

PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİYLE ŞİRKET DEĞERLEME: TURİZM SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ¹

COMPANY VALUATION USING MARKET MULTIPLIERS: AN APPLICATION EXAMPLE IN THE TOURISM SECTOR

Tunay Aslan

Dr. Öğr. Üyesi, Siirt Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, Siirt, Türkiye

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0363-6691>

ÖZET

Şirket değerlemesi zaman açısından bugün yerine geleceği baz almaktadır. Bu bakış açısıyla asıl amaç şirket değerinin pay sahipleri açısından maksimuma çıkarmaktır. Şirket değerlemesinin asıl amacı ilgili şirketi varlık veya gelir bazında değerlemektir. 1980'li yılların başından itibaren gittikçe önemi artan şirket değerlemesi özellikle şirket birleşmeleri, satın almalar, bölünme, halka arz ve özelleştirme gibi alanlarda sıklıkla kullanılmaktadır. Şirket değerlemede farklı değerlendirme yöntemleri mevcut olup burada amaçlanan şirketin gerçek değerini ortaya koymaktır. Ancak şirket değerlendirme yaklaşımları farklılıklar arz etmesinden dolayı uygulamada şirket değeri hesaplanırken birçok yöntem bir arada kullanılmaktadır. Çalışmada piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak aynı sektörde faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'a kayıtlı olan firmaların piyasa çarpanlarının ortalaması alınmış ve halka açık olmayan örnek bir otelin değeri tespit edilmiştir. Çalışmaya konu olan örnek otelin piyasa çarpanları yöntemi ile 2022 yılına ait değeri yaklaşık 273.491.134 TL olarak hesaplanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Değerleme, Şirket Değerleme Yaklaşımları, Piyasa Çarpanları

Jel Sınıflandırması: G30, G32, M40, M41, M49

ABSTRACT

Company valuation is based on the future rather than the present in terms of time. From this perspective, the main goal is to maximize the company value for shareholders. The main purpose of company valuation is to value the relevant company on the basis of assets or income. Company valuation, which has become increasingly important since the early 1980s, is frequently used especially in areas such as mergers, acquisitions, divisions, public offerings and privatizations. There are different valuation methods in company valuation, and the aim here is to reveal the true value of the company. However, since company valuation approaches differ, many methods are used together when calculating company value in practice. In the study, using the market multipliers method, the average of the market multipliers of companies operating in the same sector and registered in Borsa Istanbul was taken and the value of a sample hotel that was not open to the public was determined. The value of the sample hotel subject to the study was calculated in 2022 as approximately 273.491.134 TL using the market multipliers method.

Keywords: Valuation, Company Valuation Approaches, Market Multipliers

Jel Classification: G30, G32, M40, M41, M49

¹ Bu çalışmadaki uygulamaya konu olan otelin kişisel verilerin korunması kapsamında ismi gizli tutulmuştur.

1.GİRİŞ

Günümüz dünyasında küreselleşen ekonomik çevrede de yatırımcılar sermayelerini daha fazla getiri sağlamak amacıyla bir yerden bir yere hızlı bir şekilde transfer edebilmektedir. Özellikle teknolojik gelişmeler sermaye transferini daha da hızlandırmaktadır. Buna bağlı olarak şirketlerin bölünme, birleşme, hisse senedi alım satımı işlemleri daha da önem kazanmaktadır. İşletmelerde rekabetin kaçınılmaz olduğu günümüz dünyasında artık sadece şirket değerinin bilinmesi yeterli olmayıp bu değer sürekli artırılması önemli hale gelmektedir. (Gözen,2019,199).

Şirket değerlemesi; şirketin sahip olduğu varlıkları, kullanmış olduğu teknoloji ve insan kaynağını dikkate alarak gelecekte elde etmesi beklenen nakit akımlarının analiz edilerek oluşan şirket değeri ifade etmektedir. Finansa dünyasında en çok tartışılan konuların başında gelen şirket değerlemesi özellikle artan rekabet koşullarında önemi giderek artmıştır. Özellikle halka açılma, birleşme, satın alma, özelleştirme ve borsada işlem gören hisse senetlerine arz ve talebin artmasına bağlı olarak işletme sahipleri ve yatırımcılar şirket değerinin doğru tespit edilmesi noktasında büyük çaba içerisine girmişlerdir (Irmak ve Şahin, 2024, 78).

Şirket değerlemesi zaman açısından bugün yerine geleceği baz alarak ele almaktadır. Bu bakış açısıyla asıl amaç şirket değerinin pay sahipleri açısından maksimuma çıkarmaktır. Şirket değerlemesinin amacı ilgili şirketi varlık veya gelir bazında değerlendirmektir. Ancak günümüzde şirket değerlemesinde genel olarak herkes tarafından uzlaşılan tek bir yöntem bulunmamakta olup birden fazla yöntem bir arada kullanılarak bulunan sonuçlar karşılaştırılmaktadır. Bu nedenle farklı yöntemler ile elde edilen değerlendirme sonuçları analiz edilerek şirketin gerçek değeri hakkında fikir sahibi olunmaktadır (Gündoğmuş ve Öztanır, 2021, 310).

Değer kelime anlamıyla **“şeyin gerekliliğini, önemini belirlemeye yarayan saymaca ölçü bir diğer tanıma göre ise bir şeyin değdiği, ona denk diye düşünülen, kabul edilen karşılık”** olarak ifade edilmektedir (<https://www.google.com/search>). Finans biliminde ise değer kavramı farklı ekonomik modellere göre farklı şekilde tanımlanmıştır. Neoklasik ekonomi modeline göre bir nesnenin değeri rekabetçi bir pazarda getireceği fiyattır. Klasik ekonomi modeli ise bir nesnenin değerini kullanım ve de tüketimden sağladığı faydadan geldiğini ifade etmektedir. (Unvan,2019,931).

Değerleme olgusu, karlılık, risk ve işletme bazında değerlendirilmesi gerekir. Çünkü bir işletmenin değeri o işletmenin gelecekte dönemlerdeki gelir akışına ve riskine bağlı olarak değişmektedir. Değerleme bir varlığın değerini ortaya koymak için değişik teknikler kullanarak ölçer, tahminler ve projeksiyon yapar (Alkan ve Demirelli, 2007,28).

Bir varlığın değerinin ortaya konulması için yapılan hesaplamalar değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme para dışındaki ekonomik varlıkların değerinin para olarak belirlenmesidir. Örneğin bir işletmenin ekonomik varlıkları olan makine, mal stoku, bina, arsa, makine, teçhizat, taşıt gibi işletme varlıklarının para olarak değerinin takdiri ve tahminidir (Alkan ve Demirelli, 2007,28).

Şirket değerlendirme çalışmaları hem değerlendirilen şirket açısından hem de şirkete yatırım yapmak isteyen potansiyel yatırımcılar açısından oldukça büyük öneme sahiptir. Şirket değerlendirme faaliyetleri şirketin fiyat politikasının belirlenmesi, cari şirket değerinin tespiti, mevcut değer nasıl yükseltilmesi gerektiği hususunda şirket yöneticilerine strateji geliştirmede büyük fayda sağlamaktadır. Potansiyel yatırımcılar şirket değerlendirme yöntemlerini kullanarak edinilen değeri piyasada ortaya çıkacak değerle kıyaslayarak ilgili şirketin hisse senedini alıp almama kararı verebilecektir (Gündoğmuş ve Öztanır, 2021,313).

Günümüzde şirket değerlemesinin kullanım alanları oldukça geniştir. Şirket değerlemesi öncelikle birleşme, satın alma, bölünme, halka arz, kurumsal finansman, özelleştirme gibi durumlarda sıkça kullanılmaktadır. Şirket değerlemesi bunların dışında;

- ✓ Şirketin tüm varlıklarının tasfiye edilmesi durumunda tasfiye değerinin belirlenmesinde,
- ✓ Ortaklık yapısının değişmesi, yeni ortak alınması, ya da ortağın ayrılması,
- ✓ Şirket varlıklarının ipotek yapılması durumunda,
- ✓ Kredi taleplerinde,
- ✓ Ödenecek emlak ve veraset vergilerinin belirlenmesi, miras ya da boşanma davalarında şirket varlıklarının belirlenmesi gibi özellikli durumlarda da sıkça kullanılmaktadır (Öztürk, 2008,17).

Literatürde şirket değerlemesi ile ilgili olarak yapılan pek çok akademik çalışmaya rastlamak mümkündür. Ancak Türkiye’de yapılan akademik çalışmalarda ağırlıklı olarak şirket değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmakta olup piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak yapılan otellerin şirket değerlemesine rastlanmamıştır. Şirket değerlemesinde piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak yapılan otel işletmesi değerlemesi literatüre katkı sağlayacağı düşüncesiyle bu çalışmanın yapılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Yapılan çalışma şirket değerlemesinde piyasa çarpanları yönteminin de önemini ortaya koyacak olup uygulamada daha sık kullanılması gerektiği boşluğunu dolduracaktır.

Bu çalışma giriş bölümünün ardından dört bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde şirket değerlemesi ile ilgili literatür özetine yer verilmiş, üçüncü bölümde ise şirket değerlendirme yöntemleri genel hatları ile piyasa çarpanları yöntemi ise detaylı anlatılmıştır. Çalışmanın dördüncü bölümü olan uygulama kısmında ise piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak halka açık olmayan bir otelin değeri hesaplanmıştır. Çalışma sonuç bölümü ile bitirilmiştir.

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Literatürde şirket değerlemesi ya da varlıkların değerlemesini konu alan ulusal ve uluslararası düzeyde pek çok akademik çalışmaya rastlamak mümkün olup aşağıda literatür özetine yer verilmiştir.

Ban ve Tuna (2003), çalışmalarında turizm sektöründe faaliyet gösteren bir otelin değerlemesini yedi farklı yöntemle hesaplamışlardır. Bu teknikler sonucunda ortaya çıkan yedi farklı değerler firmanın değer aralığı olduğu sonucuna varmışlardır.

Perek (2007), çalışmasında uluslararası finansal raporlama standardına göre şirket birleşmeleri durumunda şirketin aktifine kayıtlı olan maddi olmayan duran varlıkların değerlemesinin maddi olmayan nasıl olması gerektiğine dair çalışma yapmıştır. Sonuç olarak duran varlıkları değerlendirme yöntemlerinin teknik olarak yetersiz olduğu ve değerlendirme işlemlerinin sadece başlı başına muhasebe biliminin bir konusu olmadığı ayrıca bu alanda ekonomi, finans, istatistik bilimlerinin de çalışmalar yapması gerektiği kanaatine varmıştır.

Kızıltepe (2012), çalışmasında futbol kulüplerinin değerlemesinin nasıl olması gerektiği, kulüplerin ilk halka arz durumunda değerlendirme ve futbol kulüplerinin önemli insan kaynağı olan futbolcu değerlendirme hakkında çalışma ortaya koymuştur.

Hatipoğlu ve Yener (2013), çalışmalarında enerji sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın firma değerini indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve özsermaye nakit akımı yöntemi ile hesaplamışlardır. Sonuç olarak enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde

indirgenmiş nakit akımları yönteminin özsermaye nakit akımları yöntemine göre daha iyi sonuçlar verdiğini belirlemişlerdir.

Bilir ve Kulalı (2014), çalışmalarında şirket değerlemesinde kullanılan indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile piyasa çarpanları yöntemlerini karşılaştırmış ve hangi durumlarda hangi yöntemin daha uygun olacağı hakkında yorumlar yapmışlardır.

Toraman ve Korpi (2015), çalışmalarında BIST dokuma, giyim eşyası, deri sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2003- 2012 yıllarına ait veri seti kullanarak ilk defa halka arz olacak şirketin değeri piyasa çarpanları yöntemiyle hesaplanmış ve bu yöntemin başarısı tartışılmıştır.

Masun (2017), yapmış olduğu çalışmada indirgenmiş nakit akımları ve net aktif değer yöntemini kullanarak otelcilik ve turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketin değerini ortaya koymuştur. Sonuç olarak şirket değerlemesinde kullanmış olduğu her iki yönteminde anlamlı ve gerçeğe yakın değer ortaya koyduğu görüşüne varmış olup kullanılan bu yöntemlerin Türkiye’de pek çok şirket için uygulanabilir olduğu sonucuna varmıştır.

Elmas vd. (2017), çalışmalarında bilişim sektöründe faaliyet gösteren iki önemli şirketin değerini indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanarak hesaplamışlardır. Çalışmanın sonuç kısmında öz sermaye göre indirgenmiş nakit akımları yönteminin firmaya göre indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre daha anlamlı sonuçlar verdiği çıkarımına varmışlardır.

Gözen (2017), çalışmasında fuzzy küme teorisi yöntemi ile belirsizlik şartlarında şirket değerinin nasıl hesaplanabileceğini ve bu yöntemin yatırımcılara ayrıntılı olarak yapacakları şirket değerlemesine fayda sağlayacağını ortaya koymuştur.

Çetiner vd. (2018), yılında yapmış oldukları çalışmada indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullanarak örnek bir firma üzerinde şirket değerlemesi yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda şirket değerlemesi açısından sadece indirgenmiş nakit akımları yönteminin tek başına yeterli olmadığını ve diğer yöntemler ile birlikte kullanılmasının daha sağlıklı sonuçlar vereceği ortaya koymuşlardır.

Gümüş ve Alkan (2019), çalışmalarında bayındırlık sektöründe faaliyet gösteren halka açık firmaların 2014-2018 yılları kapsayan şirket değerlemelerini öz kaynak nakit akımları ve firma nakit akımları yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda öz kaynak serbest nakit akımlarının firma serbest nakit akımlarına göre daha iyi sonuçlar verdiğini belirtmişlerdir.

Eren ve Çukacı (2019), yapmış oldukları çalışmalarında Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray futbol kulüplerinin ilk defa halka arz süreçleri, halka arzda indirgenmiş nakit akışları yöntemi kullanarak kulüplerin hisse senedi halka arz fiyatları saptanmıştır.

Yelgen ve Okutmuş (2019), çalışmalarında Alanya’da faaliyet gösteren ve halka açık olmayan konaklama işletmesinin satış değerini ekonomik katma değer yöntemi kullanarak hesaplamışlardır.

Vergili ve Conkar (2020), çalışmalarında sosyal medya ağı olan twitter şirketinin değerlemesini regresyon analizi yöntemi ile hesaplamışlardır. Sonuç olarak 31.12.2018 yılında twitter’in hisse başı değeri 28,70 dolar olarak hesaplamışlardır.

Aypek ve Üzgün (2022), yaptıkları çalışmada BIST gıda sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesini klasik şirket değerlemeye alternatif bir yaklaşım olarak veri zarflama metodu ile hesaplamışlardır.

Yalçın, H. (2022), çalışmasında literatürde her ne kadar yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımları yöntemine yoğunlaşmış olsa da uygulamada şirket değerlemeleri piyasa şartlarına göre değerlendirilmektedir. Yapmış olduğu çalışmasında BİST’te arz edilen 61

adet şirketlerin değer tespit raporunu incelemiştir. Yapılan içerik analizinde piyasa yaklaşımı ile yapılan değerlendirme de Şirket Değeri/FAVÖK çarpanının en sık kullanılan oran olduğunu tespit etmiştir.

Güner ve Ünal (2023), çalışmalarında şirket değerlemesinde, kullanılan diğer yöntemlere alternatif olarak yapay sinir ağları modelini kullanmışlardır. Çalışmalarında Euro Stoxx 50 endeksinde yer alan ve tüketici ürünleri, endüstriyel ürünler alanında faaliyet gösteren şirketlerin 2020 -2021 verileri esas alınmıştır. Sonuç olarak yapay sinir ağları modeli kullanılarak yapılan şirket değerlemelerinin anlamlı sonuçlar verdiği ve diğer şirket değerlendirme yöntemleriyle beraber kullanılmasının doğru şirket değerlemesi için faydalı olacağı kanaatine varmışlardır.

Olabode ve Festus (2023), çalışmalarında varlık değerlemesinin Nijerya'daki seçilmiş mevduat bankalarının birleşme ve satın almalarını nasıl etkilediğine dair nicel bir araştırma yapmışlardır. Çalışma bulguları, Varlık değerlemesinin Nijerya'daki seçilmiş mevduat bankalarının birleşme ve devralmaları üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Hipotezin sonucu, varlık değerlemesinin Nijerya'daki seçilmiş para mevduat bankalarının Nijerya'daki banka birleşmeleri ve satın almalar üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

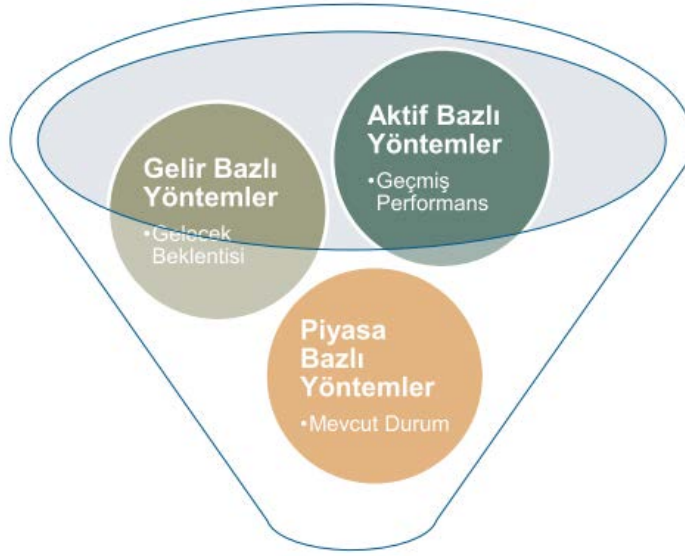
Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde şirket değerlendirme yöntemlerine özet olarak değinilecek piyasa çarpanları yöntemi ise detaylı anlatılacaktır.

3. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket değerlemesi finans biliminin en önemli ve uygulaması en zor konularından biridir. Şirket değerinin bilinmesi ve bu değer yönetimi oldukça önemlidir. Dünya'da ve Türkiye'de son yıllarda şirket birleşmeleri, satın almalar, bölünme ve halka arz ile birlikte şirket değerlendirme önemli hale gelmiştir. Şirket değerlemesinin amacı aslında şirketin makul piyasa değerinin tespitidir. Alıcı açısından şirket değerlendirme şirkete verilebilecek en yüksek değer tespiti iken satıcı açısından ise kabul edilebilecek minimum değer tespiti (Masun, 2017,2015).

Finans biliminde ve uygulamada çok basit yöntemlerden oldukça karmaşık yöntemlere kadar birçok şirket değerlendirme modeli ve yöntemi kullanılmaktadır. Bu değerlendirme yöntemleri çok farklı varsayımlara dayanmakla beraber yöntemlerden bazıları benzer özellikler taşımakta ve aynı kategoride sınıflandırılmaktadır. Bir takım ortak özellikler taşıyan değerlendirme yöntemlerinin bir arada sınıflandırılmasıyla değerlendirme yöntemleri ortaya çıkmaktadır. Finans biliminde değerlendirme yöntemleri farklı şekilde sınıflandırılmaktadır (Küçükaraba, 2012,83).

Şirket değerlendirme için geliştirilen çok farklı yöntemler bulunmakta olup genel olarak şöyledir.



Şekil 1: Şirket Değerleme Yöntemleri

Kaynak: (Gorbon,2012:7)

3.1Aktif Bazlı Yöntemler

Aktif bazlı değerlendirme yöntemlerinde, şirket aktiflerinin değeri esas alınmaktadır. Bu yöntemde göre şirketin değeri varlıklar ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Değerleme için elde edilen veriler şirketin muhasebe kayıtlarından oluşmaktadır. Şirket değerinin bilançodan elde edilen verilerden oluştuğuna inanılmakta olup statik bir değerlendirme yöntemidir. Söz konusu değerlendirme yöntemlerinde şirketin maddi ve maddi olmayan varlıkları ile birlikte atıl olan ve kullanılmayan varlıkları da değerlemeye dahil edilir. Bu değerlendirme yöntemlerinin en önemli sakıncası şirketin gelecekteki nakit akımları ve şirketin içinde bulunduğu sektörü bir diğer ifade ile finansal tablolara yansımayan diğer faktörleri değerlemede dikkate almamasıdır (Ede, 2016,11).

Aktif yaklaşımı baz alan şirket değerlendirme yöntemleri;

- ✓ Net Aktif Değer Yöntemi: Bir şirketin faal durumdayken satılması durumundaki değerdir. Bu değer için içerisinde maddi ve maddi olmayan tüm varlıklar bulunmaktadır (patent değeri, marka değeri, şerefiye değeri vd.) (Çetiner vd, 2018,347).
- ✓ Defter Değeri Yöntemi: Bir şirketin defter değeri bilançosunda yer alan özsermaye değeridir. Bu değer şirketin toplam varlıkları ile toplam yükümlülükleri arasında kalan farktır. Defter değeri yöntemi bilanço kalemleri esas alınarak hesaplanmaktadır (Güler, 2010,32).
- ✓ Tasfiye Değeri Yöntemi: Bir diğer adıyla likidite değeri olarak ifade edilmektedir. Bu değerlendirme yönteminde şirket varlıklarının satılarak nakde çevrilmesi durumunda elde edilen değer olarak ifade edilmektedir. Tasfiye değeri: Aktifin satılması durumunda el edilen değer-Borçlar (Ede, 2016,15).
- ✓ İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi: Bir şirketin faal durumda iken değerini ifade etmektedir. Bir diğer ifade ile şirketin ticari faaliyetini sürdürürken (çalışır halde) sahip olduğu tüm maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının hepsini değerini kapsamaktadır (Gündoğmuş ve Öztanır, 2021,312).

✓ Piyasa Değeri: Bir şirketin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenen değeridir. Eğer şirket borsada işlem görmekte ise şirketin piyasa değeri aynı zamanda borsa değeridir (Karakoca, 2011,4).

✓ Yeniden Yapma Değeri Yöntemi: Bir varlığın mevcut koşullarda yenisinin inşa edilmesi, oluşturulması durumunda oluşan ekonomik değeridir. Özellikle satılması düşünülen bir şirketin benzerinin oluşturulması durumunda katlanılacak bedeli ifade etmektedir.

✓ Nominal Değer: Bir varlığın kâğıt üzerindeki değerini ifade etmektedir.

3.2 Gelir Bazlı Yöntemler

Gelir bazlı yaklaşımları aktif bazlı yaklaşımlardan ayıran başlıca özellik aktif bazlı yaklaşımda varlığın edinme maliyeti dikkate alınırken, gelir bazlı yaklaşımlarda söz konusu varlığın elde bulundurulması ile sağlanacak kazançları esas almaktadır (Ede,2016,26).

Gelir bazlı değerlendirme yaklaşımları, değerlendirme çalışmalarında en çok tercih edilen yöntemdir. Bu yaklaşımda yer alan yöntemler şirketi bir yatırım aracı olarak görmekte olup şirketin yatırımcısına sağladığı gelirler ölçüsünde değerlendirilir (Şahin, 2017,72).

Gelir bazlı şirket değerlendirme yaklaşımlarına göre, bir şirketin değeri gelecekte kazanması beklenen getirilere dayanmaktadır. Varlıklar ekonomik anlamda gelir elde ettikçe bir anlam ifade etmektedir. Şirketlerin elde edecekleri gelirler nakit oluşturma potansiyeline bağlı olarak değişmektedir. Gelir bazlı yaklaşıma göre bir şirketin değeri, gelecekte oluşturacağı nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları, şirketin büyüme potansiyeline, ülkeye, içinde bulunduğu sektöre bağlı olarak değişen risklere bağlıdır (Gündoğmuş ve Öztanır, 2021,317).

Gelir bazlı şirket değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları sıklıkla kullanılan yöntemdir. Bu yöntem ile değerlendirme yapılırken üç yöntem esas alınmaktadır (Ekici,2019,47). Bunlar;

✓ Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi: Bu yöntemde göre diğer yöntemlerden farklı olarak çeşitli sebeplerle işletmeden alacaklı olan bütün hak sahiplerine olan nakit akımlarını ifade etmektedir. Bu yöntemde göre yapılacak hesaplamalarda nakit akımlarının iskontosu için ağırlıklı ortalama maliyeti kullanılmaktadır. Bunun başlıca nedeni nakit akımlarının bütün kaynak sahipleri olmasından kaynaklanmaktadır (Çetiner vd., 2018,349).

✓ Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi: Bu yöntemde göre şirkete borç verenlere sağlanan nakit akımları dikkate alınmakta öz sermaye sahiplerine sağlanan nakit akımları dikkate alınmamaktadır. Buna göre iskonto oranı öz sermaye maliyeti olarak kullanılmaktadır. Bu yöntemde göre faiz ve anapara geri ödemesi düşürüldükten sonra hesaplanan nakit akımları dikkate alınmaktadır (Irmak ve Şahin, 2024,82).

✓ İndirgenmiş Kar payları yöntemi: Bu yöntemde göre bir hissenin değeri şirketin gelecekte ödemesi beklenen kar paylarının bugünkü değeridir. Bu yöntemde beklenen kâr payı ödemeleri öz sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değerine getirilerek şirket değeri bulunmaktadır. Hisse senetleri yatırımı yapan yatırımcıların temel amacı hisse senedini alırken hisse senedini tutma sürecinde elde edecekleri kâr payı ödemeleri ve satmaları durumunda ise hissenin bu zaman zarfındaki göstereceği değer artış kazançlarıdır. Bu yöntem özellikle düzenli kâr payı ödeyen şirketler için uygulanmakta olup yabancı yatırımcıların bir hisseye yatırım yaparken dikkate aldığı önemli modellerden birisidir (Güler, 2010,42).

3.3 Piyasa Bazlı Yöntemler

Bu yöntemin esası, değerlemeye konu olacak şirketin değerlemesinde aynı sektörde faaliyet gösteren bir şirketin referans olarak alınmasıdır. Bu yöntem ile değerlendirme yapılırken aynı

sektörde faaliyet de bulunan ve değerlemeye esas alınabilecek şirketin bulunması gerekmektedir. Bu yöntemin uygulanması üç aşamalı olup öncelikle karşılaştırma yapılacak şirketin belirlenmesi gerekmektedir. İkinci aşamada ise karşılaştırmada kullanılacak standart oranlar belirlenmekte daha sonra ise değerlendirilecek şirketin oranları sektör oranları ile karşılaştırılmaktadır. Bu şekilde değerlemeye konu olan şirketin yüksek ya da düşük değerlendirilmediği belirlenmektedir. Bu kapsamda Fiyat/Kazanç oranı, Şirket Değeri/FAVÖK, Şirket Değeri /Satışlar, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları çalışmanın uygulama kısmında incelenmiştir (Gözen,2019,207). Aşağıda bu çarpanlara ait kısa bilgilere yer verilecektir.

Fiyat /Kazanç Oranı: F/K oranı temel olarak piyasa değerinin karının kaç katı olduğunu göstermektedir. Şirketin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı oldukları oranı göstermektedir. Bir diğer ifade ile şirketin piyasa değerinin şirketin net karına oranıdır. Bu oranın yaklaşık değerinin 10 olması normal kabul edilmektedir. Bir şirketin F/K oranı sektör ortalamasının altında ise o şirketin hisse fiyatının düşük kaldığını ve yükselme potansiyeline sahip olduğu borsa yatırımcıları tarafından düşünülmektedir. Borsa yatırımcılarına göre düşük F/K oranı yüksek F/K oranına göre daha iyi olup hisse senedi fiyatının yükseleceği izlenimi vermektedir. F/K yöntemine göre şirket değeri;

F/K: Hisse Senedi Piyasa Fiyatı/Hisse Başına Net Kar.

Seçilmiş sektörlerin ortalama F/K oranı* Şirket net karı (Güler, 2010,23).

Şirket Değeri/FAVÖK: Şirketin cari dönemde tüm bu ve varlıkları ile satın alınması durumunda ortaya çıkan değerdir. Aşağıdaki gibi hesaplanır.

Firma Değeri/Favök = Özkaynakların piyasa değeri+Mali borçların piyasa değeri (Mali Borçlar- Hazır Değerler) /Favök

Firma değeri/Favök oranı nakit akımları esas alan ancak sermaye yeterliliği dikkate alınmadığından eleştirilen yöntemdir. Favök şirketin net karlılığını ve borç ödeme gücünü ortaya koyan önemli bir göstergedir (Toraman ve Korpi, 2015,45).

Şirket Değeri /Satışlar: Bir şirketin piyasa değerinin yıllık satışların kaç katı olduğunu göstermektedir. Aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerin karşılaştırılmasında sıkça kullanılan bir yöntemdir. Satış oranı yeni kurulan bir şirket için ya da finansal sıkıntıda olan bir şirket için oldukça anlamlı bir ölçüttür. Bu yöntemde göre şirket değeri şöyle hesaplanmaktadır.

Sektördeki şirketlerin Şirket değeri/Satışlar oranı* Şirket satışları (Güler,2010,26).

Piyasa Değeri/Defter Değeri: Şirketlerin karşılaştırılmasında sıklıkla kullanılan bir oran olup şirketin bilançoda yer alan defter değeri ile piyasa değerini kıyaslayarak yatırımcılara hisse fiyatının düşük ya da yüksek olup olmadığı konusunda değerlendirme imkânı sunmaktadır (Ekici, 2019,43).

Bu oran bir şirketin hisselerinin piyasa değerinin şirketin hisse başına düşen defter değerine oranıdır (Ünlü, 2008,132). PD/DD rasyosu fiyatı olması gereken yönde belirlemeye dönük yöntemdir. Bu yöntemin uygulanmasında şirket değeri saptanırken önce şirket ile aynı sektörde ve aynı risk düzeyinde olan hisseleri piyasada alınıp satılan şirketlerden bir gözlem seti oluşturulmalıdır. PD/DD oranı hisse senetlerinin piyasa değerinin hisse senetlerinin defter değerine bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde şirketlerin PD/DD oranının aynı sektörde bulunan şirketler için aynı olduğu varsayımından yola çıkarak şirket değeri tespit edilmektedir. Bu yöntemde şirket değeri şöyle hesaplanmaktadır (Alkan ve Demirelli, 2007,33).

PD/DD: Hisse senedi piyasa fiyatı/ Hisse senedi defter değeri (öz sermaye)

Şirket değeri: Seçilen sektörün veya piyasanın ortalama PD/DD oranı* Şirketin defter değeri

Bu yöntem kullanılırken şirketin varlıklarını en iyi şekilde kullanacağı varsayılmaktadır (Alkan ve Demirelli, 2007,33).

4. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİYLE ŞİRKET DEĞERLEME: TURİZM SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Çalışmanın amacı halka açık olmayan ve turizm sektöründe faaliyet gösteren bir otelin finansal verileri kullanarak piyasa çarpanları yöntemi ile değerinin bulunmasıdır. Çalışmada BİST turizm endeksindeki şirketlerin isimleri [isyatirim.com](http://www.isyatirim.com) adresinden elde edilmiş olup aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1: BİST Turizm Endeksinde Yer Alan Şirketler (31.12.2022)

NO	BİST KODU	HİSSE ADI	SEKTÖR
1	MAALT	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	Turizm
2	PKENT	Petrokent Turizm A.Ş.	Turizm
3	AYCES	Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.	Turizm
4	MARTI	Martı Otel İşletmeleri	Turizm
5	MERIT	Merit Turizm Yatırım	Turizm
6	METUR	Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.	Turizm
7	AVTUR	Avrasya Petrol ve Turizm	Turizm
8	TEKTU	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	Turizm
9	KSTUR	Kuştur Turizm	Turizm
10	ULAS	Ulaşlar Turizm Yatırımları	Turizm

Kaynak: İsyatirim.com

Çalışma kapsamında BİST endeksinde yer alan turizm şirketlerine ait veriler [halkyatirim.com](http://www.halkyatirim.com) adresinden elde edilmiştir. BİST endeksinde yer alan şirketlerin 31.12.2022 yılına ait finansal verileri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2: BİST Turizm Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Piyasa Çarpanları

Yıllar	Bist Kodu	Hisse Adı	Sektör	F/K Oranı	FD/ FAVOK	FD/ Satışlar	PD/DD
2022	MAALT	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	Turizm	51,44	0	429,09	11,30
2022	PKENT	Petrokent Turizm A.Ş.	Turizm	45,44	24,27	13,92	15,7
2022	AYCES	Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.	Turizm	351,19	131,39	28,71	2,03

Yıllar	Bist Kodu	Hisse Adı	Sektör	F/K Oranı	FD/FAVOK	FD/Satışlar	PD/DD
2022	MARTI	Martı Otel İşletmeleri	Turizm	3,07	66,58	12,09	1,36
2022	MERIT	Merit Turizm Yatırım	Turizm	57,97	45,42	19,61	0,76
2022	METUR	Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.	Turizm	35,13	13,21	7,59	5,37
2022	AVTUR	Avrasya Petrol ve Turizm	Turizm	1,63	272,11	26,64	0,71
2022	TEKTU	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	Turizm	2,42	442,87	27,35	0,48
2022	KSTUR	Kuştur Turizm	Turizm	26,26	26	13,72	14,39
2022	ULAS	Ulaşlar Turizm Yatırımları	Turizm	5,15	0	0	2,55
Ortalama				57,97	102,19	57,87	5,47

Kaynak: halkyatırım.com

Çalışmada turizm endeksinde yer alan şirketlerin 31.12.2022 yılına ait olan piyasa çarpanları halkyatırım.com adresinden doğrudan elde edilmiş daha sonra piyasa çarpanlarının sektör ortalaması hesaplanmıştır. 31.12.2022 yılına ait turizm sektöründe yer alan şirketlerin piyasa çarpanlarının ortalaması aşağıdaki tabloda özetle gösterilmiştir.

Tablo 3: BİST Turizm Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Piyasa Çarpanları Sektör Ortalaması

Ortalama	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD
Sektör	57,97	102,19	57,87	5,47

Çalışmada değerlemeye tabi tutulan örnek otel turizm sektöründe faaliyet göstermekte olup finansal verileri aşağıdaki gibidir.

Tablo 4: Örnek Otel İşletmesi Finansal Verileri (31.12.2022)

Örnek Otel İşletmesi	2022
Net Borç	1.166.000
Öz kaynaklar	14.777.302
Net Satışlar	13.820.167
FAVÖK	1.935.642
Net Kar	390.000

BİTS endeksindeki şirketlerin 31.12.2022 yılına ait piyasa çarpanları sektör ortalamaları ve örnek otel işletmesinin finansal verileri kullanılarak şirketin değeri aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 5: Örnek Otel İşletmesi Piyasa Değeri

Çarpan Oranları	Hesaplanan	Ağırlık	Şirket Değeri
F/K	22.608.300	25%	5.652.075
FD/FAVÖK	196.627.578	25%	49.156.894
FD/SATIŞLAR	798.634.705	25%	199.658.676
PD/DD	80.757.955	25%	20.189.489
Piyasa Değeri			274.657.134

Uygulamada şirketin piyasa değeri belirlenirken daha sağlıklı ve anlamlı sonuçlar vermesi açısından tek bir piyasa çarpanı kullanılmayıp birden fazla çarpan kullanılarak ortalamaları alınmaktadır. Hesaplamanın sonucunda turizm sektöründe faaliyet gösteren örnek otel işletmesinin piyasa değeri ortalama 274.657.134 TL olarak hesaplanmıştır. Otel işletmesinin değeri ise (274.657.134 – 1.166.00) **273.491.134** TL olarak hesaplanmıştır.

5.SONUÇ

Şirketlerin amaçlarını kar ve değer maksimizasyona çevirmeleri şirket değerlendirme çalışmalarını hem akademik hem de uygulama açısından önemli hale getirmiştir (Hatipoğlu ve Yener, 2013,7). Finans biliminde özellikle 1980’li yılların başından itibaren önem kazanmış olan şirket değerlemesi günümüzde şirket birleşmeleri, bölünme, satın alma, halka arz, özelleştirme gibi alanlarda sıklıkla kullanılmaktadır. Şirket değerlemesi ile ilgili çok fazla değerlendirme yöntemi mevcut olup göreceli bir yaklaşım olan piyasa çarpanları yöntemi bunlardan bir tanesidir.

Mevcut literatür ve uygulamalar incelendiğinde şirket değerlemesinde en sık kullanılan yöntemin İndirgenmiş nakit akımları olduğu ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar bu yöntem değerlendirme konusunda yıllardır kullanılsa bile şirket değerinin tam olarak ortaya konulmasında yeterli bir yöntem değildir. Yöntemin ayrıca başarılı sonuçlar vermesi geleceğe dair tahminlerin doğru yapılmasına bağlı olarak ta değişmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile yapılan şirket değerlemesinde yanlış tahminlerden kaynaklanan sapmaların önüne geçmek için birden fazla değerlendirme yönteminin kullanılması daha başarılı sonuçlar vermesi bakımından önem arz etmektedir (Gündoğmuş ve Öztanır, 2021,322).

Tarihi veriler kullanılarak hesaplanan ve piyasa çarpanlarını temel alan şirket değerlendirme yöntemi uygulamada özellikle Türkiye’de çok sık olmada da kullanılan bir yöntemdir. Değerlemeyi esas alan piyasa çarpanları yöntemi uygulanmasının kolay olması bu yöntemi cazip hale getirmektedir. Ancak şirket değerlemesinin daha anlamlı sonuçlar vermesi için bu yöntemin indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile birlikte kullanılması şirket değerlendirme açısından sağlıklı sonuç elde etmek için oldukça önemlidir (Toraman ve Korpi, 2015,53).

Bu çalışmada aynı sektörde faaliyet gösterdiğini varsaydığımız ve halka açık olmayan örnek bir otel işletmesinin değeri aynı sektörde faaliyet gösteren ve halka açık olan diğer şirketlerin finansal verilerinin birbirleri için bir anlam ifade ettiklerini varsayımından yola çıkarak

hesaplanmıştır. Piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalar sonucunda aynı sektörde faaliyet gösteren otelin değeri 273.491.134 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket değerlemesi yapılırken değerlendirme konu olan şirketin doğru değerinin ortaya konulması için sadece piyasa çarpan yöntemi değil aynı zamanda gelecekteki nakit akışlarını dikkate alan gelir bazlı yaklaşımların da kullanılması, değerlemenin daha doğru ve sağlıklı sonuçlar vermesi bakımından oldukça önemlidir. Birden fazla değerlendirme yöntemi kullanılarak elde edilen değer daha anlamlı sonuçlar vermesi bakımından önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- Alkan, G. ve Demirelli, E. (2007). Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9(2), 27-39.
- Aypek, N. ve Üzgün, Y. O. (2022). Veri Zarflama Analizi ile Firma Değerleme Yaklaşımı Borsa İstanbul Gıda Sektörü Örneği, Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi, 9(1), 1-19.
- Ban, Ü. ve Tuna, M. Konaklama İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Türkiye Açısından Uygulanabilirliği, İktisat İşletme ve Finans,18 (209), 92-107.
- Bilir, H. ve Kulalı, İ. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması, Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 2(2), 39-55.
- Çetiner, M., Özöğüt, A. ve Kendir, H. (2018). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri ile Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği, Journal Of Institute Of Economic Development And Social Researches, 4 (9), 346-356.
- Ede, S. (2016). Şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi ve Bir Uygulama, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Ekici, H. (2019). Şirket Değerlemesinde Karşılaşılan Özel Durumların Analizi, Sakarya Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Elmas, B. Yılmaz, H. ve Yalçın, S. (2017). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Kullanımı: BIST Bilişim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 31(5), 1221-1238.
- Eren, M. ve Çukacı, Y. (2019). Türkiye'deki Futbol Kulüplerinin Halka Arzında Değerleme Süreçleri: Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe Örneği, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 10(2), 90-122.
- Gorbon, M. (2012). Şirket Değerleme Yöntemleri, TUYİD, 13 Nisan 2012.
- Gözen, M. (2017). Şirket Değerlemesi İçin Fuzzy Küme Teorisine Dayalı Bir Öneri, Journal Of Social And Humanities Sciences Research, 4 (10), 388-399.
- Gözen, M. (2019). Şirket Değerlemesine Kurumsal Açından Genel Bir Bakış, Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (AEÜSBED), 5(2), 198-219.
- Güler, H. (2010). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi
- Gümüş, U. ve Alkan, D. (2019). Firma Değerlemesi Yöntemlerinden FCFE, FCFE ve Piyasa Değeri ile Borsa İstanbul 100 Endeksi İnşaat-Bayındırlık Sektöründe Bir İnceleme, Sosyal, Beşerî ve İdari Bilimler Dergisi,2 (6), 382-397.

- Gündoğmuş, M. ve Öztanır, İ. (2021). Şirket Değerlemede Teorik Çerçeve Türkiye’de Yapılan Şirket Değerleme Çalışmalarının Analizi, 309-323
- Hatipoğlu, M. ve Yener, E. (2013). Firma Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 8(3), 7-29.
- Irmak, F., ve Şahin, E. (2024). Firma Değerinin Belirlenmesinde Teknik ve Sektörel Farklılaşma: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. Hitit Sosyal Bilimler Dergisi, 17 (ICAFR Özel Sayısı), 76-92.
- Karakoca, A. (2011). Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Kızıltepe, M. (2012). Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Çerçevesi, SPORMETRE Beden Eğitimi ve Spor Bilimleri Dergisi, 3, 77-88.
- Küçükcaraba, M. (2012). Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Masun, M. (2017). Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 39(1), 213-222.
- Olabode, A. Festus, A. (2023). Assets Valuation, Mergers and Acquisitions of Business Organisations in Nigeria, Stratford Peer Reviewed Journals and Book Publishing Journal of Finance and Accounting, 7(1), 60-75.
- Öztürk, H. (2008). Yatırım Bankacılığında Şirket Değerleme Yöntemlerine Genel Bir Bakış ve Şirketlerin Piyasa Değerlerini Arttırmalarına Yönelik İMKB Hisse Senetleri Piyasası İçin Ampirik Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Perek, A. (2007). Şirket Birleşmelerinin Bir Parçası Olarak Elde Edilen ve Aktifleştirilen Maddi Olmayan Duran Varlıkların Değerlemesi ve İngiltere Tecrübesi, Muhasebe Denetime Bakış, Eylül, 97-112.
- Şahin, M. (2017). Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Borsa İstanbul'da İletişim Endeksinde Bir Uygulama, Adnan Menderes Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Toraman, C. ve Korpi, M. (2015). Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan, 41-56.
- Unvan, Y. (2019). Firma Değerleme Yaklaşımları ve Türk Hava Yolları Üzerine Bir Uygulama, Mehmet Akif Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 11(11), 930-944.
- Ünal Güner, P., Ünal, S.N., (2023). An artificial neural network based method for company valuation. Journal of Business, Economics and Finance (JBEF), 12(2), 91-101.
- Ünlü, S. (2008). Firma Değerlemesi ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Vergili, G. ve Çonkar, K. (2020). Regresyon Yöntemiyle Firma Değerlemesi: Twitter Uygulaması, Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Dergisi, 2(1), 44-54.

Yalçın, H. (2022). 2020-2021 Döneminde BIST’de İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Değer Tespitinde Piyasa Yaklaşımının Kullanılmasına Yönelik Bir Araştırma, Maliye ve Finans Yazıları, 36 (118), 178-198.

Yelgen, E. ve Okutmuş, E. (2019). Ekonomik Katma Değer Yönetimi ile Şirket Değeri Belirleme, The Journal of Academic Social Science Studies, 74, 441-454.

<https://www.google.com/search?q=de%C4%9Fer+ne+demek&oq=de%C4%9Fer+ne+deme&aqs=chrome.0.0i512l2j69i57j0i512l6.518505867j1j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (Erişim Tarihi, 07.08.2023)

<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/Sayfalar/default.aspx> (Erişim Tarihi,08.08.2023)

<https://www.halkyatirim.com.tr/> (Erişim Tarihi, 08.08.2023).