerlemiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre beklenen kâr payı verimi, likidite artışı, satışlardaki büyüme ve yatırım oranları olumlu, maddi olmayan yatırımlardaki artış, şirkete ait riskler ve jeopolitik risklerin getirileri olumsuz etkilediği saptanmıştır.

Yelgen (2016) çalışmasında Alanya'da faaliyet gösteren halka açık olmayan bir konaklama işletmesinin birleşme ve satın alma işlemlerindeki etkinliğini şirket değlerleme yaklaşımları ile karşılaştırmalı olarak analiz etmiştir. Çalışmada firmaya serbest nakit akışları (FCFF) ve ekonomik katma değeri (EVA) yöntemleri kullanılarak hesaplamalar yapılmıştır. Çalışmanın amacı, halka açık olmayan bir konaklama işletmesinin birleşme ve satın alma işlemi için değeri tespitinin yapılmasıdır. Her iki yöntemde de aynı faaliyet değlerine ulaşılmış ve yatırılan sermaye getirisinin AOSM'nin ve maddi duran varlıkların net satışlara oranının şirket değeri büyük ölçüde etkilediği saptanmıştır.

Toraman ve Körpi (2015) çalışmalarında piyasa değeri çarpanları yönteminin firma değeri belirlemedeki başarısını ortaya koymayı ve en doğru firma değeri bulmayı amaçlamışlardır. Bu çalışmada Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Nakit Akımı (F/NA), Fiyat/Net Satış (F/NS) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları yöntemi seçilmiştir. Çalışma sonucunda piyasa çarpanları yöntemi ile belirlenen şirketlerin tarihi verileri kullanarak tespit edilmesinde tek başına yeterli olmadığı, indirgenmiş nakit akışı yöntemi ile birlikte değlerleme yapılırsa sağlıklı ve güvenilir sonuçlar elde edileceği saptanmıştır.

Fu, Sheel ve Lang (2013)'in çalışmalarının amacı çağdaş otel değerlemesinde doğruluk konusunu yeniden ele almaktır. Çalışmalarında indirgenmiş nakit akışı analizi yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda yatırımcılar veya analistler için değerlemede pazar ve rakipler hakkında ne kadar fazla bilgi mevcutsa tahmin sonuçlarının o kadar gerçekçi ve doğru olduğu saptanmıştır.

Sviatlana (2012) çalışmasında otel değerlemesi ve otel yönetimini konu edinmiş, İsveç'te yer alan bir otel üzerinde uygulama yapmıştır. Çalışma literatür taraması yöntemi ile yapılmıştır. Bu makalenin amacı piyasada otel gayrimenkul değerini yönlendiren ekonomik güçlerin anlaşılmasını sağlamak ve İsveç otel pazarının gelişimi hakkında bir fikir vermektir. Sonuç kısmında mevcut otellerin gayrimenkul açısından yenilenmesi, geliştirilmesi, sertifikalandırılması ve şeffaf piyasa bilgi sistemlerinin oluşturulması gerektiği saptanmıştır.

Fu ve Sheel (2010) çalışmalarında konaklama finansmanını, otel değerlendirme tekniklerini konu edinmiş ve bir vaka çalışması ile açıklamışlardır. Çalışmada otel değerlemesinde kullanılan çağdaş yöntemlerin doğruluğu konusunu yeniden gözden geçirmeyi amaçlamışlardır. Çalışma sonucunda indirgenmiş nakit akışı ve ortalama günlük oranlar yöntemlerinin tahmini değerlerinin doğruluğunu kanıtlamışlardır.

Met (2007) yaptığı çalışmada konaklama şirketlerinin değerini etkileyen unsurları değerlendirme yaklaşımları ile tespit etmiştir. Çalışmanın amacı, şirket değerlendirme yaklaşımlarını teoride ve pratikte gözden geçirip sektöre uygunluk bakımından değerlendirmektir. Çalışmanın yöntemi literatür taraması şeklindedir. Çalışmada yerine koyma maliyetini temel alan değerlendirme yaklaşımının konaklama şirketlerinin değerini yansıtmadaki imkânının düşük olduğu ve konaklama işletmelerinde maliyet, satış karşılaştırma ve gelir yaklaşımlarının sıklıkla kullanıldığı saptanmış ve bu nedenle her otel kendi özel koşullarında değerlendirilmelidir sonucuna varılmıştır.

Ülgen ve Teker (2005) çalışmasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören sanayi şirketlerinin değerlemesini yaparak şirketlerin piyasa değerlerini karşılaştırmayı amaçlamışlardır. Yöntem olarak firmaya serbest nakit akışları ve özsermayeye serbest nakit akışları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda şirketlerin piyasa değerlerine en yakın sonuçları firmaya serbest nakit akışı yönteminin verdiği belirtilmiştir.

Literatürdeki çalışmalara dayanarak araştırmanın hipotezleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

H0: Değerleme çalışması yapılacak firmanın gerçek değeriyle piyasa değerleri farklıdır.

H1: Değerleme çalışması yapılacak firmanın gerçek değeriyle piyasa değeri arasında bir ilişki bulunmaktadır.



5. UYGULAMA

5.1. Araştırmanın Kapsamı

Çalışma konusu olan indirgenmiş nakit akışları (İNA) yöntemi ile şirket değerlemesi XYZ Turizm Endüstri A.Ş.'ye üzerine uygulanmıştır. Çalışmada borsada işlem gören ve turizm endeksinde faaliyet gösteren XYZ şirketinin 2018-2022 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları; ayrıca Kamu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) edinilen faaliyet raporları içerisinde yer alan finansal tablo dipnotlarından faydalanılmıştır. Şirkete ait bazı verilere ise iş yatırım sitesinden ulaşılmıştır. Şirketin finansal tablo verileri, mali oran analizleri ve duyarlılık analizleri çerçevesinde değerlendirilerek şirket için varsayımlar ve bu varsayımlar ile şirket adına bazı stratejiler geliştirilmiştir.

5.2. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Çalışmanın uygulama kısmında verileri kullanılan Borsa İstanbul'da işlem gören ve turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketin ismi, gerekli izinler alınamadığı için kullanılamamaktadır. Bu nedenle çalışmada XYZ Turizm Yatırım A.Ş. olarak adlandırılmıştır.

Şirket Ege Bölgesi Muğla ilinde yer almaktadır. Muğla ili tarihi, kültürel ve doğal değerlere sahip, turizm faaliyetlerinin en yoğun olduğu Batı Anadolu'nun ortasında bulunmaktadır. Ayrıca turizm açısından en önemli deniz sınır kapısına sahip olması, Muğla'yı, sektörün en gelişmiş illerinden biri haline getirmiştir. Muğla'nın batısı Ege denizine açıldığından, Kuşadası ve Didim ilçeleri turizmin her alanına uygunken diğer ilçeler daha çok folklorik ve arkeolojik değerler açısından günübirlik ziyaretlere daha uygundur. Bu nedenle yatırımlar, bu iki kıyı ilçesinde toplanmış olup ileriye dönük taleplerde bu bölgede yoğunlaşmaktadır. Muğla ilinin bir diğer önemi, İzmir metropoliten alana çok yakın ve doğrudan etki alanı içinde olmasıdır. İzmir'e otoyol bağlantısı ile 100 km uzaklıkta olan Muğla kent merkezi, İstanbul'a 930 km, Ankara'ya 530 km uzaklıktadır. Deniz yolu, il içinde Kuşadası limanından sağlanmakta, daha büyük liman kullanımı için İzmir limanından yararlanılmaktadır.

Değerlemesi yapılan şirketin turistik yerlerde turizme elverişli alanlarda gerçek ve tüzel kişi ya da devlete ait arazi ve arsaları;

- Otel ve motel tesislerini yalnız veya hisseli olarak satın almak, kiralamak, kiraya vermek, satmak,

- Bu arsa ve araziler üzerinde turistik otel, motel, tatil köyü, oberj kamp, plaj, termal ve sportif tesisler, konuk evi, eğlence yerleri, lokanta, gazino, restoran, pastane gibi tesisler kurmak, inşa etmek ya da ettirmek, işletmek, mevcut tesisleri kiraya vermek ya da satmaktır.

Şirketin başlıca hasılat elde ettiği gelir unsuru bungalov, villa, stüdyolu pansiyon blokları, otel, motel ve benzeri turistik ikamet üniteleri inşa etmek, satın almak ve kiralamak suretiyle işletmektir. Bu kapsamda her türlü turistik emtianın alım-satımını yapmaktır.

5.3. Sektör Hakkında Genel Bilgiler

Geçmişten günümüzde ülkeler, turizm endüstrisinin gelir sağlama ve yeni istihdam oluşturabilme gücünden yararlanmaktadır (Emir, 2019). Önemi giderek artan ve bugün ülkeler ekonomisinde büyük boyutlara ulaşan turizm endüstrisi, insanların fiziksel ve sosyo-kültürel ihtiyaçlarına doğrudan ve dolaylı olarak kendi içinde değişikliklik gösteren sürelerde cevap verebilen en etkili faaliyet alanlarını barındırmaktadır (Emir, 2019). İnsanlar her yıl çeşitli nedenler ile sehayete çıkmaktadır. Günümüzde ihtiyaç haline gelen seyahat, sanayi devriminden sonra gelişen bilim ve teknolojiyle paralel olarak turist profilini de etkilemektedir. Dünyada geçmiş elli-atmış yılda turizm planlaması, deniz-güneş-kum türü turistik hareketlere yoğunlaştırılmış ve rekabet stratejileri kitle turizmi tarafından yönlendirilmiştir. Dünya Turizm Örgütünün uzun dönem tahminlerine göre, 2030 yılına kadar tüm dünyadaki yabancı turist gelişleri %3,3'lük bir artışla 1.8 milyara ulaşacaktır. Yine bu yıllarda yeni ortaya çıkacak turistik destinasyonlara yapılacak seyahatlerde yıllık %4,4'lük bir artış beklenmektedir (UNWTO, 2019).

Turizm, Türkiye’de bacasız sanayi olarak adlandırılan hizmet dalının önemli bir sektörü olarak ekonomik anlamda oldukça önemli bir yer teşkil etmektedir. Türkiye’de 1980 yılı ve sonrasında sektörün geliştirilmesi ve ekonomik kalkınmaya yardımcı olabilmesi için çeşitli yasal düzenlemeler üretilmiştir (Dalgın, Karadağ ve Bingöl, 2015: 174). Bu bağlamda 12.03.1982 tarihinde 2634 sayılı “Turizm Teşvik Kanunu” kabul edilmiştir.

Turizm sektörü bulunduğu ülke içerisindeki diğer sektörlerin birçoğuyla ilişki halindedir. Emek yoğun, esnek ve dinamik yapılıdır. Turizm sektöründeki gelişim, bu sektöre lojistik destek sağlayan tarım, sanayi ve ulaştırma gibi sektörlerin gelişimini de sağlar. Yol, köprü, kanalizasyon gibi altyapı; otel, pansiyon, hava limanı gibi

üstyapı yatırımlarını da gerektirir. Dolayısıyla devlet desteğini gerektirir. Turizmin bu özelliklerinde dolayı ulusal ve uluslararası tüm olumlu veya olumsuz etkilerden doğrudan etkilenmektedir. Örneğin, 2019 yılında meydana gelen yeni Koronavirüs salgını dolayısıyla ülkeler sınırlarını kapatmıştı. Ölümlere yol açan bu salgın evrensel olarak turizm sektörünü önemli ölçüde etkilemiş olup birçok şirketin iflasına neden olmuştur. Örneğin, 2001-2003 yıllarında, Dünya genelinde turizm hareketlerinde bir düşüş yaşanmıştır. Irak krizi, terör olayları, ekonomik sorunlar ve Uzakdoğu'da meydana çıkan SARS hastalığı gibi etmenler, turizm sektörünü olumsuz yönde etkilemiştir. Turizm gelirlerinden Dünya genelinde 2002 yılında % 0,3 oranında artış kaydedilirken, 2003 yılında turizm gelirleri % 2 oranında azalmıştır. Keza ülkelere gelen turist sayısında da % 1,2 oranında bir düşüş gözlenmiştir (Yiğitgüden, 2022).

2003 yılında Türkiye'nin de dâhil olduğu Avrupa bölgesinde önemli bir azalma olmamış ancak turizm gelirleri % 3 oranında düşmüştür. 2003 yılı başlarında Irak krizi nedeniyle ülkemizde de turizm sektöründe geçici bir süre için durgunluk yaşanmıştır (Yiğitgüden, 2022).

2022 yılında ise pandeminin etkilerinden arınmak ve kayıplarını telafi etmek için çalışmalara başlayan turizm sektörü, şubat ayının sonunda başlayan Rusya-Ukrayna savaşı ve batılı devletlerin Rusya'ya uyguladığı geniş ölçekli ambargolarla sarsılmıştır.

Türkiye'nin son 5 yıla ait turizm gelirleri değerlendirildiğinde 2018 yılı TÜİK verilerine göre turizm geliri bir önceki yıla göre %12,3 artarak 29.512.926 dolar (TÜİK, 2018), 2019 yılı %17 artarak 34.520.332 dolara ulaşmıştır (TÜİK, 2019). Pandemi ilanından sonraki 2020 yılında ise %65,1 azalarak 59.320 dolar olmuştur (TÜİK, 2020). Pandemi döneminde belirli kısıtlamaların kaldırılması ile 2021 yılında turizm geliri 2020 yılına göre %103 artarak 24.482.332 dolara ulaşmıştır (TÜİK, 2021).

Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü 2022 yılı turizm verileri raporunda, dünyanın tüm bölgelerinde turist sayısında artış olduğu yaklaşık 1,5 milyar ile rekor kırılan salgın öncesindeki (2019) dünyadaki turist sayısı ile kıyaslama yapıldığında 2022'de 900 milyon ile yüzde 63'lük bir toparlanma olduğu belirtildi (UNWTO, 2022).

5.4. Değerleme Yöntemi

Araştırmada firma değerlendirme yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi

(İNA) yöntemi kullanılmıştır. İNA yöntemlerinden ise firmaya serbest nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanmıştır. İNA yönteminde kullanılan iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile ifade edilmektedir. Bu çalışmada AOSM, şirketin iki temel kaynağı olan “özsermaye” ve “finansal borçlanma maliyetlerinin” ağırlıklandırılmış ortalamasını ifade etmektedir. Ayrıca İNA yönteminde beta katsayısı da hesaplanmaktadır. Beta katsayısı ile turizm endeksinde bir birim değişme olması durumunda XYZ şirketinin hissesinin ortalama kaç birim değiştiği hesaplanmaktadır.

5.5. Veri Seti

Araştırma kapsamında İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) yöntemi hesaplanırken kullanılan değişkenler öz sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı, piyasa risk primi, beta katsayısı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), artık değer (devam eden değer) ve net işletme sermayesidir.

5.5.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması

Özsermaye maliyeti hesaplarken genel kabul görmüş model Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model, CAPM)'dir (Çırak, 2018: 93). CAPM, yatırımcıların herhangi bir hisse senedinden beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve risk primine eşit olacağını savunan önermeye dayandırılan bir modeldir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Karan, 2011: 354).

$$k_e = R_f + \beta * R_p$$

ke = Özsermaye maliyeti

Rf = Risksiz getiri oranı

B = Beta katsayısı

Rm = Sermaye piyasaları risk primi

Risksiz getiri oranı: İNA yöntemine göre risksiz getiri oranı parametresi devlet tahvilleri getirileri kullanılarak elde edilmektedir (Çırak, 2018: 99). Bu çalışmada risksiz getiri oranı Türkiye Cumhuriyeti Devleti tarafından ihraç edilen, TL cinsinden 10 yıllık devlet tahvilleri faizi baz alınmıştır.

Piyasa risk primi: *Türkiye için Piyasa (Pazar) Risk Primi* hesaplamasında “*Gelişmiş Ülkeler Piyasa Risk Primi*”ne Türkiye’nin ülke risk primi eklenmektedir. Teoride *Türkiye Piyasa Risk Primi*, yıllar itibariyle Borsa İstanbul 100 (BIST100)

endeksi getirileri (TL) ile tahvil getirileri üzerinden hesaplanmaktadır (Çırak, 2018: 113). Ancak bu hesaplama sonucu iki temel sorun teşkil etmektedir. Birincisi BIST 1985 yılında faaliyete geçmiş olup getiri ortalamalarında yalnızca 37 yıllık bir veri sunabilmektedir. İkincisi ise Türk Sermaye Piyasaları (TSP) 37 yıllık süreçte istikrarsız bir seyir izlemiştir. Bu nedenle piyasa risk priminin standart sapması çok yüksek olup, ulaşılabilecek sonucu anlamsız kılmaktadır. Türkiye’deki piyasa risk primini güvenli hesaplayabilmek için değerlendirme yapılan yıla göre 10 yıllık gösterge tahvili ve o yıla ait borsa getirisi arasındaki ortalama fark alınmaktadır (Atasever, 2017: 225). Piyasa risk primi ülkelerin politik, sosyo-ekonomik risk düzeylerini göz önünde bulundurarak günlük belirlenmekte ve piyasalardaki arz-talep dalgalanmasını iyi derecede yansıtmakta olduğu için kredi derecelendirme kuruluşlarınca daha güvenilir kabul edilmektedir (Atasever, 2017: 217).

Beta katsayısı: Beta katsayısı ile turizm endeksinde bir birim değişme olması durumunda XYZ şirketinin hissesinin ortalama kaç birim değiştiği hesaplanmaktadır. Bu çalışmada beta katsayısı hesaplanırken MS Excel programındaki eğim (trend) fonksiyonu kullanılmıştır.

5.5.2. Borçlanma Maliyetinin Hesaplanması

Borçlanma maliyeti, yapılan faiz ödemelerini vergiden düşürebilmek amacıyla vergi sonrası olarak hesaplanmaktadır. Borçlanma maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Çırak, 2018: 141):

$$R = r * (1-t)$$

R = Borçlanma maliyeti

r = Borçlanma oranı

t = Kurumlar vergisi oranı

5.5.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplanırken öncelikle şirkete ait özsermaye ve borçların maliyetleri hesaplanmaktadır. Daha sonra bulunan maliyetler borçların ve özsermayenin miktarına göre ağırlıklandırılmaktadır. AOSM aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$AOSM = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * \frac{D}{D + E}$$

$$k_e = R_f + \beta * R_p$$

$$k_d = i * (1 - T)$$

E: Özsermaye

D: Borçlanma

k_e: Özsermaye Maliyeti

k_d: Borçlanma Maliyeti

R_f: Risksiz Faiz Oranı

R_p: Risk Primi

T: Vergi Oranı

5.5.4. Artık Değer (Devam Eden Değer) Hesaplanması

Nakit akışlarının sonsuz değerinin tahmin edilmesinin mümkün olmaması, söz konusu nakit akışlarını temsil eden artık değer (devam eden değer) hesaplanmaktadır. Oluşturulacak projeksiyonlara göre belirlenen son yılı nakit akışlarının sabit bir büyüme oranında süreceği varsayılmaktadır. Artık değer aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Artık Değer(Devam Eden Değer)} = NA_n * \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

NA = Nakit Akımı

n = Projeksiyon dönemi son yıl

g = Projeksiyon dönemi sonrasında serbest nakit akımlarında beklenen büyümeyi ifade etmektedir.

r = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak alınabilir.

5.5.5. Net İşletme Sermayesinin (NİS) Hesaplanması

NİS kısa vadeli borçlar ile finanse edilmiş cari varlıklardır. Net işletme sermayesi aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Nakit}) - (\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar} - \text{Finansal Borçlar})$$

5.5.6. Net İşletme Sermayesi İhtiyacının Hesaplanması

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı = Ortalama Ticari Alacaklar + Ortalama Stoklar – Ortalama Ticari Borçlar

Ortalama Ticari Alacaklar ve Devir Hızı:

$$\text{Ticari Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

$$\text{Ticari Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

$$= \frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Ortalama Stoklar ve Devir Hızı:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Ortalama Ticari Borçlar ve Devir Hızı:

$$\text{Ticari Borçlar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

5.5.7. İNA Yönteminde Kullanılan Diğer Değerler

Net satışlar: Ortakların sermayeye katkıları dışında, öz kaynakta artışla sonuçlanan ve işletmenin dönem içindeki olağan faaliyetlerinden elde edilen brüt ekonomik fayda tutarıdır (Savcı, 2017: 83). Bu çalışmada net satışlar tutarı, işletmenin gelir tablosunda yer alan “*hasılat*” kısmından elde edilmiştir.

Satışların Maliyeti: Satılmak üzere üretilen veya alınan mamullere doğrudan kullanılan tüm maliyetlerdir. Üretim aşamasının dışında kalan genel giderler, pazarlama ve satış giderleri gibi dolaylı harcamamalarda bu kapsamda satışların maliyeti olarak değerlendirilmektedir (Savcı, 2017: 83). Bu çalışmada satışların maliyeti tutarı, işletmenin gelir tablosunda yer alan “*satışların maliyeti*” satırından elde edilmiştir

Brüt Kâr: işletmenin satışları sonucunda elde ettiği gelirler ile satılan ürünlerin maliyetinin farkıdır (Savcı, 2017: 83). Bu çalışmada brüt kâr tutarı, işletmenin gelir tablosunda yer alan “*brüt kâr*” satırından elde edilmiştir

Faaliyet Giderleri: İşletmenin esas faaliyeti ile ilgili olan ve üretim maliyetlerine eklenmeyen giderlerdir (Savcı, 2017: 84). Bunlar: Genel Yönetim

Giderleri, Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri, Araştırma ve Geliştirme Giderleridir. Bu çalışmada faaliyet gideri tutarı gelir tablosunda yer alan “*faaliyet giderleri*” satırından elde edilmiştir.

Esas Faaliyet Kârı: Net faaliyet kârından esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin de çıkarılmasıyla elde edilen kârdır (Savcı, 2017). Döviz kuru değişiminin faaliyetlerde oluşturduğu kâr ve zararı da hesaba dâhil etmektedir. Bu çalışmada esas faaliyet kârı tutarı gelir tablosunda yer alan “*esas faaliyet kârı*” satırından elde edilmiştir.

Amortisman Giderleri: Duran varlıkların yıpranma, aşınma ve eskime payına amortisman denir. Şirketlerin kullanmak üzere aldıkları varlıkların aşınması veya eskimesi halinde gösterilebilen gider payıdır (Dinç ve Atabay, 2018: 69). Bu çalışmada amortisman giderleri tutarı, bağımsız denetçi raporlarında yer alan dipnotlardan elde edilmiştir.

FAVÖK: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) işletmenin faaliyet performansının bir ölçüsüdür. Aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$FAVÖK = Esas Faaliyet Kârı + Amortisman Giderleri$$

Vergi Karşılığı: Takip edilen dönemde ödenmek üzere ayrılan vergi borçlarıdır (Gücenme ve Poroy Arsoy, 2007: 5). Bu çalışmada vergi karşılığı tutarı gelir tablosunda yer alan “*dönem vergi geliri/gideri*” satırından elde edilmiştir.

Ortalama Ticari Alacaklar ve Devir Hızı: Ticari alacaklar işletmenin ticari ilişkisi nedeniyle ortaya çıkan senetli ve senetsiz alacakların gösterildiği ve bir yıl içerisinde nakde dönüştürülmesi öngörülen hesap kalemidir (Yılmaz ve Altınkeser, 2020: 123). Ticari alacak devir hızı ticari alacakların yılda kaç kez nakde dönüştüğünü göstermekte ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Savcı, 2017: 199):

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

$$\text{Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Ortalama Stoklar ve Devir Hızı: İşletmenin satmak, üretimde kullanmak veya tüketmek amacıyla edindiği, bir yıl içerisinde nakde dönüştürebileceği varlıklar stoklardır (Yılmaz ve Altınkeser, 2020: 166). Stok devir hızı stokların etkinliğini, ne kadar sürede üretim ve satışa dönüştüğünü göstermektedir (Savcı, 2017: 200). Stok devir hızı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Ortalama Ticari Borçlar ve Devir Hızı: İşletmenin ticari ilişkileri sebebiyle meydana gelen senetli ve senetsiz borçların kaydedildiği muhasebe kalemidir (Yılmaz ve Altınkeser, 2020: 362). İşletmenin faaliyetleri sonucu oluşan borçların ne kadar süre içerisinde kaç kez ödendiğini göstermektedir. Devir hızının düşük olması kabul edilmektedir. Ticari borçlar devir hızı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Ticari Borçlar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

Yatırım Giderleri: Devletin üretim kapasitesini arttırmak veya toplumsal bir kurum ya da hizmetin yapılmasını sağlamak amacıyla ortaya çıkarttığı gider türüdür (Savcı, 2017: 261). Bu çalışmada yatırım giderleri tutarı bağımsız denetçi raporlarında yer alan dipnotlardan elde edilmiştir.

Serbest Nakit Akımları (SNA): Tüm borçlar ve diğer yükümlülükler ödendikten sonra firmaya veya öz sermayeye olan nakit akışıdır (Altan ve Karahan, 2016). SNA formülü aşağıdaki gibidir:

$$\text{SNA} = \text{FAVÖK} - \text{Vergi Karşılığı} - \text{Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi} + \text{Yatırım Giderleri}$$

$$\text{Net İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \text{Ortalama Ticari Alacaklar} + \text{Ortalama Stoklar} - \text{Ortalama Ticari Borçlar}$$

Net İşletmesi Sermayesi İhtiyacı Değişimi = Cari yıl ile bir önceki yıla ait net işletme sermayesi ihtiyacı arasındaki farktır.

İskonto Katsayısı: Bu çalışmada iskonto katsayısı olarak cari yıl 1 kabul edilmiş olup, diğer yılları cari yıla oranlayacak şekilde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile ağırlıklandırılarak MS Excel programı ile hesaplanmıştır (Investing.com, 2022).

$$\text{İskonto Katsayısı} = 1 / (1 + \text{AOSM})$$

Tablo 5.1 İndirgenmiş Nakit Akışı Yönteminde Hesaplanan ve Kullanılan Değerler

Net Satışlar
Beta Katsayısı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)
Satışların Maliyeti
Brüt Kar

Tablo 5.2 İndirgenmiş Nakit Akışı Yönteminde Hesaplanan ve Kullanılan Değerler (devamı)

Faaliyet Giderleri
Esas Faaliyet Karı
Amortisman Giderleri
FAVÖK
Vergi Karşılığı
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı
Ortalama Ticari Alacaklar (KDV Hariç)
Ortalama Stoklar
Ortalama Ticari Borçlar (KDV Hariç)
<i>Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi</i>
<i>Ortalama Stok Devir Süresi</i>
<i>Ortalama Ticari Borç Devir Süresi</i>
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi
Yatırım Giderleri
Serbest Nakit Akımları
İskonto Katsayısı

5.5.8. Çalışmada Kullanılan Bazı Değerler ve Varsayımlar

XYZ Turizm ve Yatırım A.Ş.'nin indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile değerlendirme çalışmasında aşağıdaki varsayımlar esas alınmıştır:

- 2022 yılı baz alındığından iskonto katsayısı 1 alınmakta ve 2028 yılına kadarki iskonto katsayıları AOSM ile ağırlıklandırılarak aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{İskonto katsayısı} = 1 / (1 + \text{AOSM})$$

- İskonto oranı fırsat maliyeti, sermaye maliyeti ya da istenen getiri oranı kavramları ile anlam olarak aynı oranı ifade etmekte ve indirgenen nakit akımlarının riskini de kapsamaktadır.

- Risk ve belirsizlik durumları nedeniyle turizm sektöründe faaliyet gösteren XYZ Turizm ve Yatırım A.Ş.'nin dalgalanmalardan oldukça fazla etkilenebileceği varsayılmıştır.

- Şirketin değişken faiz oranlarına duyarlı olduğu, varlık ve yükümlülüklerinin vadelerini dengelemek suretiyle faiz riskini yönettiği, faiz elde edeceği varlıklarını kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendirildiği tespit edilmiştir.

- Değerleme yapılan yıldaki enflasyon oranlarının %64,27 olması şirketin gelecekteki nakit akışlarında azalarak devam eden büyüme oranları olacağı tahmin

edilmiştir. Gelecek yıllara ait yıllık değişim yüzdeleri Hazine ve Maliye Bakanlığı ile Strateji ve Bütçe Başkanlığının hazırladığı raporlar dikkate alınmıştır.

- Şirketin turizm faaliyetlerinde bulunması nedeniyle yabancı para birimi bazlı tüm kısa vadeli ve uzun vadeli satın alım sözleşmeleri ile tüm varlıklar ve yükümlülükleri içermekte olup değerlendirme hesaplamaları TL para birimi cinsinden yapılmıştır.

- Şirketin satışların yıllık değişim oranları her yılın net satış değerlerinin bir önceki yıla oranı ile hesaplanmıştır.

- Satışların maliyetinin satışlara oranı enflasyon oranı tahminleri doğrultusunda hesaplanmaktadır.

- 2028 yılı uç değer olarak kabul edilmiştir.

- Şirketin kıdem tazminatları analizde ihmal edilmiştir.

- Net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken ortalama ticari alacak ve ortalama stoklarının toplamından ortalama ticari borçlar çıkarılmıştır.

- Ortalama ticari alacak devir süresi, ortalama stok devir hızı ve ortalama ticari borç devir süresi 2022 yılına kadar hesaplanmaktadır. Takip eden yılların 2022 yılı ile aynı orantıda devam edeceği varsayılmıştır.

- Şirkete ait FAVÖK değerleri hesaplandığı için net işletme sermayesi ihtiyacından amortisman giderleri düşülmemiştir.

- Firmanın özsermaye maliyeti %12,12 olarak hesaplanmıştır.

- Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %12,31 olarak hesaplanmıştır.

- Kullanılan vergi oranı %23'tür.

- Hazine ve Maliye Bakanlığı ile Strateji ve Bütçe Başkanlığınca hazırlanan ve 2023-2025 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) ile temel ekonomik büyüklükler ve hedefler belirlenmiştir. Buna göre enflasyon oranları 2023 yılı için %58, 2024 için %31,02, 2025 için 17,74, 2026 ve 2027 için %9,9 olarak öngörülmüştür.

- Ülkenin büyüme oranı tahmini Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından %5,5 olarak belirlenmiştir. Beklenen büyüme oranının ülke büyüme oranından büyük olamayacağı ve bu nedenle çalışmada %5 olarak tahmin edilmiştir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 12).

- Risksiz getiri oranı %11,89 alınmıştır.

- Piyasa risk primi %5 alınmıştır.

- Beta değeri %4,62 olarak hesaplanmıştır.

5.6. Bulgular

İndirgenmiş Nakit Akışı analizi ile gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenebilmesi için veri setinde belirlenen değerler aşağıdaki başlıklar altında hesaplanmıştır.

5.6.1. Beta Katsayısı Hesaplaması

Beta katsayısı: Bu çalışmada beta katsayısı hesaplarken MS Excel programındaki eğim (trend) fonksiyonu kullanılmıştır.

Beta, değerlemesi yapılan şirketin dalgalanmalarını gösteren bir katsayıdır. Değerleme çalışmalarında beta katsayısı korelasyon katsayısı olarak düşünülmektedir. Bu çalışmada beta katsayısı 2018-2022 yıllarına ait gün bazında XYZ şirketinin ve BİST100 hisselerine ait kapanış fiyatları kıyaslanması sonucu elde edilmektedir. Hesaplamalar Tablo 4'te gösterilmektedir. Beta katsayısı hesaplamasına ilişkin açıklamalar tablonun sonunda yer almaktadır.

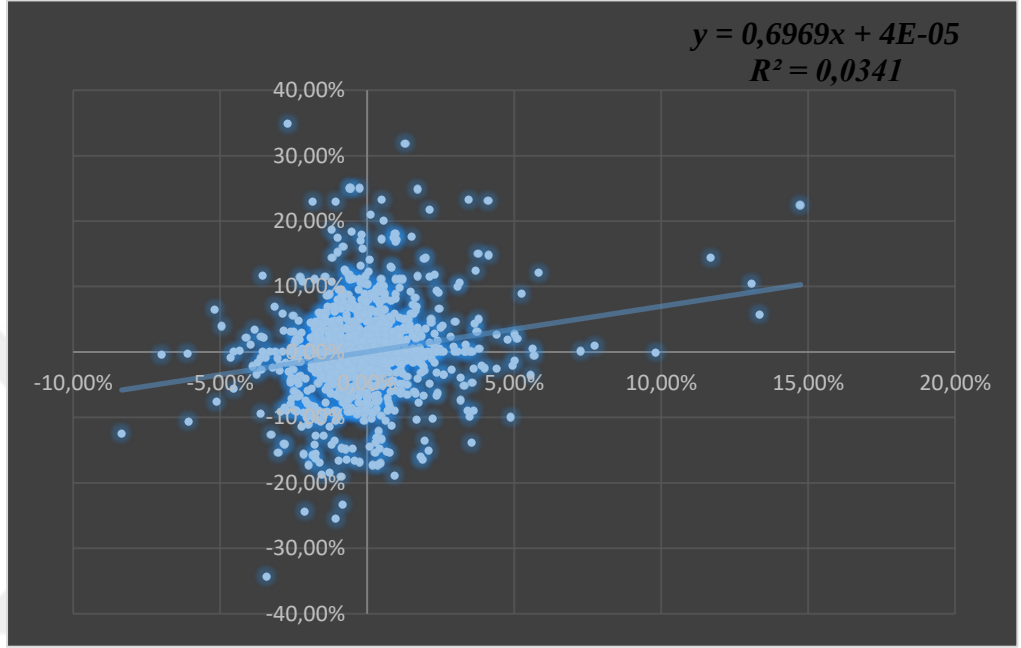
Tablo 5.3 2018-2022 Yıllarına ait Ay Bazında BETA Katsayısı Hesaplama

TARİH (GÜNLÜK)	KAPANIŞ		DEĞİŞİM	
	XYZTRZM	XU100	XYZTRZM	XU100
2.01.2018	1.157,35	9,9		
5.01.2018	1.161,59	9,9	0,37%	0,00%
8.01.2018	1.175,14	10,01	1,17%	1,11%
9.01.2018	1.163,11	10,02	-1,02%	0,10%
10.01.2018	1.148,12	10,02	-1,29%	0,00%
...	...	...	...	...
26.12.2022	5.516,87	371,1	1,87%	-1,83%
27.12.2022	5.512,91	367	-0,07%	-1,10%
28.12.2022	5.443,83	349,8	-1,25%	-4,69%
29.12.2022	5.347,71	339,6	-1,77%	-2,92%
30.12.2022	5.510,78	349,8	3,05%	3,00%
BETA KATSAYISI				4,62%

(İş Yatırım, 2022)

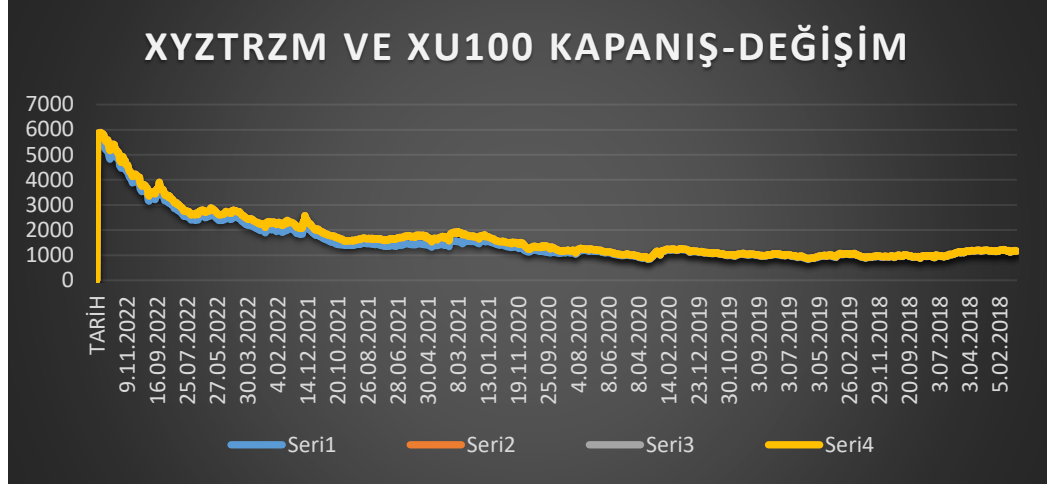
Beta katsayısı ile turizm endeksinde bir birim değişme olması durumunda XYZ şirketinin hissesinin ortalama kaç birim değiştiği hesaplanmaktadır. Beta katsayısı XYZ Turizm Yatırım A.Ş.'nin ve BIST100 endeksinin 2018-2022 yıllarına ait kapanış ve değişim değerleri ile hesaplanmaktadır. 01.01.2018 – 31.12.2022 tarihleri

arasındaki günübirlik değerler baz alınmıştır. Tabloda yer alan XYZ şirketinin ve BIST100 endeksinin hisselerinin günlük kapanış değerlerinin her biri, bir önceki güne göre değişim oranı hesaplanmaktadır. Beta katsayısı XYZ şirketi ile BIST100' n bilinen hisse değerleri arasında $f(x) = y$ fonksiyonu oluşturulmaktadır. Bu fonksiyona ilişkin hesaplanan değişim değerlerine ait koordinat düzlemi ve çizgi grafiği aşağıda verilmektedir:



şekil 5.1 XYZ Turizm Yatırım A.ř. ve BIST100 Hisselerinin Koordinat Düzleminde Karşılaştırması

XYZ şirketinin ve BIST100 hisselerinin birbiri ile olan ilişkisi koordinat düzleminde gösterilmektedir. Bu düzlemde y eksenini XYZ Turizm Yatırım A.ř.'nin hisse verilerini; x eksenini BIST100'e ait hisse verilerini göstermektedir. Grafikteki trend çizgisi borsa endeksindeki değişimi temsil etmektedir. Bu eğimin etrafındaki noktalar da şirkete ait hisse fiyatlarını göstermektedir. Borsa endeksindeki değişime bağlı olarak XYZ şirketi hisse fiyatı beta katsayısı (0,046) kadar değişmektedir.



Şekil 5.2 XYZ Turizm Yatırım A.Ş. ve BIST100 Hisselerinin Karşılaştırılması

5.6.1.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması

$$k_e = R_f + \beta * R_p$$

ke = Özsermaye maliyeti

Rf = Risksiz getiri oranı

B = Beta katsayısı

Rp = Sermaye piyasaları risk primi

$$k_e = 11,89 + 0,046 * 0,05$$

$$k_e = 12,12$$

5.6.2. Borçlanma Maliyetinin Hesaplanması

Ağırlıklandırılacak borçların oranı Tablo 4'te yer alan Finansal Borç / Finansal Borç + Özkaynak ile hesaplanmaktadır.

Tablo 5.4 XYZ Turizm Yatırım A.Ş. Toplam Kaynak Oranlaması

Kaynaklar	Tutarı	Toplam Kaynaklara Oranı
Finansal Borç (D)	27.369.971	27.369.971/130.805.432= 0,21
Özkaynak (E)	103.435.461	103.435.461/130.805.432=0,79
Toplam	130.805.432	1,0

XYZ Turizm ve Yatırım A.Ş.'nin borçlanma oranı risksiz getiri oranı ile piyasa risk priminin toplanmasıyla elde edilmiştir. Daha sonra Türkiye Cumhuriyeti Merkez

Bankası (TCMB)’nın vergi oranı (%23) borç maliyetinden elimine edilerek borçlanma maliyeti bulunmaktadır. Formülde yerine yazarsak:

$$k_d = r * (1 - t)$$

kd = Borçlanma maliyeti

r = Borçlanma oranı

$$r = R_f + R_p$$

$$r = 11,89 + 5,00$$

$$r = 16,89$$

t = Kurumlar vergisi oranı =0,23

$$k_d = 16,89 * (1 - 0,23)$$

$$k_d = 13,01$$

5.6.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

$$AOSM = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * \frac{D}{D + E}$$

E: Özsermaye

D: Borçlanma

ke: Özsermaye Maliyeti

kd: Borçlanma Maliyeti

$$AOSM = 12,12 * \frac{103.435.461}{27.369.971 + 103.435.461} + 13,01 * \frac{27.369.971}{27.369.971 + 103.435.461}$$

$$AOSM = 12,31$$

AOSM hesaplanırken kullanılan kalemler ve değerleri Tablo 6’da gösterilmektedir.

Tablo 5.5 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	11,89%
Beta Katsayısı	4,62%
Piyasa Risk Primi	5,0%
K_e	12,12%
Borçlanma Maliyeti	
Borç Maliyeti	16,89%
Vergi Oranı	23%
K_d	13,01%
Borç / (Borç + Özkaynak)	20,09%
AOSM	12,31%

5.6.4. Artık Değer (Devam Eden Değer)

$$\text{Artık Değer(Devam Eden Değer)} = NA_n * \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

NA = Nakit Akımı

n = Projeksiyon dönemi son yıl

g = Projeksiyon dönemi sonrasında serbest nakit akımlarında beklenen büyümeyi ifade etmektedir.

r = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak alınabilir.

NA (Nakit Akımı) = 96.908.514

n = 2028

g = 0,03

AOSM = 12,31

$$\text{Artık Değer} = 96.908.514 * \frac{(1+0,03)}{(12,31 - 0,03)}$$

$$= 1.392.716.341$$

5.6.5. Net İşletme Sermayesi (NİS) İhtiyacı Hesaplanması

Aşağıdaki formüller ile hesaplanan değerlerin tümü Tablo 7, 8, 9 ve 10’da gösterilmektedir.

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı = Ortalama Ticari Alacaklar + Ortalama Stoklar – Ortalama Ticari Borçlar

Ortalama Ticari Alacaklar ve Devir Hızı:

$$\text{Ticari Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

$$\text{Ticari Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Ortalama Stoklar ve Devir Hızı:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Ortalama Ticari Borçlar ve Devir Hızı:

$$\text{Ticari Borçlar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

Tablo 5.6 Net İşletme Sermayesi (NİS) İhtiyacının Hesaplanması için Kullanılan Mali Tablo Kalemleri

	2018	2019	2020	2021	2022
Hasılat (Net Satışlar)	31.966.496	38.510.554	4.146.413	19.841.101	103.411.221
Ticari Alacaklar	821.299	59.107	38.884	7.856	959.526
Stoklar	1.572.924	1.306.726	1.807.423	1.368.173	4.208.937
Ticari Borçlar	2.466.665	1.534.191	338.463	158.908	6.398.791
<i>Ortalama ticari alacaklar</i>		440.203	48.996	23.370	483.691
<i>Ortalama stoklar</i>		1.439.825	1.557.075	1.587.798	2.788.555
<i>Ortalama ticari borçlar</i>		2.000.428	936.327	248.686	3.278.850
NET İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI		-120.400	790.143	692.740	-1.369.086

5.6.6. İNA Yönteminde Kullanılan Diğer Değerler

Amortisman ve Yatırım Giderleri: Çalışmada, gelecekteki amortisman giderleri tahmini yapılırken ise şirket değerinin indirgendiği yıla kadar olan son beş yılın yatırım giderlerinin her birini %20 oranında ağırlıklandırılmaktadır. Yatırım giderleri ve amortisman giderleri aşağıdaki formüller ile hesaplanarak tahmin edilmiştir:

Yatırım Giderleri = Bir önceki yılın yatırım gideri * (1 + Tahmin Edilen Yıla ait Yıllık Değişim)

$$2023: 12.422.220 * (1 + \%58) = 19.627.108$$

$$2024: 19.627.108 * (1 + \%31,02) = 25.715.436$$

$$2025: 25.715.436 * (1 + \%17,74) = 30.277.355$$

$$2026: 30.277.355 * (1 + \%9,9) = 33.274.813$$

$$2027: 33.274.813 * (1 + \%9,9) = 36.569.019$$

Amortisman Giderleri = Her bir yıl için son 5 yıla ait yatırım giderlerinin %20'si alınarak toplanmıştır.

$$2023 \text{ Yılı: } 19.627.108 * 0,2 + 12.422.220 * 0,2 + 161.162 * 0,2 + 2.189.193 * 0,2 + 3.040.267 * 0,2 = \mathbf{7.488.190}$$

$$2024 \text{ Yılı: } 25.715.436 * 0,2 + 19.627.108 * 0,2 + 12.422.220 * 0,2 + 161.162 * 0,2 + 2.189.193 * 0,2 = \mathbf{12.023.224}$$

$$2025 \text{ Yılı: } 30.277.355 * 0,2 + 25.715.436 * 0,2 + 19.627.108 * 0,2 + 12.422.220 * 0,2 + 161.162 * 0,2 = \mathbf{17.640.856}$$

$$2026 \text{ Yılı: } 33.274.813 * 0,2 + 30.277.355 * 0,2 + 25.715.436 * 0,2 + 19.627.108 * 0,2 + 12.422.220 * 0,2 = \mathbf{24.263.386}$$

$$2027 \text{ Yılı: } 36.569.019 * 0,2 + 33.274.813 * 0,2 + 30.277.355 * 0,2 + 25.715.436 * 0,2 + 19.627.108 * 0,2 = \mathbf{29.092.746}$$

Tablo 5.7 Amortisman Giderleri ve Yatırım Giderleri Tahmini

Yıllar	Amortisman Giderleri	Yıllık Değişim	Yatırım Giderleri
2018	1.757.295		
2019	1.827.174	20,5%	3.040.267
2020	1.956.920	-89,2%	2.189.193
2021	1.882.689	378,5%	162.162
2022	2.738.694	421,2%	12.422.220
2023	7.488.190	58%	19.627.108
2024	12.023.224	30,02%	25.715.436
2025	17.640.856	17,74%	30.277.355
2026	24.263.386	9,9%	33.274.813
2027	29.092.746	9,9%	36.569.019

FAVÖK, Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) işletmenin faaliyet performansının bir ölçüsüdür. Aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\mathbf{FAVÖK} = (\text{Esas Faaliyet Kârı} + \text{Amortisman Giderleri})$$

FAVÖK, şirketin yaptığı faaliyetler sonucu elde ettiği kâr rakamıdır. Bu değer in içerisinde faiz gelir/gideri, kur farkı gelir/gideri, vergi gelir/gideri gibi şirketin kontrolünde olmayan değişken değerler bulunmamaktadır (Öztürk, 2017).

Esas Faaliyet Kârı şirketin brüt kârından faaliyet giderlerinin elimine edilmesi sonucu ulaşılmıştır. FAVÖK değerinin elde edebilmek için ise hesaplanan esas faaliyet kârı tutarına amortisman giderleri eklenmektedir. Böylelikle şirketlerin kârları gerçekçi ve diğer benzer şirketler ile kıyaslanabilir biçime getirilmektedir.

Tablo 5.8 FAVÖK Hesaplamasında Kullanılan Muhasebe Kalemleri ve FAVÖK

	2018	2019	2020	2021	2022
Esas Faaliyet Kârı	14.954.022	16.685.647	-5.322.451	3.649.689	51.830.922
Amortisman Giderleri	1.757.295	1.827.174	1.956.920	1.882.689	2.738.694
FAVÖK	16.711.317	18.512.821	-3.365.531	5.532.378	54.569.616

Serbest Nakit Akımları (SNA): Tüm borçlar ve diğer yükümlülükler ödendikten sonra firmaya veya öz sermayeye olan nakit akışıdır (Altan ve Karahan, 2016). SNA formülü aşağıdaki gibidir:

$$SNA = FAVÖK - Borç Karşılığı - Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi + Yatırım Giderleri$$

Tablo 5.9 Serbest Akımları Hesaplama Kalemleri ve Serbest Nakit Akım Değeri

	2018	2019	2020	2021	2022
FAVÖK	16.711.317	18.512.821	-3.365.531	5.532.378	54.569.616
Vergi Karşılığı	3.941.138	3.444.515	0	2.723.088	13.627.367
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı		-120.400	669.743	1.362.483	-6.604
Yatırım Giderleri	3.882.733	3.040.267	2.189.193	162.162	12.422.220
Serbest Nakit Akımları	12.770.179	12.148.439	-6.344.867	1.954.389	29.889.115

Net İşletmesi Sermayesi İhtiyacı Değişimi = Cari yıl ile bir önceki yıla ait net işletme sermayesi ihtiyacı arasındaki farktır.

İskonto Katsayısı:

$$\text{İskonto Katsayısı} = 1 / (1 + AOSM)$$

$$AOSM = 12,31$$

Tablo 5.10 2021-2028 Hesaplanan İskonto Katsayısı Değerleri

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
İskonto Katsayısı					1,00	0,89	0,79	0,71	0,63	0,56	0,56

Çalışmada 2022 yılı baz alındığı için o yıl itibariyle iskonto katsayısı hesaplanmıştır. Yıllara ait her bir değer bir önceki yılın iskonto katsayısına göre AOSM ile ağırlıklandırılmıştır.

5.6.7. Nakit Akım Projeksiyonları ve Şirket Değerleme

Çalışmanın bu aşamasında indirgenmiş nakit akışı hesaplamasına geçilmiştir. Şirket değerlemesinde 2023-2027 yılları değerlendirildiği için hesaplanacak muhasebe kalemleri 2022 yılına iskonto ettirilmektedir. Finansal analiz verileri ve varsayımlar ile yapılan tahminler neticesinde nakit akım projeksiyon tablosu oluşturulmuştur. Şirket değeri tespiti için Firmaya Serbest Nakit Akımlarının bugünkü değeri kullanılmıştır. Bu doğrultuda oluşturulan projeksiyonlar ve yukarıda hesaplanan tüm değerlerin Tablo 11 ve 12’de son hali görülmektedir

Tablo 5.11 İndirgenmiş Nakit Akışı Hesaplama (TL)

İNA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Uç Değer
Net Satışlar	31.966.496	38.510.554	4.146.413	19.841.101	103.411.221	163.389.729	214.073.223	252.049.813	277.002.744	304.426.016	
Yıllık Değişim		20,5%	-89,2%	378,5%	421,2%	58,0%	31,0%	17,7%	9,9%	9,9%	
SMM	-15.934.535	-20.531.700	-8.427.811	-13.947.612	-46.444.965	-73.361.988	-96.118.877	-113.170.366	-124.374.232	-136.687.281	
SMM/Net Satışlar	-49,8%	-53,3%	-203,3%	-70,3%	-44,9%	-44,9%	-44,9%	-44,9%	-44,9%	-44,9%	
Brüt Kar Faaliyet Giderleri	16.031.961	17.978.854	-4.281.398	5.893.489	56.966.256	90.027.741	117.954.346	138.879.447	152.628.512	167.738.735	
Faaliyet Giderleri	1.077.939	1.293.207	1.041.053	2.243.800	5.135.334	5.882.030	7.706.636	9.073.793	9.972.099	10.959.337	
Giderleri/Net Satışlar	3,4%	3,4%	25,1%	11,3%	5,0%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	
Esas Faaliyet Karı	14.954.022	16.685.647	-5.322.451	3.649.689	51.830.922	84.145.711	110.247.710	129.805.654	142.656.413	156.779.398	
Amortisman Giderleri											
FAVÖK	1.757.295	1.827.174	1.956.920	1.882.689	2.738.694	7.488.190	12.023.224	17.640.856	24.263.386	29.092.746	
Vergi Karşılığı	16.711.317	18.512.821	-3.365.531	5.532.378	54.569.616	91.633.900	122.270.934	147.446.510	166.919.800	185.872.145	
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	3.941.138	3.444.515	0	2.723.088	13.627.367	19.353.513	25.356.973	29.855.300	32.810.975	36.059.262	
Ortalama Ticari Alacaklar (KDV Hariç)		-120.400	669.743	1.362.483	-6.604	97.327.132	127.518.008	150.139.703	165.003.533	181.338.883	
Ortalama Stoklar		440.203	48.996	23.370	483.691	95.704.321	125.391.802	147.636.307	162.252.302	178.315.280	
Ortalama Ticari Borçlar (KDV Hariç)		1.439.825	1.557.075	1.587.798	2.788.555	7.453.610	9.765.720	11.498.159	12.636.477	13.887.488	
Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi		2.000.428	936.327	248.686	3.278.850	5.830.800	7.639.514	8.994.764	9.885.245	10.863.884	

Tablo 5.11. İndirgenmiş Nakit Akışı Hesaplama (TL) (devamı)

[illegible]

Firma Değeri, baz alınan yıl olan 2022 yılı ve uç değer olarak belirlenen 2028 yılının indirgenmiş nakit akışlarının toplamı alınarak hesaplanmaktadır.

Tablo 5.12 İNA Yöntemiyle Firma Değeri Hesaplaması

Firma Değeri	926.236.754
Nakit ve Nakit Benzeri	71.121.448
Finansal Borçlar	-27.369.971
Finansal Yatırımlar	5.670
Peşin Ödenmiş Giderler	4.627.197
Diğer Alacaklar	21.839
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	12.540.474
Diğer Borçlar	-1.650.345
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	-1.131.357
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	-824.620
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-974.884
Piyasa Değeri	982.602.205
Fiyat	231,5
Borsa İstanbul (31.12.2022) (Borsa İstanbul, 2022)	350,06

Şirkete ait piyasa değerine şirketin 2018-2022 yılı bilanço ve gelir tablolarında hesaplama dâhil edilmeyen ve bağımsız denetim raporu kontrolü yapılarak önemli görülen muhasebe kalemlerinin eklenmesi ile ulaşılmıştır. Şirketin hisse senedi fiyatına hesaplanan piyasa değerinin ödenmiş sermayeye bölünmesi sonucu ulaşılmıştır. İş yatırım sitesi verilerinden elde edilen 31.12.2022 tarihli piyasa değeri ise 350,6'dır.

Şirketin ömrünün sonsuz olduğu varsayımıyla değerlemede baz alınan son yılda sabit 0,05 büyüme oranı ile 2028 yılı indirgenmiş nakit akışı 779.551.807 olarak hesaplanmıştır (Hatipoğlu ve Yener, 2013). Bu sonuca göre şirketin değer tespitinde kullanılacak olan devam eden değer perpetuite formülü ile hesaplanmış olup sonuç 1.392.716.341'dir.

Tespit edilen bu değere göre 2022 yılı sonunda şirkete ait bir hissenin fiyatı 231,5 TL olarak hesaplanmıştır. 31.12. 2022 tarihi itibarı ile şirketin BİST'te son işlem fiyatı 350,6 TL olmuştur. Şirkete ait mali tablolar ve bağımsız denetim raporu

01.03.2023 tarihinde yayınlanmış ve yayınlanma tarihinde şirkete ait hisse senedinin borsa fiyatı 249,9 TL olmuştur.



SONUÇ

Şirket değerleme, şirkete ait varlıkların değerinin para cinsinden belirlenmesi, şirkete ait bina, arsa, makine, teçhizat, stok vs. şeklindeki toplam varlıkların ve para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin tahmini şeklinde tanımlanmaktadır (Karavardar, 2003, s. 1). Değerleme süreci deneyimli kişiler tarafından yapılmakta ve yoğun bir çalışma gerektirmektedir. Değerleme sürecinin önemli ve karmaşık yapılı olması zaman geçtikçe değişen ve gelişen dünyaya ayak uydurmada zorluklarla karşılaşılmasına ve bu nedenlerle çeşitli yöntemlerin tasarlanmasına sebep olmuştur (Bilir & Kulalı, 2014, s. 40). Bütün değerleme yöntem ve teknikleri şirketlerin değerlerini en doğru şekilde takdir ve tahmin etmeyi amaçlamaktadır.

Sermaye piyasalarında son yıllarda yaşanan değişim ve gelişimlere paralel olarak şirket performansının para cinsinden değerinin doğru ve güvenilir bir biçimde ölçülmesi finansal alanlarda oldukça önemli bir çalışma alanı oluşturmuştur. Artan rekabet ortamı ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren çeşitli şirketlerin ikame edilebilirliğinin artması, geleneksel yöntemlerin yetersiz kalmasına ve modern şirket değerleme yöntemlerinin geliştirilmesine zemin hazırlamıştır. Ayrıca sermayenin piyasada serbest dolaşımı şirket birleşme, bölünme ve satın almaları, hisse senedi veya varlık alım satımlarının artması değerleme konusunun önemini artırmıştır.

Değerlemesi yapılacak şirketin hissedar değeri yaratıp yaratmadığının ve tahmin edilen değer doğru tespit edilmesinin turizm sektörü açısından oldukça önemli olduğu düşünülmektedir. Emek yoğun bir sektör olan turizm endüstrisi, ulusal anlamda döviz getirisi sağlamakta ve geniş bir istihdam alanı yaratmaktadır. Turizm sektörü konaklama, yiyecek-içecek, ulusal ve uluslararası ulaşım, seyahat acenteleri, turizm rehberliği ve tur operatörlüğü, eğlence, rekreasyon, hatıra ve hediyelik eşya, moda, sağlık, Spa-Wellness vb. bir çok alanda istihdam yaratmaktadır. Dolayısıyla borsada işlem gören turizm ve yatırım şirketlerinin ortak ve paydaşlarına getiri sağlayacakları birçok alan yaratılmaktadır. Çok sayıda ve farklı kesimleri etkileyebilmesi nedeniyle turizm şirketlerinin değerlemesi de ayrıca önem kazanmaktadır.

Bu çalışmada Türk turizm sektöründe yer alan bir şirketin değerlemesinin örnek uygulamasının yapılması hedeflenmiştir. Çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da kayıtlı bir turizm şirketini indirgenmiş nakit akışı (İNA) yöntemiyle değerleyerek bulunan bir hisse değerinin piyasa değeriyle bir ilişkisinin olup olmadığını tespit etmektir. Bu

amaç doğrultusunda İNA analizi ile 2018-2022 yıllarına ilişkin yıllık mali tablo verilerinden yola çıkılarak araştırma kapsamındaki şirketin değerlemesi ve hesaplanan şirket değerinden yola çıkılarak şirketin değeri ve bir hisse senedi fiyatının değeri tespit edilmiştir. Değerlemesi yapılan şirket Muğla ili Fethiye ilçesinde yer alan XYZ Turizm ve Yatırım A.Ş.'dir.

Araştırmaya konu olan turizm sektöründe İNA yönteminin uygulandığı şirket değerlendirme çalışmalarının yeterli sayıda olmadığı literatür incelemesinden anlaşılmaktadır. Literatürde yer alan şirket değerlendirme yöntemleri arasında İNA yönteminin en kabul görmüş yöntem olduğu belirlenmiştir. Fakat çalışma alanları daha çok hizmet sektörü dışındaki endüstrilerdir. Bu endüstrilere enerji, demir-çelik, makine, popüler marka değerlemeleri, elektrik, sağlık ve bilişim örnek olarak gösterilebilir. Turizm endeksinde faaliyet gösteren XYZ Turizm Yatırım A.Ş.'nin AOSM ve enflasyon oranına bağlı olarak çalışma kapsamına konu olan yıllar içinde dalgalanmalarının oldukça fazla olması, sektörün sosyo-kültürel, ekonomik, çevresel vb. birçok faktörün etkisi altında kalmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle XYZ Turizm Yatırım A.Ş. değerine her türlü varsayım dâhil edilerek ulaşılmıştır.

XYZ Turizm Yatırım A.Ş. şirket değerlemesi, şirketin 2018-2022 yıllarına ait finansal verilerine dayanarak yapılmıştır. Uygulamada varsayımlar ve bulgular değerlendirildiğinde XYZ Turizm Yatırım A.Ş.'nin değeri 805.292.370 olarak tahmin edilmiştir. Bu değer enflasyona, büyüme oranına, devam eden değere ve iskonto oranlarına bağlı olarak 2018-2028 yıllarının indirgenmiş nakit akışları toplamıdır. 2018-2022 yıllarına ait finansal veriler kullanılarak 2023 yılı ve sonrası gelecekteki nakit akışları değerleri tahmin edilmiştir. İNA analizinde kullanılan çeşitli kavram ve hesaplamaların yapılabilmesi için çalışma kapsamındaki şirkete ait verilerin yararlanıldığı son yıl olan 2022 yılı baz alınmıştır. İskonto oranı 2022 yılında 1,0 olarak kabul edilmiş ve takip eden yıllar AOSM'ye göre indirgenmiştir.

XYZ Turizm Yatırım A.Ş.'nin yıllık değişimleri 2018-2022 yıllarına ait gelir tablolarında yer alan net satışlar ve satışların maliyet oranları ile hesaplanmıştır. Gelecekteki yılların büyüme katsayılarının enflasyon oranına bağlı olarak tahmin edilmesinin daha sağlıklı olduğu düşünülmüştür. Çalışmanın uygulama kısmında yer alan Tablo 7'deki projeksiyonlar ile şirketin kâr ve zarar değerlerine ulaşılmış, bu değerlere FAVÖK değeri, sermaye harcamaları ve net işletme sermayesindeki değişim

tutarlarının dikkate alınması ile her yıl için serbest nakit akışlarının bugünkü değeri tespit edilmiştir.

Sonsuza kadar gidecek olan gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini hesaplariken %5 büyüme oranı baz alınmıştır. Paranın zaman değeri formülleri içerisinde perpetualite formülü kullanılarak devam eden değer 1.392.716.341 olarak hesaplanmıştır.

Şirketin gelecek değerleri tespit edildikten sonra geçmişe yönelik borçlanmaları ve alacakları da hesaba katılmaktadır. Şirket satın alma kararları verilirken şirketin borçlarının ve alacaklarının da şirket değerinin içinde olduğunun bilinmesi gerekir. Tabloda bu değerlerin eklenmesi ile piyasa değerine ve şirketin hisse senedi fiyatlarına ulaşılmıştır. Şirketin piyasa değeri 982.602.205 ve hisse senedi fiyatı 231.5 olarak hesaplanmıştır. Şirkete ait hisse senetlerinin 30.12.2022 tarihindeki borsa fiyatı 350,6 TL iken mali tablo beklentilerine göre mali tabloların açıklanma tarihinde 249,9 TL'ye düştüğü ve çalışmamızda tespit edilen 231.5 TL'lik fiyata yakınsadığı görülmüştür. Bu sonuçla değerlendirme çalışması yapılacak firmanın gerçek değeriyle piyasa değeri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki bulunduğu yönündeki H1 hipotezi kabul edilmiştir.

Çalışmada yapılan araştırmaların değerlendirme varsayımları ve aşamalarının, söz konusu şirket değerlendirme yöntemleri konusunda araştırma yapacak olanlar için çalışmalarına yön vereceğine ve araştırmalarına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu çalışmada İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine göre şirket değerlemesi yapılmıştır. Bundan sonra konu ile ilgili araştırma yapacak araştırmacılara, diğer şirket değerlendirme yöntemleri ile birlikte araştırma konusu şirketin değerlemesinin yapılması ve değerlemenin sektörün diğer şirketlerine de uygulanması önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, H., İşgüden Kılıç, B., & Güneş, S. (2014). Temel Finansal Araçların KOBİ TFRS, Tam Set TFRS ve Türk Vergi Mevzuatı ile Karşılaştırmalı İncelemesi ve Muhasebeleştirme Örnekleri. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 21(2), 141-161.
- Abrahams, T., & Sidhu, B. (1998). The Role of R&D Capitalisations in Firm Valuation and Performance Measurement. *Australian Journal of Management*, 169-183.
- Akdağ, S. (2015, Mayıs). Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Denetim Programı.
- Akdeniz Turistik Otelciler Birliği. (2014, Şubat). Turizm Sektörünün Yapısı, Büyüklüğü ve Ekonomiye Katkısı Araştırması: Turizm ve Konaklama Sektörünün Sosyo-Ekonomik Etkileri. Antalya, Muratpaşa, Türkiye. Şubat 2022 tarihinde <https://web.ogu.edu.tr/Storage/YasarSari/Uploads/aktobarastirma.pdf> adresinden alındı
- Akgün, A. İ. (2016). Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nda Tarihi Maliyet Muhasebesinden Gerçeğe Uygun Değere Yöneliş. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(3), 127-153.
- Akıncı, E. (2019, Ocak 13). Tarihsel Perspektifte Limitet Şirket Kavramı. *İstanbul Hukuk Mecmuası*, 76(2), 481-502. 2022 tarihinde alındı
- Akkaya, C. (2005). Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Alternatif Bir Yöntem: Reel Opsiyonlar. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 172-178.
- Akkoç, E. (1997). Enflasyonun İşletmeler Üzerinde Etkileri ve Enflasyon Muhasebesinde Değerleme Yöntemlerinin Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı.
- Aladwan, M. (2018). Accounting Measurement Revolution and Market Value. *Modern Applied Science*, 11(12), 279-289.
- Alkan, G. İ., & Demireli, E. (2007). Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 27-39.
- Altan, M., & Karahan, N. S. (2016). Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özsermayeye Nakit Akımları ve Ekonomik Katma Değer Yöntemleri ile Firma Değerlemesi: Borsa İstanbul'da Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11-23.
- Altın, H., & Süslü, C. (2018). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi: Lokanta ve Oteller Üzerine Bir Uygulama. *Maliye ve Finans Yazıları*, 31-50.
- Altın, H., & Süslü, C. (2018). Finansman Kaynakları ile Firma Büyümesi Arasındaki İlişki: BİST Turizm Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 1-8.
- ALTSO. (2022). *Alanya Ticaret ve Sanayi Odası*. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket İşlemleri: <https://www.altso.org.tr/hizmetlerimiz/sicil-islemleri/tescil-islemleri/sermayesi-paylara-bolunmus-komandit-sirket-islemleri/> adresinden alındı
- Arıkan, Z. (1998). Şirket Hukuki Yapısının Seçiminde Vergilendirmenin Rolü ve Önemi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(1), 67-81.
- Arslan, H., & Kayhan, T. (2020). Piyasa Çarpanları ile Değerlemede Önemli Noktalar: Vaka İncelemesi. Z. Gölen, A. Unvan, & S. Özer içinde, *İktisadi ve İdari Bilimlerde Akademik Çalışmalar* (s. 17-32). Cetinje-Montenegro: IVPE.

- Aslan, S. (2013, Temmuz 8). TOKKDER. Şirket Değerleme Yöntemleri: <http://tokkder.org/tokkder-dergi/1896> adresinden alındı
- Asni, N., & Sawarjuwono, T. (2020). Unveiling Intrinsic Value in Biodiversity Accounting: A Challenge for Accountants in Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, 1(7), 125-138.
- Atakan, T., & Gökbulut, İ. (2010). Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Uygulanabilirliğinin Panel Veri Analizi ile Test Edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 180-189.
- Atasever, G. (2017). Türkiye'de Risk Primi (CDS), Piyasa Göstergeleri ve Seçim Dönemlerine İlişkin Ekonometrik Analiz. *International Journal of Academic Value Studies (Javstudies)*, 217-226.
- Avcı, B. (2017, Eylül). Adi Ortaklıkta Ortaklıklar Arası İlişkiler. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul, Türkiye: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı.
- Muğla, M., & Karahasanoğlu, H. (2022). Ülke Kredi Notu Görünümlerinin Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: BİST30 Endeksi Üzerine Bir Olay Analizi. *BEYDER (Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi)*, 17(1), 59-73. doi:10.54860/beyder.1048458
- Azadov, A. (2020). İskontolu Nakit Akışı Yöntemine Göre Firma Değeri Tespiti. *Yüksek Lisans Tezi*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Bağlama, M. S. (2017, Mart). Şirket Değerleme Yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Lojistik Sektöründe Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Denetim Anabilim Dalı.
- Bal, H. (2009). Sermaye Bütçelemesi Yatırım Kararlarında Özkaynağa Nakit Akımı Yönteminin Kullanılması ve Projeye Nakit Akımı Yöntemi ile Karşılaştırılması. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 219-236.
- Başçı, E. S. (2013). 8. Bölüm Sermaye Maliyeti. *Ders Notu*. Sakarya : Sakarya Üniversitesi Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi.
- Başer, F. (2019). *Özel Sigortacılık Sektörü Ders Notu*. Ankara: Ankara AÖF.
- Baykut, E., Özen, E., & Yeşildağ, E. (2019). Likiditenin Kârlılık Üzerine Etkisi: BİST Ticaret Endeksi İçin GMM Modeli Uygulaması. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 4(4), 599-608.
- Bayraktar, A. (2012). Etkin piyasalar Hipotezi. *Aksaray Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 37-47.
- Bıçak, Ş. (2016, Nisan). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Denetim Programı.
- Bilir, H., & Kulalı, İ. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 39-55.
- Birgili, E., & Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: IMKB'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 74-83.
- BK. (2005). *Bankacılık Kanunu*. Ankara: Mevzuat Dergisi. <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5411.pdf> adresinden alındı
- Borsa İstanbul. (2022). <https://borsaistanbul.com/tr/> adresinden alındı
- Bosiger, S. (2015). Master's Thesis. *Valuation of Firms in The Hospitality Industry*. Ljubljana: University of Ljubljana Faculty of Economics.

- Bozkurt, E. (2021, Nisan). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Dayalı Olarak Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Karşılaştırılması. *Yüksek Lisans Tezi*. Denizli: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Programı.
- Bruner, R., Conroy, R., Estrada, J., Kritzman, M., & Li, W. (2002). Introduction to 'Valuation in Emerging Markets'. *Emerging Markets Review*, 310-324.
- Canbaş, S., & Vural, G. (2016). *Finansal Yönetim "Açıklamalı Örnekler ve Problemler"*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Cingöz, A. (2014). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama. *Doktora Tezi*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Cornell, B. (1993). *Corporate valuation : tools for effective appraisal and decision making*. Homewood Illinois to Chicago: Homewood, Ill. : Business One Irwin.
- Çalış, Y. E. (2013). Üretim Maliyetlerinin İç Denetimine Genel Bakış. *Çankırı Kartekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(1), 159-175.
- Çetiner, M., Özöğüt, A., & Kendir, H. A. (2018, Haziran). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği. *Journal of Institute of Economic Development and Social Researches*, 9(4), 346-356.
- Çil Yavuz, N. (2006). Türkiye'de Turizm Gelirlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisinin Testi: Yapısal Kırılma ve Nedensellik Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 162-171.
- Çırak, R. (2018). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Dalgın, T., Karadağ, L., & Bingöl, Z. (2015). Türkiye'de Turizm Girişimciliğinin Gelişimi ve Turizmle İlgili Sağlanan Teşvikler. *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 174-184.
- Damodaran, A. (2012). Firm Valuation: Cost of Capital and Adjusted Present Value Approaches. A. Damodaran içinde, *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (s. 369-405). US : John Wiley & Sons.
- Davitadze, E. (2017). Finansal Türev Araçlarının Portföy Yönetiminde Korunma Amaçlı Kullanılması. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı .
- Demir, E. E. (2016). Anonim Şirket Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı.
- Dinç, E., & Atabay, E. (2018). Türkiyedeki Yasal Düzenlemelere Göre Amortisman Uygulamaları ve Vergi Etkisine Yönelik Değerlendirme. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 67-91.
- Dinç, S. (2016). 6102 Sayılı Kanuna Göre Anonim Şirketlerde Sona Erme. *Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi*, 223-248.
- Dönbak, R. E., & Ukav, İ. (2016). Continuing Value Calculation with Discounted Cash Flows Method: An Application Example for Tekart Tourism Establishment Whose Shares Are Dealt in Istanbul Stock Exchange . *Journal of Tourism and Hospitality Management*, 139-145.
- Durmaz, F. (2017, Mart). Girişimcilik. *Girişimcilik Ders Notları*. Manisa: Manisa Celal Bayar Üniversitesi Turgutlu Meslek Yüksek Okulu.
- Ece, O. (2018). Değer Maksimizasyonu İçin Değer Temelli Yönetim ile Kurumsal Sürdürülebilirlik İlişkisinin Belirlenmesi: BIST'da Bir Uygulama. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 299-329.

- Ede, S. (2016). Şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi ve Uygulanması. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Programı .
- Ekici, H. (2019, Aralık). Şirket Değerlemesinde Karşılaşılan Özel Durumların Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı.
- Elective Paper 9.7;. (2020). *Valuations & Business Modelling* (s. 486). içinde New Delhi: The Institute of Company Secretaries of India.
- Elmas, B., Yılmaz, H., & Yalçın, S. (2017, Eylül 28). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Kullanımı: BIST Bilişim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 31(5), 1221-1238.
- Emir, G. (2019). Dünya ve Türkiye Turizmi: Gelişimi ve Geleceği. G. Emir içinde, *Otel İşletmelerinde Kat Hizmetleri* (s. 120). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık. <https://acikerisim.bartın.edu.tr/bitstream/handle/11772/6660/G%C3%B6khan%20Emir-Kıtap%20B%C3%B6l%C3%BCm%C3%BC.pdf?sequence=1&isAllowed=y> adresinden alındı
- Ercoskun Şenol, K. (2013). Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Toplantıları. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 19(2), 1693-1726. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/809925> adresinden alındı
- Erdem, Ü. (2015). TFRS Uygulayan İşletmelerde Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Denetim Programı.
- Ergin, N. E. (2016). Vergi Mevzuatı ile TMS/TFRS'nin Değerleme Ölçüleri Açısından Karşılaştırılması. *Vergi Dünyası*, 9-20.
- Erhan, D. U. (2012). "Kâr Maksimizasyonu" Açısından Transfer Fiyatlandırması Uygulamalarında Ekonomik Analiz İhtiyacı. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 109-125
- Ersoy, A., & Çakır, S. (2008). Makul Değer Muhasebesi ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Makul Değerin Ölçümü. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 15-25.
- Ertuğrul, M. (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 143-154.
- Evren , S., & Mucuk, M. (2019). Faiz ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi: Türkiye Örneği (1980-2018). *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 180-187.
- Fama, E., & French, K. (1996, March). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, 55-84.
- Fernandez , P. (2005). Discounted Cash Flow Valuation Methods: Examples of Perpetuities, Constant Growth and General Case. *IESE CIIF University of Navarra*, 1-30.
- Fernandez, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *IESE Business School*, 1-27.
- Fernandez, P., & Bilan, A. (2007). 110 Common Errors in Company Valuation. *IESE Business School - University of Navarra* , 1-38.
- Fındık, H. (2013, Mayıs). Finansal Performansın Değer Odaklı Ölçülmesi: Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(8), 90-105.
- French, N., & Gabrielli, L. (2018). Property valuation revisited: the hierarchy of valuation approaches, methods and models. *Journal of Property Investment & Finance*.

- Gürbüz, O., & Ergincan, Y. (2008). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gürdal, K. (2006). Muhasebe Politikaları, Muhasebe Tahminlerindeki Değişiklikler ve Hatalar. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 1-12.
- Gürdoğan, B. (2007). Kollektif Şirketlerin ve ortakların İflası. *Ankara Hukuk Fakültesi Dergisi*, 389-401.
- Hameed, I., & Amen, U. (2010). Impact of Monetary Policy on Gross Domestic Product (GDP) . *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 1348-1361.
- Han, O., & Âlâ, S. (2010). Şirket Yapıları ve Kuruluş Aşamaları. *Sunu "Power Point"*, 1-46. (KOSGEB, Dü., & A. İpek, Derleyici) Ankara. 2022 tarihinde alındı
- Hatipoğlu, M., & Yener, E. (2013, Aralık). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(3), 7-29.
- Herbohn, J., & Harrison, S. (2002). Introduction to Discounted Cash Flow Analysis and Financial Functions in Excel . *Socio-economic Research Methods in Forestry*, 109-118.
- İltas, Y., Arslan, H., & Kayhan, T. (2017). Hisse Getirilerinin Modellenmesi: F/K & FD/FAVÖK Kıyaslaması. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 262-274.
- Investing.com. (2022). *Investing* . <https://tr.investing.com/> adresinden alındı
- Investing.com. (2022). *Investing.com*. Investing: <https://tr.investing.com/> adresinden alındı
- Investing.com. (2023). *Türkiye CDS 5 Yıllık USD (TRGV5YUSAC=R)*. Investing.com: <https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-cds-5-year-usd> adresinden alındı
- İş Yatırım. (2022). *İş Yatırım Piyasa Verileri ve Mali Tablolar*. <https://www.isyatinim.com.tr/tr-tr/Sayfalar/default.aspx> adresinden alındı
- IVSC. (2017, Haziran 23). *Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi*. UDS: <https://www.tsppb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf> adresinden alındı
- İzci, Ç. (2014). Muhasebe Verilerinin İşletmelerin Stratejik Yönetim ve Karar Alma Sürecinde Kullanımı ve Önemi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 188-206.
- İzmirli, Y. (2000, Eylül). Şirketler Hukukunda Sorumluluk İlişkileri ve Anonim Şirketlerde Sınırlı Sorumluluk. *Mevzuat Dergisi*, 3(33), 1-10.
- Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu . (2018, Ocak 2). TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü. 2022 tarihinde (<http://www.resmigazete.gov.tr>) (<http://www.kgk.gov.tr>) adresinden alındı
- Kara, G. (2019). Şirket Değerlemesi ve Start-Up Firma Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*. Manisa: Manisa Celal Bayar Üniversitesi- Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., & İskenderoğlu, Ö. (2015). Sistemik Riskin Belirleyicileri: Borsa İstanbul Turizm Şirketleri Üzerinde Bir Araştırma. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24(1), 189-202.
- Karakoca, A. (2011). Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Karakoca, A. (2011). Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Karan, M. B. (2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. (R. Azgın, Dü.) Ankara: Gazi Kitabevi.

- Karataş Aracı, N., & Bekçi, İ. (2019, Kasım). MSGUT, TMS/TFRS ve BOBİ FRS Açısından Kavramsal Çerçeve ve Finansal Tabloların Sunuluşu Standartlarının Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 3(12), 857-884.
- Karavardar, A. (2003). Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul, Türkiye: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı.
- Karşı, D. (2017). *Uluslararası Değerleme Standartları*. IVSC (Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi).
- Kevser, M. (2019). Stratejik Planlama Süreçlerinin Değerlendirilmesi ve İşletmelerin Stratejik Planlamaya Yaklaşımlarının Analizi. *Uluslararası İşletme ve Ekonomi Çalışmaları Dergisi*, 30-39.
- Kılıç, F. (2022). Matris-Fonksiyonel Örgüt Yapılarının Büyüme Stratejileri ile Olan İlişkisi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 23(1), 21-37.
- King, R., & Langli, J. C. (1998). Accounting Diversity and Firm Valuation . *The International Journal of Accounting*, 529-567.
- Kirk, W., & Wishing, K. (2018). Fundamentals of the Asset-Based Business Valuation Approach. *Business Valuation Thought Leadership* , 3-14.
- Konuk, H. (2006). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Reel Opsiyonlar Yaklaşımı. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı.
- Kooperatifler Kanunu. (1969). *1163 Sayılı Kooperatifler Kanunu*. Ankara: Mevzuat Dergisi.
- Korkmaz, Ö. (2019). Kredi Kullanım Oranları ile Enflasyon Oranları Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Maliye Dergisi*, 98-127.
- Köroğlu, Ç., & Uçma, T. (2005, Haziran). Enflasyonun Mali Tablolar Üzerinde Etkisi ve Enflasyon Düzeltmesinin İşletmelere Uygulaması. *Mevzuat Dergisi*, 8(90), 1-14. Şubat 25, 2022 tarihinde <https://www.mevzuatdergisi.com/2005/06a/04.htm> adresinden alındı
- Kula, E., & Erserim, A. (2022). Muhasebe Değer Kavramı: Türkiye Bağlamında Bir İnceleme. *Sosyal,Beşeri ve İdari Bilimler Dergisi*, 721-747.
- Kulalı, İ. (2016). Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı. *Selçuk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 276-295.
- Kunt, A. S., & Taş, O. (2008). Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye'nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama. *İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 78-89.
- Kurtuldu, A. (2007). Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hastane İşletmeciliği Anabilim Dalı.
- Kutukız, D., Ergün, E., Öztürk, B., & Özdek, E. (2016). Bist Registered Company With The Market Value of The Relationship Between Capital Structure Determination of An Application in Tourism Sector. *BJSS Balkan Journal of Social Sciences* , 289-297.
- Küçükcaraba, M. (2012). Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı.
- Lee, C., & Louis, H. (2003). Choosing the Right Valuation Approach. *Valuation Techniques*, 4-14.
- Leskinen, N., Vimpari, J., & Junnila, S. (2020). A Review of the Impact of Green Building Certification on the Cash Flows and Values of Commercial Properties. *Sustainability*, 1-22.

- Lilford, E., Maybee, B., & Packey, D. (2018). Cost of capital and discount rates in cash flow valuations for resources projects. *Journal of Resources Policy*, 1-7.
- Liu, C., Liu, P., & Zhang, Z. (2019). Real Assets, Liquidation Value and Choice of Financing. *Real Estate Economics*, 478-508.
- M.E.B. (2011). *Muhasebe ve Finansman Şahıs Şirketleri*. Ankara: T.C. Milli Eğitim Bakanlığı.
- Majumdar, R. (2019). Valuation of hotel property: issues and challenges. *Worldwide Hospitality and Tourism Themes*, 418-428.
- Masun, M. (2017). Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(1), 213-222.
- Merriman, K. (2017, Temmuz). The Market Approach to Value. *Valuation of Human Capital Quantifying the Importance of an Assembled Workforce*, 59-67. Palgrave Macmillan, Cham. doi:10.1007/978-3-319-58934-3_6
- Met, Ö. (2007). Konaklama İşletmelerinin Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi ve Değerleme Yaklaşımları. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 42-58.
- Mevzuat Dergisi. (2011, Ocak 14). *Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sisteminde İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ*. <https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=16711&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5> adresinden alındı
- Michaletz, V., & Artemenkov, A. (2018). The Transactional Assets Pricing Approach and Income Capitalization Models in Professional Valuation: Towards a "Quick" Income Capitalization Format. *Real Estate Management and Valuation*, 26(1), 89-107.
- Mucuk, İ. (2014). *Pazarlama İlkeleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Nasser, S. (2016). Valuation For Startups—9 Methods Explained. *ICT Strategic Consulting*, 1-9.
- Nişanyan Sözlük. (2020). *Çağdaş Türkçenin Etimolojisi*. <https://www.nisanyansozluk.com/kelime/%C5%9Firket> adresinden alındı
- Nurluöz, Ö. (2015, Kasım 18). Örgütlenme Süreci. *Ders Sunumu*, 1-12. Konya: Necmettin Erbakan Üniversitesi. http://docs.neu.edu.tr/staff/ozdem.nurluoz/%C3%96rg%C3%BCtleme%20s%C3%BCreci%20IV_3.pdf adresinden alındı
- OAİB. (2022). *Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri*. Mart 6, 2022 tarihinde OAİB: <https://www.oaib.org.tr/tr/default.html> adresinden alındı
- Özbay, E. (2016). Halka Arzlarda Kullanılan Firma Değerleme Yöntemlerinin Etkinliği. *Doktora Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı .
- Özbek, C. Y., & Badem, A. C. (2020). Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ile Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Hesap Planı Taslağının Kâr veya Zarar Tablosu Hesapları Açısından Karşılaştırılmalı Değerlendirilmesi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 271-291.
- Özen, M. (2018). Portföy Yönetimi Stratejileri ve Yatırımcı Profili. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü Finans Anabilimdalı Uluslararası Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programı .
- Özmeriç, M. A. (2019, Şubat). *Anonim ve Limitet Şirketlerin Özellikleri ve Farkları*. Özmeriç Hukuk Bürosu: <https://ozmeric.av.tr/index.php/2019/02/18/461anonim-ve-limitet-sirketlerin-ozellikleri-ve-farklari/> adresinden alındı

- Özşungur, F. (2017). Adi Ortaklık Kavramı ve Ticaret Şirketlerinin Tüzel Kişiliği Bulunmayan Bir Ortaklık Yapısı ile İşlettikleri Ticari İşletmelerin Ticaret Siciline Tescili. *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 3(5), 41-56.
- Öztürk, B. (2018). *Şirketler Muhasebesi Ders Dökümanları*. Samsun: <https://avys.omu.edu.tr/lessons/0/62/2979-932001/238333-101930>.
- Öztürk, H. (2008). Yatırım Bankacılığında Şirket Değerleme Yöntemlerine Genel Bakış ve Şirketlerin Piyasa Değerlerini Arttırmalarına Yönelik İmkb Hisse Senetleri Piyasası İçin Ampirik Bir Uygulama. *Doktora Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Doktora Anabilim Dalı.
- Öztürk, H. (2017). Borsa İstanbul'da ŞD/FAVÖK (Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ve F/K (Fiyat/Kazanç) Çarpanları Üzerine Bir Analiz. *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, 87-103.
- Pace Hamill, S. (2005). The Story of LLCs: Combining the Best Features of a Flawed Business Tax Structure . *Business Tax Stories: An In-depth look at ten leading developments in Corporate and Partnership taxation*, 295-315.
- Paker, N. (2014). Sağlık Sektöründe Şirket Değerleme, Bir hastane Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı.
- Pamukçu, F. (2011). Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Tablolara Etkisi. *Mali Çözüm*, 79-95.
- Pawlak, Z., & Smolen, A. (2009). Valuation Methods of Sports Companies. *Physical Culture and Sport Studies*, 243-253.
- Pekkaya, M. (2006). Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Poborsky, F. (2015). Fundamentals of the Liquidation Method of Business Valuation . *Procedia Economics and Finance*, 386-393.
- Prayudi, M. A., Sujana, E., Dewi, N. Y., & Wiguna, I. H. (2019, November). The Research and Development Study of Tourism Accounting Dictionary. *International Conference on Tourism, Economics, Accounting, Management, and Social Science (TEAMS 19)*, s. 121-127.
- Prommaharaj , C. (2021). Discounted Cash Flow Valuation f Carabao Group Public Company Limitet. *Yüksek Lisans Tezi*. Phutthamonthon District, Tayland: College of Management Mahidol University.
- Rajablu, M. (2011). Value investing: review of Warren Buffett's investment philosophy and practice. *Research Journal of Finance and Accounting*, 1-12.
- Resmi Gazete. (2011, Mayıs 12). Sigorta Şirketleri ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmelik. *Sigorta Şirketleri Tüzük ve Yönetmeliği*. <https://www.mevzuat.gov.tr/anasayfa/MevzuatFihristDetayIframe?MevzuatTur=7&MevzuatNo=11581&MevzuatTertip=5> adresinden alındı
- Revalua Consulting. (2017, Şubat 20). REVALUA . Blog-Makaleler ve Araştırmalar: Şirket Değerini Artırmak Maksimize Etmek: [https://revalua.com/makale/sirket-deg%CC%86erini-artirmak-maksimize-etmek/#:~:text=De%C4%B1n%20Maksimizasyonu%3A%20C4%B0%C5%9Fletmelerin%20kararlar%C4%B1nda%20i%C5%9Fletme,varl%C4%B1klar%C4%B1n%C4%B1%20\(servetlerini\)%20art%C4%B1rma%C4%B1%20hedeflemekte](https://revalua.com/makale/sirket-deg%CC%86erini-artirmak-maksimize-etmek/#:~:text=De%C4%B1n%20Maksimizasyonu%3A%20C4%B0%C5%9Fletmelerin%20kararlar%C4%B1nda%20i%C5%9Fletme,varl%C4%B1klar%C4%B1n%C4%B1%20(servetlerini)%20art%C4%B1rma%C4%B1%20hedeflemekte) adresinden alındı
- Rikkert, J. (2014, Ağustos 8). The use of business valuation methods in Africa, Europe and Australia. *Bachelor thesis*. Business Administration, University of Twente, Enschede.

- Rushmore, S., & deRoss, B. (2004). Hotel Valuation Techniques. *CHA, MAI*.
- Salla, F. (2019, Mayıs). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Kosova'da Faaliyet Gösteren Bir Firma Üzerinde Uygulama . *Yüksek Lisans Tezi*. Niğde: Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı.
- Savcı, M. (2017). *Mali Tablolar Analizi*. Bursa: EKİN Basın Yayın Dağıtım.
- Sayın, H. B. (2019). Limitet Şirketlerde Yan Edim Yükümlülüğünün Hukuki Niteliği, Hizmet Ettiği Amaç ve Konusu. *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 23(1), 25-59.
- Schwartz, E. (2013). The Real Options Approach to Valuation: Challenges and Opportunities. *Latin American Journal of Economics*, 163-177.
- Sigortacılık Kanunu. (2007, Haziran 3). Sigortacılık Kanunu. *Mevzuat*.
- Sinan, O. B., & Tok, A. (2021). 7194 Sayılı Kanun ile Yapılan Düzenleme Sonrası Sermaye Piyasasında İzinsiz Halka Arz ve Ortak Sayısı İtibariyle Halka Açık Şirketler Sorununun Geçmişle Mukayeseli Olarak Değerlendirilmesi. *Dört Aylık Hakemli, Bilimsel ve Mesleki Yerel Süreli Yayın*, 6(1), s. 301-340. Ocak 2022 tarihinde https://www.ito.org.tr/documents/Kurumsal/Yayinlar/regesta_2021_2.pdf#page=76 adresinden alındı
- Slater, S., Reddy, V., & Zwirlein, T. (1998). Evaluating Strategic Investments Complementing Discounted Cash Flow Analysis with Options Analysis. *Industrial Marketing Management 1998 Elsevier Science Inc*, 447-458.
- Sönmez, İ. H. (1984). Riskli Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelinin Kullanılması. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 125-135.
- SPK. (2012). *Sermaye Piyasası Kurulu* . <https://mevzuat.spk.gov.tr/> adresinden alındı
- Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *Seminar Paper*. European Business School .
- Subramanyam , K. R., & Venkatachalam, M. (2001, May). Earnings, Cash Flows and Ex post Intrinsic Value of Equity. *The Accounting Review*, 1-35. doi:DOI: 10.2308/accr.2007.82.2.457
- Sunay, H. (2018). İşletme Türleri (2). *Ders Sunumu*. Ankara: Ankara Üniversitesi Sıyasal Bilimler Fakültesi .
- Sümer, E., & Aybar, Ş. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 75-84.
- Sviatlana, A. (2012). Valuation and management of hotel property: Swedish experience. *Royal Institute of Technology (KTH)* , 1-7.
- Şahin, M. (2017). Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Borsa İstanbul'da İletişim Endeksinde BiR Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. Muğla: Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe Finansman Anabilim Dalı.
- Şengel, S. (2011). Yeni Türk Ticaret Kanununun Sermaye Şirketleri ile İlgili Getirdiği Yeniliklerin Değerlendirilmesi. *Zeitschrift für die Welt der Türken, Journal of World of Turks*, 3(2), 21-40. <https://diwelttdertuerken.org/index.php/ZfWT/article/view/246> adresinden alındı
- Şengün, A., & Tektaş, M. (2020). Portföy Analizinin Bulanık Mantık Modeliyle Belirlenmesi. *Yüksek Lisans Tezi*. Bandırma: Bandırma Onyedü Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı.

- Şengür, D. (2011). Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Sermaye ile İlgili Getirilen Yenilikler. *Mali Çözüm Dergisi (İSMMMO)*, 97-120.
- Taner, B., & Akkaya, C. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Academic Review*, 1-7.
- Taner, B., & Akkaya, C. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Dergisi*, 1-7.
- Taş, O., Yaşaroğlu, Ç., & Tokmakçıoğlu, K. (2007). Finansal Opsiyonlarla reel Opsiyonların Karşılaştırılması ve Gerçek Bir Yatırım Projesinde Reel opsiyonların Hesaplanması. *Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 339-355.
- TBK. (2011). *Borçlar Kanunu Mevzuatı*. 18. Bölüm. Ankara: Resmi Gazete. 2022 tarihinde <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6098-20120704.pdf> adresinden alındı
- TCTB. (2019, Temmuz 31). *Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı*. Kooperatif: <https://ticaret.gov.tr/kooperatifcilik/kooperatifler-hakkinda-bilgiler/kooperatif-nedir> adresinden alındı
- Teker, S. (2020). Revisiting Discounted Cash Flows Model as a Capital Budgeting Decision Tool. *PressAcademia Procedia IFC*, 60-63.
- Tekiner. (2019, Eylül 30). 2. Bölüm İşletmelerin Sınıflandırılması. *Ders Sunumu*. Nevşehir. <https://sistem.nevsehir.edu.tr/bizdosyalar/9f901c33f25d77f51183773e84a6d406/2.%20hafta.pdf> adresinden alındı
- Telci, A. (2021, Temmuz). TFRS-9 Finansal Araçlar Standardının Portföy Yönetimi Şirketlerinin Finansal Tablolarına Etkisini Muhasebenin Önemlilik Kavramı Çerçevesinde Vaka Çalışması ile Değerlendirilmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 13(25), 746-772. doi:10.14784/marufacd.976483
- Terzi, G. (2018, Aralık). Baskın Unsur Yönüyle Şirketlerin Sınıflandırılması. *Gümrük Ticaret Dergisi*, 5(14), 32-43.
- Tevfik, A. T. (2006). Sermaye Yapısı Kararları ve Efektif Vergi Oranın Sıfır Olduğu Firmalarda Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi. *Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(14), 116-134.
- Ticaret Sicil Yönetmeliği. (2012, Aralık 19). *Mevzuat Dergisi*. Ticaret Sicil Yönetmeliği: <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/21.5.20124093.pdf> adresinden alındı
- Tokay, S. H., & Deran, A. (2008). Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarında Değerleme Ölçütleri. *Mali Çözüm*, 15-49.
- Toraman, C., & Körpi, M. (2015). Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41-56.
- TSPB. (2022). *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği*. Mart 2022 tarihinde <https://www.tspb.org.tr/tr/mevzuat/> adresinden alındı
- TTK. (1956). Türk Ticaret Kanunu. *6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu*, 37(3), 2751-3034.
- TTK. (2011). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu*. Ankara: <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.6102.pdf>.
- Tufan, A. (2001). Hisse Senedi Değerlemede Temel Analiz Yaklaşımı ve Yaklaşımın Uygulamadaki Kullanımını Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Anabilim Dalı.
- TÜİK. (2018). <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Turizm-Istatistikleri-IV.Ceyrek:-Ekim-Aralik-ve-Yillik,-2018-30599#:~:text=Turizm%20geliri%202018%20y%C4%B1%C4%B1nda%20bir,eden>

- %20vatanda%C5%9F%20ziyaret%C3%A7ilerden%20elde%20edildi. adresinden alındı
- TUİK. (2019). <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Turizm-Istatistikleri-IV.Ceyrek:-Ekim-Aralik-ve-Yillik,-2019-33669#:~:text=Turizm%20geliri%202019%20y%C4%B1%C4%B1nda%20bir,ise%20paket%20tur%20harcamalar%C4%B1%20olu%C5%9Fturdu.> adresinden alındı
- TUİK. (2020). <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Tourism-Statistics-Quarter-IV:-October-December-and-Annual,-2020-37438#:~:text=Turizm%20geliri%202020%20y%C4%B1%C4%B1nda%20bir,ise%20paket%20tur%20harcamalar%C4%B1%20olu%C5%9Fturdu.&text=Bu%20%C3%A7eyrekte%20t%C3%B> adresinden alındı
- TUİK. (2021). <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Turizm-Istatistikleri-IV.Ceyrek:-Ekim-Aralik-ve-Yillik,-2021-45785#:~:text=Turizm%20geliri%202021%20y%C4%B1%C4%B1nda%20bir,ise%20paket%20tur%20harcamalar%C4%B1%20olu%C5%9Fturdu.> adresinden alındı
- Tunç, G. (2018). *Gülsüm İşletme*. <https://sites.google.com/site/gulsumisletme/home/isletmenin-amaci> adresinden alındı
- Tunçez, H. A. (2019). Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ile Vergi Usul Kanunu (VUK) Açısından Değerleme Ölçümlerinin Karşılaştırılması. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi (ASEAD)*, 208-214.
- Türker, M. (2018). İşletmelerin Büyüme Stratejilerinde Muhasebe-Denetim Ekseninde Mali Kontrol ve Yönetim. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 85-118.
- Uçaktürk, A., Uçaktürk, T., & Gümüş, Y. (2019). İstihdam Edilebilme Yeteneği Perspektifinden Muhasebe Eğitiminde Kurumsal Kaynak Planlama (ERP) Sistemlerinin Önemi. *8th International Vocational Schools Symposium*. 3, s. 10-15. Sinop: UMYOS'19 SİNOP.
- Uluslan, H. (2008). Değerleme Esasları ve Finansal Tabloların Niteliksel Özellikleri Açısından İncelenmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 129-154.
- UNWTO. (2019). <https://www.unwto.org/news/new-data-shows-impact-of-covid-19-on-tourism> adresinden alındı.
- UNWTO. (2022). <https://www.unwto.org/un-tourism-news-2022> adresinden alındı.
- Uygun, M., Mete, S., & Güner, E. (2012). Genç Girişimci Adayların Girişimcilik Eğilimi ve Girişimcilik Özellikleri Arasındaki İlişkiler. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 4(2), 145-156.
- Ülgen, M., & Teker, S. (2005). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Sanayi Şirketleri İçin Bir Analitik Değerleme Tekniği Uygulaması. *İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 49-57.
- Üner, M. (2015). *Genel İşletmecilik*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ünlü, S. (2008). Firma Değerlemesi ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı.
- Ünlü, U. (2014). Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) ve Nakit Katma Değer (CVA) Yöntemi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Çimnto Firmaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 169-187.
- Ünlü, U., & Saygın, O. (2014). Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA) Yöntemiyle Performans Ölçümü: Turizm Sektörü Uygulaması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 139-150.

- Ünvan, Y. A. (2019, Aralık). Firma Değerleme Yaklaşımları ve Türk Hava Yolları (THY) Üzerinde Bir Uygulama. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(30), 930-944.
- Ürkmez, M. (2017, Ağustos). Şirketlerin Muhasebe Politikalarının Şirket Değerlemesine Etkisinin Ortaya Konulması ve Öneriler. *Doktora Tezi*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Denetim Doktora Programı.
- Wilson, J. (1997). Discounted Cash Flow (DCF) Analysis. *UBS Global Research Valuation Series*, 1-36.
- Yardımcıoğlu, M., Demirel, N., & Özer, V. (2008). Araştırma Geliştirme Harcamalarının ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların TMS-38 Tekdüzen Muhasebe Sistemi ve Spk Tebliğine Göre Muhasebeleştirme İşlemlerinin Karşılaştırılması. *Mali Çözüm Dergisi*, 43-58.
- Yaslıdağ, B. (2021). *Şirket Değerleme "Şirket Değerlemesi ve Pay Senedi Fiyatının Belirlenmesi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yavuz, M. (2013). Limitet Şirketlerin Anonim Şirkete Dönüşme Usulü. *Mali Çözüm Dergisi*, 111-120.
- Yelgen, E. (2016). İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Değerleme Yaklaşımlarının Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama. *Doktora Tezi*. Antalya: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı.
- Yerdelen Kaygın, C., & Güngör, B. (2019). Finansal Oranlar ile Risk (Beta) Arasındaki İlişki: BİST Örneği. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(3), 1883-1896.
- Yılmaz, E., & Altınkeser, C. (2020). *Finansal Muhasebe*. Ankara: Yargı Yayınevi.
- Yılmaz, K. (2018). Geç Kapitalist Gelişme Bağlamında Osmanlı'da Şirketler. *Politik Ekonomik Kuram Sosyal Bilimler Dergisi*, 27-49.
- Yiğitgüden, B. (2022). Girişimci ve İnsani Dış Politika "Turizm ve Kalkınma". T.C. Dışişleri Bakanlığı: <https://www.mfa.gov.tr/turizm-ve-kalkinma.tr.mfa> adresinden alındı
- Yolaç, S. (2020). *İŞLETME*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakltesi.
- Zor, İ., Bozkurt, İ., & Öksüz, S. (2016). İflasın Ertelenmesi Taleplerinin Karara Bağlanmasına Yönelik Bir Öneri: Firma Değeri Temelli Yaklaşım. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19-35.
- Zyznarska-Dworczak, B. (2010). The Concept of Going Concern in Light of the Polish and International Accounting Standards - Problematic Approach. *Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*, 190-203.

ÖZ GEÇMİŞ

Gülşah TAFLAN, Samsun/Çarşamba Bulutoğlu Anadolu Lisesi'ni bitirdikten sonra Ondokuz Mayıs Üniversitesi Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği bölümünden 27.05.2020 tarihinde mezun oldu. 2020 yılında OMÜ LEE Turizm İşletmeciliği Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans programına girdi. Yüksek Lisans ders döneminden sonra Mandarin Oriental Bodrum'da Front Office departmanında Buggy Driver olarak çalıştı. 2021 Kasım ayı itibarıyla 5 aylık Samsun Hayat Boyu Öğrenme Kursu, Bilgisayarlı Muhasebe Programları (Vega ve GMS.NET) eğitimini tamamlayıp MEB Ön Muhasebe sertifikasını aldı. Eğitimini tamamlamasının ardından 2022 yılı eğitim öğretim 2. Dönemi, Samsun Çözüm Akademi Okullarında Halkla İlişkiler ve Muhasebe departmanlarında görev aldı. 2022 yaz sezonu içerisinde Samsun KONAKS Hotel'de Muhasebe sorumlusu olarak çalıştı. Mezuniyetinden bu yana AFAD ve KIZILAY gönüllüsü olarak çalışan Gülşah TAFLAN orta derecede İngilizce bilmektedir. Afet Riski Anlama ve Azaltma, Birey ve Aileler için Afet Bilinci Hafif Arama Kurtarma Eğitimi, Arama Kurtarma Eğitimlerinde Kullanılan Düğümler, Araç ve Gereçler, Kişisel Stres Yönetimi, Yangın ve İtfaiye Yönetimi, Liderlik, Psikososyal İnsani Yardım Sertifikalarına sahiptir. (13.06.2023)

İletişim Bilgileri

ORCID ID : 0000-00003-3872-6088

Yayınlar:

1. Taflan, G., Yılmaz, E., Firma Değeri / FAVÖK Yöntemiyle Şirket Değerleme ve Bist Turizm Endeksinde Bir İnceleme, Uluslararası Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Dergisi, 9 (89) / 2022, 2275-2284, <https://dx.doi.org/10.26450/jshsr.3348> [Ulusal]