



JOURNAL of SOCIAL and HUMANITIES SCIENCES RESEARCH (JSHSR)

Uluslararası Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Dergisi

Received/Makale Geliş 16.10.2022
Published /Yayınlanma 30.11.2022
Article Type/Makale Türü Research Article

Citation/Alıntı: Taflan, G. & Yılmaz, E. (2022). Firma değeri / Favök yöntemiyle şirket değerlendirme ve bist turizm endeksinde bir inceleme. *Journal of Social and Humanities Sciences Research*, 9(89), 2275-2284.
<http://dx.doi.org/10.26450/jshsr.3348>



Gülşah TAFLAN

<https://orcid.org/0000-0003-3872-6088>

Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Turizm İşletmeciliği Bölümü, Samsun / TÜRKİYE



Doç. Dr. Erdal YILMAZ

<https://orcid.org/0000-0002-2491-446X>

Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, Samsun / TÜRKİYE

FİRMA DEĞERİ / FAVÖK YÖNTEMİYLE ŞİRKET DEĞERLEME VE BİST TURİZM ENDEKSİNDE BİR İNCELEME

COMPANY EVALUATION BY FIRM VALUE/EBITDA METHOD AND AN REVIEW OF THE BIST TOURISM INDEX

Issue/Sayı: 89

Volume/Cilt: 9

jshsr.org

ISSN: 2459-1149

ÖZET

Firma değerlemede çeşitli yöntemler kullanılabilmekte, FD/FAVÖK çarpanı da bu yöntemler içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Şirketlere yapılan yatırımların uluslararası piyasalarda daha artmasıyla firma değerlemenin önemi de artmaktadır. Bu çalışmada Borsa İstanbul (BİST) Turizm Endeksinde işlem gören şirketlerden 9 tanesinin FD/FAVÖK çarpanı ile değerlendirilmesinin yapılması amaçlanmıştır. Hesaplanan şirket değerlerinden yola çıkılarak öz sermaye piyasa değeri ve şirketlerin hisse başı fiyatları hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular dikkate alındığında, çarpan analizi yöntemlerinin firma değerinin belirlenmesinde tek başına yeterli olmadığı ayrıca şirketin gelecekteki nakit akışlarını dikkate alan gelir bazlı yöntemlerin de kullanılmasının faydalı olacağı sonucu ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Firma Değerleme, BİST Turizm, FD/FAVÖK.

ABSTRACT

Various methods can be used in firm valuation, and the Firm Valuation (FV)/EBITDA multiplier has an important place among these methods. The importance of firm valuation increases with the increase in investments made in companies in international markets. This study, it is aimed to evaluate 9 of the companies traded in the BIST Tourism Index with the FV/EBITDA multiplier. Based on the calculated company values, the equity market value and the per-share prices of the companies were calculated. Considering the findings, it was concluded that the multiplier analysis methods alone are not sufficient to determine the firm's value, and it would be beneficial to use income-based methods that take into account the future cash flows of the company.

Keywords: Firm Valuation, BIST Tourism, FV/EBITDA.

1. GİRİŞ

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

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, s. 7-9). 20. yüzyılın sonlarına doğru modern muhasebe ve finansın ilgilendiği en önemli konu şirket değerlemesi olmaktadır (Yelgen, 2016, s. 40). Şirket değerinin parasal olarak karşılığını belirlemek hem şirketler açısından hem de yatırımcılar açısından farklı faydalar sağlamaktadır (Kara, 2019, s. 7).

Günümüzde şirket değerlemesi, özellikle hizmet sektörlerinde ikame edilebilirliğin artması, teknolojiyle beraber algılamıza 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 öngöründe bulunabilmeleri için şirket değerlendirme çalışmalarının güvenilir bir şekilde gerçekleştirilmesi gerekmektedir (Hatipoğlu & Yener, 2013, s. 8).

Firma değerinin hesaplanmasında kullanılan çeşitli yöntemler vardır. Bu çalışmada, Firma Değeri /FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) yöntemiyle BIST turizm endeksinde işlem gören şirketlerin değerlerinin hesaplanması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda 31.12.2021 tarihli mali tablo bilgilerinden yola çıkılarak araştırma kapsamındaki şirketlerin değerleri ve hesaplanan şirket değerlerinden yola çıkılarak şirketlerin aynı tarihteki hisselerinin fiyatları hesaplanmıştır. Böylece şirketlerin Borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatları ile çalışma kapsamında hesaplanan hisse senedi fiyatları karşılaştırılmıştır.

2. FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Firma değerlendirme çeşitli teknikler ve yöntemlere dayanarak şirketin değerini ölçmekte, gelecekteki nakit tahminlerini yapmakta ve geniş bir projeksiyon ortaya koymaktadır (Alkan & Demireli, 2007, s. 28). Şirkete ait para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para karşılığının belirlenmesi, bilançoda yer alan toplam varlıkların tamamının değerinin tahmin edilmesi ile şirketin para olarak ederinin takdir ve tahmini tüm ortak ve hissedarlar için önemlidir. Böylelikle her çalışan için şirkette ortak bir yön belirlenmekte ve şirketin tek bir vücut olmasını sağlamaktadır.

Firma değerlendirme her şirkette uygulanabilmektedir fakat genel kabul görmüş net bir yöntemi bulunmamaktadır. Değerleme süreci ekonomik dalgalanmalar, değerlendirme yapılan dönem, faaliyet alanı, bulunduğu sektöre ait yapısal etkiler, piyasa koşulları ve risk barındırabilecek durumlar gibi birçok faktör ile karmaşık hale gelmektedir (Özbay, 2016, s. 7).

Geleneksel firma değerlendirme yöntemleri incelendiğinde, şirketin kâr maksimizasyonu ve nakit akışlarının önemli olduğu yöntem ve teknikler, günümüzde modern yaklaşımlar ile şirketlerin amacının değer maksimizasyonuna dönüşmesiyle şirketlerin katma değerlerini ölçümlemeyi esas almaktadır (Genç, 2020, s. 7). Günümüzde sıklıkla kullanılan temel çağdaş firma değerlendirme yöntemleri, literatürde aktif temelli, piyasa temelli, gelir temelli, üç faktörlü varlık fiyatlandırma ve reel opsiyonlar ve alternatif yaklaşımlar olarak incelenmektedir (Bağlama, 2017, s. 34).

2.1. Aktif Bazlı Yaklaşımlar

Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri varlık temelli olup, şirketin tüm aktiflerinin toplam değerinden, şirketin toplam pasif değerlerinin çıkarılarak özsermaye değerinin hesaplanması yöntemidir (Gorbon, 2012, s. 9). Genellikle gayrimenkul şirketler, yatırım şirketleri ve holdingler, gayri-faal şirketler ve tasfiye halindeki şirketler tarafından kullanılmaktadır.

Aktif bazlı yaklaşımlar ile değerlendirme yapıldığında şirketin sahip olduğu tüm maddi ve maddi olmayan duran varlıkları ile yükümlülükleri dikkate alınmaktadır. Bu yaklaşımlar firma değerlemesinin yapılacağı tarihe kadar var olan varlık ve borçlara ait muhasebe kayıtlarına dayanmaktadır (Ekici, 2019, s. 35).

Literatürde aktif bazlı değerlendirme yöntemlerini; defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, yeniden kurma değeri, piyasa değeri, gerçek değer, nominal değer ve marka değeri olarak sınıflandırılmaktadır (Gözen, 2019, s. 201).

2.2. Piyasa Bazlı Yaklaşımlar

Piyasa bazlı yaklaşımlar, enflasyonun yüksek olduğu zamanlarda, benzer ve aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin açıkladıkları kâr tutarlarının şirketin gerçek kazançlarını yansıtmadığı düşüncesiyle, belirli düzeltmeler yapılarak kıyaslanmasının esas alındığı firma değerlendirme yöntemidir (Ede, 2016, s. 19). Piyasa temelli değerlendirme yaklaşımlarının temel amacı pazarda fiyatı belirli olan ve birbirine benzeyen varlıklardan faydalanılarak varlığın değerinin belirlenmesidir (Pawlak & Smolen, 2009, s. 245).

Piyasa bazlı yaklaşımlar farklı kaynaklarda *Pazar Bazlı Yaklaşımlar*, *Bener Şirket Çarpanları* veya *Göreceli Değerleme* olarak isimlendirilmektedir. Piyasa temelli yaklaşımlar çeşitli oranlar ve çarpanlar kullanılarak hesaplanmaktadır.

2.2.1. Firma Değeri / FAVÖK Oranı

Firma değeri ve FAVÖK oranı şirketin sahip olduğu varlıklar ile faaliyette bulunduğu alanda ne kadarlık mal ve hizmet ürettiğini göstermektedir. Bu oran ne kadar düşük ise şirket yatırıma o kadar müsaittir. FAVÖK bir işletmenin kazanç potansiyelini tespit etmek için kullanılan bir finansal göstergedir. Her ne kadar dezavantajları olsa da son yıllarda finans alanında önemli bir ölçüt haline gelmiştir. FAVÖK ile şirketin esas faaliyetinden elde ettiği kârı görebiliriz. Bu sayede şirket yönetiminin esas faaliyetle ilgili olmayan konular nedeniyle almış olduğu kararların ve yasal düzenlemelerin etkilerini esas faaliyet kârından arındırmış oluruz. Örneğin faiz giderleri şirketin borçlanması nedeniyle oluşmaktadır. Bazen şirketlerin esas faaliyetleri dışındaki işler için borçlandıkları görülür. İşte FAVÖK diğer değişken giderleri arındırarak esas faaliyete yani şirketin yaptığı iş dolayısıyla elde ettiği kazançta odaklanmamızı sağlar. Böylelikle şirketin ana faaliyetlerinden elde ettiği kârı görebiliriz. FAVÖK'ün tercih edilmesindeki en büyük sebepler arasında ülkeler veya sektörler arasındaki vergilendirme ve muhasebe politikalarından kaynaklanan farklılıkları ortadan kaldırması ve şirketi uluslararası bir değerlendirme ölçütü haline getirmesi yatmaktadır. Şirketin cari dönem içerisinde tüm yükümlülükleri ve alacaklarıyla birlikte satın alınması durumunda ortaya çıkan değerdir ve aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Toraman & Körpi, 2015, s. 45);

$$FD = \frac{\text{Özkaynakların Piyasa Değeri} + \text{Mali Borçların Piyasa Değeri (Mali Borçlar-Hazır Değerler)} / \text{FAVÖK}}{(\text{Brüt Kâr} - \text{Genel Yönetim Giderleri} - \text{Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri} - \text{Ar-Ge Giderleri}) + \text{Amortisman Giderleri}}$$

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası analistler tarafından sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir (Güler, 2010, s. 26). Bunun en önemli nedeni FAVÖK hesaplaması sonucunda, şirketlerin değişkenlik gösterebilecek giderlerden arındırılmasıdır. Şirket çok borca sahip olsa dahi FAVÖK'ün yüksek olması halinde gelecekteki finansal borçlarını faaliyetlerinden kazanacağı nakit akımlarıyla azaltmakta ve böylelikle finansman giderlerini de en aza indirgemektedir.

2.3. Alternatif Yaklaşımlar

Alternatif yaklaşımlar, genellikle ABD ve Avrupa'da tercih edilen, çağdaş ve son zamanlarda gelişme gösteren yaklaşımlardır. Geleneksel ve klasik yöntemlerin yetersiz kaldığı durumlarda üst düzey teknoloji ile yürütülen ve büyük çaplı şirketlerin tercih ettiği alternatif yaklaşımlar, 1990'lardan itibaren gelişme göstermiştir (Karakoca, 2011, s. 37). Bu yaklaşımlardan yaygın olarak tercih edilenler ekonomik katma değer ve yatırım nakit akım kârlılığı yöntemleridir.

2.3.1. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Ekonomik Katma Değer yöntemi (EVA) ile bir şirketin belirli bir dönemdeki, toplam sermaye maliyetinden düzeltilmiş vergiler sonrası net işletme kazancının çıkarılması sonucunda elde edilen olumlu ya da olumsuz fark hesaplanmaktadır (Fındık, 2013, s. 94). Formülü;

$$EVA = NOPAT - \%C(TC)$$

Formülde,

EVA = Ekonomik katma değer,

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) = Vergi sonrası net faaliyet kârı,

%C = Sermaye maliyeti, *TC* (Total Capital) = Toplam sermayeyi tanımlamaktadır.

EVA yönteminin genel prensibi, azami kaynak maliyeti oranının bir yatırım getirisine eşit olması, böylelikle yatırımcılar tarafından göze alınan riski karşılayabilecekleri bir getiri güvencesi elde etmesidir (Karakoca, 2011, s. 39). Şirketin gerçekleşmesini beklediği yatırım projelerinin net bugünkü değerinin pozitif olması ve bu projelerin gerçekleştirilmesi için önemlidir.

2.3.2. Yatırım Nakit Akım Kârlılığı (CFROI)

Yatırımın Nakit Kârlılığı (CFROI), reel nakit akışlarının mevcut yatırımlardaki iç getiri oranıdır (Ekici, 2019, s. 66). CFROI, genel olarak sermaye maliyeti ile karşılaştırılmakta ve dört bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır (Ünlü, 2014, s. 173-174);

İlk olarak, sahip oldukları varlıklardaki brüt yatırım tutarları olup defter değerlerine enflasyon düzenlemeleri ve birikmiş amortisman eklenerek elde edilmelidir. *İkinci olarak*, 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*, varlıkların kullanışlı ve faydalı ömürleridir. *Son olarak* ise varlıkların hurda değerleridir.

2.3.3. Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modeli

Akademik kaynaklarda sıklıkla rastladığımız *Standart Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli*'ne (CAPM) eklemeler yaparak Fama ve French (1996) tarafından üç faktörlü fiyatlandırma modeli geliştirilmiştir (Ede, 2016, s. 56). Ekleme yapılmasının nedeni portföy büyüklüğünün ve piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranının portföy getirisine önemli ölçüde etki etmesidir. Fama ve French (1996) CAPM modelinde bu değişkenler hesaplanmadığı için beklenen getirilerde farklı anomaliler 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 & French, 1996, s. 55).

2.3.4. Reel Opsiyon Yaklaşımı

Reel opsiyon yaklaşımı, finansal opsiyon teorisinin reel/finansal olmayan varlıklar üzerindeki opsiyonlara bir uzantısıdır (Schwartz, 2013, s. 164). Seçenekler, belirsizlik ortaya çıktıktan sonra karar verme fırsatı sağlayan koşullu kararlardır. Belirsizlik ve aracının buna yanıt verme yeteneği (esneklik), bir seçeneğin değerinin kaynağıdır. Reel opsiyon değerlemeleri finansal piyasa değerlemeleri ile oldukça uyumludur.

Reel bir opsiyon modeli belirsizlik düzeyi artan bir modeli daha büyük bir opsiyona bağlı değere dönüşmektedir (Akkaya, 2005, s. 173). Reel opsiyon tipleri, erteleme opsiyonu, büyüme opsiyonu, kademeli yatırım opsiyonu, kapasiteyi yatırım opsiyonu, kullanımı değiştirme opsiyonu ve vazgeçme opsiyonu olarak yedi tanedir (Taş, Yaşaroğlu, & Tokmakçioğlu, 2007, s. 345).

2.4. Gelir Bazlı Yaklaşımlar

Şirket değerinin gelecekte elde edeceği kazançlarının, paranın zaman değeri ilkesine bağlı olarak bugünkü net değerinin hesaplanmasına dayanan yöntem gelir bazlı yöntemlerdir (Gorbon, 2012, s. 27). Gelir bazlı yaklaşımların temeli, uygun nakit akışı ile kazanç kalemi oranının geleceğe yönelik geniş açılı gösterimlerinin oluşturulması ve sonrasında bu tutarların net bugünkü değerlerinin hesaplanmasıdır (Gorbon, 2012); (Michaletz & Artemenkov, 2018, s. 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, s. 26).

3. LİTERATÜR TARAMASI

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. Çalışmada firma değerlendirme çalışmalarının Türkiye'deki hukuki yükümlülükleri ve yasal düzenlemeleri dikkate aldığı sonucuna varılmıştır.

Gündoğmuş ve Öztanır (2021) yaptıkları çalışmada firma değerlemesini öncelikle teorik bir çerçevede incelemiş ve sonrasında Türkiye'de firma değerlendirilmesi 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) firma değerlemesi ile ilgili yaptıkları araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarını Fiyat/Kazanç (F/K) oranı ile tespit etmeye çalışmaktır. Çalışma da 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.

Teker (2020) çalışmasında klasik iskonto edilmiş nakit akışları modelini yeniden ele almayı ve modelin girdi faktörlerini detaylı olarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Bu çalışmada 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.

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, bunun en büyük sebebinin Borsa İstanbul'da yer alan yabancı yatırımcıların çoğunlukta olduğu saptanmıştır.

Günay ve Ecer (2020) yaptıkları çalışmada Entropi-Mairca hibrit modeli ve nakit akışları kullanılarak Borsa İstanbul'da işlem gören on adet turizm şirketinin değerlendirme ölçümlerinin yapılması ve karşılaştırılması amaçlanmıştır. 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 Altınyunus 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, firma değerlendirme yaklaşımlarını ve Türk Hava Yolları (THY)'nin değerlemesini farklı yaklaşımlar ile analiz etmiştir. Yöntem olarak indirgenmiş serbest nakit akışı ve benzer firma değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Sonuçların tutarlılığı karşılaştırılmıştır. Çalışmada şirketin faaliyet gösterdiği alanda sektörel olarak spesifik özelliklerin hassasiyetle değerlemeye tabi tutulması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Gümüş ve Alkan (2019), öz kaynağa serbest nakit akımı, firmaya serbest nakit akımı ve piyasa değeri yöntemlerini kullanarak Borsa İstanbul'da yer alan inşaat sektöründe hangi değerlendirme yönteminin daha uygulanabilir olduğunu saptamayı amaçlamışlardır. Çalışma sonucunda literatür tarama sonuçları ön veri kabul edilmiş ve öz kaynağa serbest nakit akımının diğer yöntemlere göre daha uygulanabilir olduğu belirlenmiştir.

Kablan ve Güvemli (2019)'nin çalışmalarında, Borsa İstanbul XTRZM endeksinde işlem gören turizm şirketlerinin nakit akışları, nakit akımlarının sağlandığı faaliyetler yönetimini kullanarak analiz etmişlerdir. Yapılan literatür taraması sonuçlarında model 2: başarılı işletme, model 4: büyüyen işletme ve model 6: hızlı büyüyen genç işletme, şirketlerin nakit akış profilleri olarak tanımlanmaktadır. Araştırma sonucunda risk ve belirsizliğin yüksek olduğu turizm sektöründeki işletmelerin finansal durumlarının belirlenmesinde nakit akım tablosu ihtiyacının ve kullanım düzeyinin artacağı düşünülmektedir.

Öztürk (2017), çalışmasının amacı BİST100 endeksindeki hisse senedi getirilerini 2005-2016 yıllarında panel veri analizi içinde rassal etkiler modelini kullanarak, Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK) çarpanları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucunda F/K çarpanı istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki içinde olmadığı saptanmıştır.

Iltas, Arslan ve Kayhan (2017) çalışmalarında Fiyat/Kazanç (F/K) oranı ile Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) kıyaslaması yapmışlardır. Çalışma, finansal ve piyasa dinamikleri, bölgesel veya şirketlere özgü risklerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamıştır. Çalışmada Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda yatırımcılar

firma değerlemesi yaparken F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına benzer oranlarda önem verdikleri ve yatırım vadelerinin yaklaşık bir yıl olduğu; yatırımcılarda beklenti oluşturan temettü, net kâr ve satış artışlarına ek olarak halka açık olma oranlarını artırarak şirket değerlerini yükseltebilecekleri, bu değeri kaldıraç olarak kullanabilecekleri saptanmıştır.

Zor, Bozkurt ve Öksüz (2016) çalışmalarında iflas erteleme talepleri hakkında verilecek kararlarda firma değerlendirme yöntemlerinin kullanılıp kullanılmayacağını araştırmayı amaçlamışlardır. Firmaya serbest nakit akışı yöntemi kullanılan çalışma sonucunda iflas erteleme kararında kullanılabileceğini ifade edilmiştir.

Kutukız, Ergün, Öztürk, ve Özdek (2016) çalışmalarında korelasyon analizi ve panel veri analizi yöntemlerini kullanmışlardır. Çalışma da halka açık şirketler ve diğer işletmelerin, karlılık, sürdürülebilirlik ve pazar payını artırma hedeflerinin yanında piyasa değerinin de artması konusunu bir uygulama ile açıklamak amaçlanmıştır. Korelasyon analizi sonuçlarına göre şirketlerin piyasa değerleri ile şirketlerin sermaye yapısındaki değişim ve anlamlı korelasyonlarının olduğu gözlemlenmiştir.

Toraman ve Körpi (2015), çalışmalarında piyasa değeri çarpanları yönteminin firma değerini belirlemedeki başarısını ortaya koymayı ve en doğru firma değerini 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 değerlendirme yapılırsa sağlıklı ve güvenilir sonuçlar elde edileceği saptanmıştır.

Rikkert (2014), çalışmasını hangi iş değerlendirme yönteminin pratikte değerlemeyi gerçekleştirenler tarafından ne sıklıkla kullanması gerektiği ve indirgenmiş nakit akışı analizinin en çok kullanılan yöntem olup olmadığını araştırmak amacıyla yazmıştır. Çalışmasında uluslararası kaynakları tarayarak evrensel sonuçlara ulaşmaya çalışmıştır. Çalışma sonucunda Afrika'da Fiyat/Kazanç oranı; Avustralya'da indirgenmiş nakit akışı ve piyasa yaklaşımı; Avrupa'da da KD/FAVÖK tercih edildiği saptanmıştır. Ancak ne sıklıkla kullanılması gerektiği cevabı değişkenlik gösteren piyasalar için net olmadığına geçerli bir cevap bulunamamıştır.

Alkan ve Demireli (2007), çalışmalarında Fiyat/Kazanç oranı, indirgenmiş nakit akışı yöntemi ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemlerini kullanmışlardır. Çalışmanın amacı değerlendirme yöntemleri seçilirken dikkat ettikleri hususların belirlenmesidir. Çalışmada değerlendirme yapacak kişi veya kurumların değerlendirme yöntemini seçerken değerlendirme yapma nedenlerini belirlemeleri gerektiği sonucuna varılmıştır.

4. UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti

Çalışmanın amacı, BİST turizm endeksindeki şirketlerin FD/FAVÖK yöntemiyle değerlerinin hesaplanması olduğundan, çalışmanın kapsamına aşağıdaki Tablo 1'de yer alan şirketler dâhil edilmiştir. BİST turizm endeksinde yer alan Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. (ULASLAR) ve Kuştur Kuşadası Turizm Endüstri A.Ş. (KSTUR) şirketlerine ait yıllar itibarı ile tüm verilerine rastlanılmadığı için çalışmanın kapsamından çıkarılmıştır.

Tablo 1: BİST Turizm Endeksinde Yer Alan Turizm Şirketleri

NO	BİST KODLARI	TURİZM ŞİRKETLERİ
1	MAALT	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.
2	PKENT	Petrokent Turizm A.Ş.
3	AYCES	Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.
4	ETILR	Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.
5	MARTI	Martı Otel İşletmeleri
6	MERIT	Merit Turizm Yatırım
7	METUR	Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.
8	AVTUR	Avrasya Petrol ve Turizm
9	TEKTU	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.

Çalışma kapsamındaki firmalara ilişkin veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) resmi internet sitesindeki mali tablolardan elde edilmiştir. Ayrıca FAVÖK ve Amortisman Giderleri kalemleri Halk Yatırım'ın internet sitesinden alınmıştır (<https://halkyatirim.com.tr>, 2021).

Araştırma kapsamındaki şirketlerin çalışmanın kapsamı ilgili mali tablo kalemlerine ilişkin veriler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 2: FD/FAVÖK Yönteminde Yararlanılan Mali Tablo Kalemleri (TL)

	MAALT	PKENT	AYCES	ETILR	MARTI	MERIT	METUR	AVTUR	TEKTU
BRÜT KÂR (+)	2.533.668	39.202.866	31.112.472	9.675.143	44.080.099	9.940.343	6.491.795	713.422	15.140.149
Genel Yönetim Gideri (-)	-3.396.505	-2.605.836	-12.003.035	-3.619.315	-65.537.374	-3.179.389	-5.465.987	-827.897	-10.042.324
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri(-)	0	-2.847.120	-1.705.304	-611.029	-8.150.713	-1.845.369	-61.081	0	-4.324.862
Amortismanlar (+)	2.243.465	4.639.193	8.820.520	610.863	47.854.363	67	3.571.179	1.203.783	10.649.630
Finansal Borçlar (-)	-74.49	-39,08	-108,71	-10,35	-2.117,65	-40,44	-62,42	-13,92	-796,42
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	148.444.710	18.171.880	11.813.351	23.354.849	36.399.703	45.703	17.197.393	10.053.584	1.110.578
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)	16.704.659	620.582	0	0	218.863.000	0	1.171.744	102.950.000	540.310.000
Finansal Yatırımlar (+)	0	0	465.290	0	2.078.725	947.385.874	0	0	0
Sermaye Düzeltme Farkı	56.769.483	15.979.009	7.916.580	0	2.497.948	5.167.456	0	0	7.430.206
Ödenmiş Sermaye	62.285.019	17.015.809	32.916.580	40.000.000	122.497.948	33.217.456	54.000.000	45.000.000	307.430.206

4.2. Değerleme Yöntemi

Araştırmada, firma değerlendirme yöntemlerinden Çarpan Analizi (Piyasa Çarpanları Yöntemi) kullanılmıştır. Çarpan analizi yöntemlerinden ise Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Şirketlere ait FAVÖK oranlarının aritmetik ortalaması alınarak FAVÖK çarpanı elde edilmiş, FAVÖK çarpanı ile şirketlere ait FAVÖK değerlerinin çarpılması ile şirketin değerine ulaşılmıştır.

4.3. Bulgular

Araştırma kapsamında öncelikle Tablo 2’de yer alan mali tablo kalemlerindeki verilerden şirketlerin FAVÖK değerleri hesaplanmıştır.

FAVÖK = Brüt Kar – Genel Yönetim Giderleri – Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri – Araştırma Geliştirme Giderleri + Amortisman ve İtfa Giderleri

Araştırma kapsamındaki şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK toplamalarının şirket sayısına bölünmesiyle FAVÖK ÇARPANI elde edilmiştir.

FAVÖK Çarpanı = FD/FAVÖK Toplamları / Şirket Sayısı

Tablo 3’te Borsa İstanbul’da yer alan 9 turizm şirketinin 31.12.2021 tarihine ait FD/FAVÖK oranlarının aritmetik ortalaması FAVÖK çarpanı olarak kabul edilmektedir. Araştırma kapsamında yer alan 9 şirketin FD/FAVÖK çarpanının hesaplanmasına ilişkin tablo aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 4: FAVÖK Çarpanı Hesaplama

ŞİRKETLER	FD/FAVÖK
MAALT	1000,68
PKENT	195,72
AYCES	61,38
ETILR	37,53
MARTI	112,97
MERIT	174,60
METUR	55,01
AVTUR	96,11
TEKTU	75,05
FD/FAVÖK TOPLAMLARI	1809,05
FİRMA SAYISI	9
FD/FAVÖK ÇARPANI	201,01

FD/FAVÖK çarpanından yola çıkılarak şirketlerin firma değerleri hesaplanmıştır. Bunun için FAVÖK çarpanı ile şirketlerin FAVÖK değerlerinin çarpılmasıyla elde edilen firma değerleri aşağıdaki Tablo 5’te gösterilmiştir.

Tablo 5: Araştırma Kapsamındaki Turizm Şirketlerinin Firma Değerleri Sonuçları (TL)

Şirketler	FAVÖK	x	FAVÖK Çarpanı	=	Firma Değeri
MAALT	1.380.628	x	201,01	=	₺277.513.898
PKENT	38.389.103	x	201,01	=	₺7.716.422.976
AYCES	26.224.653	x	201,01	=	₺5.271.300.946
ETILR	6.055.662	x	201,01	=	₺1.217.221.705
MARTI	18.246.375	x	201,01	=	₺3.667.622.744
MERIT	4.915.652	x	201,01	=	₺988.073.361
METUR	4.535.906	x	201,01	=	₺911.742.305
AVTUR	1.089.308	x	201,01	=	₺218.956.960
TEKTU	11.422.593	x	201,01	=	₺2.296.004.652

Şirketlere ait bir hisse senedi değerlerinin hesaplanmasında şirketlerin özkaynak piyasa değerinin hesaplanması gerekir. Özkaynak piyasa değerinin hesaplanması için, firma değerinden finansal borçların çıkarılması; nakit ve nakit benzerlerinin, yatırım amaçlı gayrimenkullerin ve finansal yatırımların eklenmesi gerekir (Perek ve Hazır, 2016). Özkaynak piyasa değerinin hesaplanmasına ilişkin veriler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 6: Araştırma Kapsamındaki Turizm Şirketlerinin Özkaynak Piyasa Değeri Hesaplaması (Bin TL)

Mali Tablo Kalemleri	MAALT	PKENT	AYCES	ETILR	MARTI	MERIT	METUR	AVTUR	TEKTU
Firma Değeri	277.513	7.716.422	5.271.300	1.217.221	3.667.622	988.073	911.742	218.956	2.296.004
(-)Finansal Borçlar	-0,074	-0,039	-0,108	-0,010	-2,117	-0,040	-0,062	-0,013	-0,796
(+) Nakit ve Nakit Benzerleri	148.444	18.171	11.813	23.354	36.399	45	17.197	10.053	1.110
(+) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	16.704	620	0,00	0,00	218.863	0,00	1.171	102.950	540.310
(+) Finansal Yatırımlar	0,00	0,00	465.290	0,00	2.078	947.385	0,00	0,00	0,00
Özkaynak Piyasa Değeri	442.663	7.735.215	5.283.579	1.240.576	3.924.962	1.935.504	930.111	331.960	2.837.424

Özkaynak piyasa değerine ulaşıldıktan sonra şirketlere ait hisse senedi değerleri hesaplamaları Tablo 7'de gösterilmiştir:

Tablo 7: Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Hisse Senedi Fiyatı Hesaplamaları (TL)

Şirketler	Özkaynak Piyasa Değeri	/	Ödenmiş Sermaye	=	Hisse Senedi Fiyatı
MAALT	442.663.193	/	62.285.019	=	7,11
PKENT	7.735.215.399	/	17.015.809	=	454,59
AYCES	5.283.579.478	/	32.916.580	=	160,51
ETILR	1.240.576.543	/	40.000.000	=	31,01
MARTI	3.924.962.054	/	122.497.948	=	32,04
MERIT	1.935.504.898	/	33.217.456	=	58,27
METUR	930.111.380	/	54.000.000	=	17,22
AVTUR	331.960.530	/	45.000.000	=	7,38
TEKTU	2.837.424.433	/	307.430.206,00	=	9,23

Hesaplanan hisse başı fiyatların 2021 yılı dönem sonu itibarı ile şirketlerin borsada oluşan hisse senedi fiyatlarından farklılık gösterdiği görülmektedir. Bu farklılığın çeşitli nedenleri olabilir. Bu nedenler arasında, çarpan analizinin tarihi verilere dayanması ve gelecekteki nakit akışlarını dikkate almaması, 2021 yılında etkili olan Covid-19 pandemisi nedeniyle turizm şirketleri mali tablolarının önemli ölçüde etkilenmesi gibi nedenler sıralanabilir.

5. SONUÇ ve ÖNERİLER

Turizm şirketlerinin dinamik ve esnek yapısı gereği hem ulusal hem de uluslararası turistik ve ticari faaliyetleri önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu nedenle turizme yatırım yapacak olan kişi veya kurumların işletmelere ait gelecekteki nakit akışları ve faaliyetlerden sağlanan kârlılıkları gibi önemli verileri öngörebilmesi önemli bir hal almaktadır. Şirket değerlendirme çeşitli teknikler ve yöntemlere dayanarak şirketin değerini ölçmekte, gelecekteki nakit tahminlerini yapmakta ve geniş bir projeksiyon ortaya koymaktadır (Alkan & Demireli, 2007, s. 28).

Bu çalışmada firma değerlendirme yöntemleri, piyasa çarpanları tekniklerinden Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK) çarpanları ile şirket değerlemesi yapılmıştır. Bunun için 2021 yılı dönem sonu verileri kullanılarak FD/FAVÖK çarpanları ile Borsa İstanbul'da işlem gören 9 turizm şirketinin firma değeri hesaplanması amaçlanmıştır. Bu amaçla, şirketlerin FAVÖK'leri hesaplandıktan sonra FD/FAVÖK çarpanları ile çarpılarak firma değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan hisse başı fiyatların 2021 yılı dönem sonunda borsada oluşan fiyatlardan farklılık gösterdiği tespit

edilmiştir. Bu farklılığın çeşitli nedenleri olabilir. Çarpan analizinin tarihi verilere dayanması ve gelecekteki nakit akışlarını dikkate almaması, 2021 yılında etkili olan Covid-19 pandemisi nedeniyle turizm şirketleri mali tablolarının önemli ölçüde etkilenmesi gibi nedenler sıralanabilir.

Şirket değerlemesi yapılırken sadece çarpan analizi değil aynı zamanda gelecekteki nakit akışlarını dikkate alan gelir bazlı yaklaşımların da kullanılması, daha doğru sonuçların elde edilmesine yardımcı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akkaya, C. (2005). Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Alternatif Bir Yöntem: Reel Opsiyonlar. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30(6), 172-178.
- 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.
- Arslan, H., & Kayhan, T. (2020). Piyasa Çarpanları ile Değerlemede Önemli Noktalar: Vaka İncelemesi. Zafer Gölen, Yüksel Akay Unvan, ve Sevilay Özer (Editör), *İktisadi ve İdari Bilimlerde Akademik Çalışmalar* (s. 17-32). Cetinje-Montenegro: IVPE.
- Bağlama, M. S. (2017). *Şirket Değerleme Yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Lojistik Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi, İstanbul.
- Ede, S. (2016). *Şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi ve Uygulanması*. Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, İstanbul.
- Ekici, H. (2019). *Şirket Değerlemesinde Karşılaşılan Özel Durumların Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi, Sakarya.
- Fama, E., & French, K. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84.
- Fındık, H. (2013). Finansal Performansın Değer Odaklı Ölçülmesi: Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(8), 90-105.
- Genç, A. (2020). *Firma Değeri ve Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Temel Değerleme Yaklaşımlarıyla Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Pamukkale Üniversitesi, Denizli.
- Tuyid & İş Yatırım (2012). Gorbom M. Şirket Değerleme Yöntemleri. Erişim adresi: https://www.tuyid.org/files/egitimler/TUYID_Degerleme_Yontemler_Nisan2012.pdf
- Gözen, M. (2019). Şirket Değerlemesine Kuramsal Açından Genel Bir Bakış. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(2), 198-219.
- Güler, H. (2010). *Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Gümüş, U. T., & Alkan, D. (2019). Firma Değerlemesi Yöntemlerinden FCFE, FCFF ve Piyasa Değeri ile Borsa İstanbul 100 Endeksi İnşaat-Bayındırlık Sektöründe Bir İnceleme. *Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Dergisi*, 2(6), 382-397.
- Günay, F., & Ecer, F. (2020). Cash Flow Based Financial Performance of Borsa İstanbul Tourism Companies by Entropy-MAIRCA İntegrated Model. *Journal of multidisciplinary academic tourism*, 5(1), 29-38.
- Gündoğmuş, M. E., & Öztanır, İ. (2021). Şirket Değerlemesinde Teorik Çerçeve ve Türkiye'de Yapılan Şirket Değerlemesi Çalışmalarının Analizi. Şahin-Karabulut (Editör) *İktisadi, Mali ve Finansal Konulara Teorik Bakış Açıları*, içinde (309-323). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Hatipoğlu, M., & Yener, E. (2013). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BİST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(3), 7-29.
- Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (2021). Halk Yatırım Skor Kart Mali Tablolar: Erişim adresi: <https://halkyatirim.com.tr/skorkart/>
- Investing.com (2022). Investing.com BİST Turizm Tarihsel Veriler : Erişim adresi: <https://tr.investing.com/indices/ise-100>
- Iltas, Y., Arslan, H., & Kayhan, T. (2017). Hisse Getirilerinin Modellenmesi: F/K & FD/FAVÖK Kıyaslaması. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 4(3), 262-274.

- Kablan, A., & Güvemli, B. (2019). Cash Flow Profiles of Tourism Companies at Borsa İstanbul. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 235-246.
- Kara, G. (2019). *Şirket Değerlemesi ve Start-Up Firma Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.
- Karadeniz, E., & Koşan, L. (2021). Finansal Performans ve Fiyat/Kazanç Oranı: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma. *Sosyoekonomi*, 29(47), 249-266.
- Karakoca, A. (2011). *Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Kula, E., & Erserim, A. (2022). Muhasebe Değer Kavramı: Türkiye Bağlamında Bir İnceleme. *Sosyal,Beşeri ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(6), 721-747.
- 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 Science*, 289-297.
- 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.
- Özbay, E. (2016). *Halka Arzlarında Kullanılan Firma Değerleme Yöntemlerinin Etkinliği*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- 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 Finans Yazıları*, (108), 87-104.
- Pawlak, Z., & Smolen, A. (2009). Valuation Methods of Sports Companies. *Physical Culture and Sport Studies*, (46), 243-253.
- Rikkert, J. (2014). *The use of business valuation methods in Africa, Europe and Australia*. Bachelor thesis. *Business Administration*. Bachelor's thesis, University of Twente, Enschede.
- Schwartz, E. (2013). The Real Options Approach to Valuation: Challenges and Opportunities. *Latin American Journal of Economics*, 50(2), 163-177.
- Taş, O., Yaşaroğlu, Ç., & Tokmakçioğlu, K. (2007). Finansal Opsiyonlarla reel Opsiyonların Karşılaştırılması ve Gerçek Bir Yatırım Projesinde Reel opsiyonların Hesaplanması. *Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 339-355.
- Teker, S. (2020). Revisiting Discounted Cash Flows Model as a Capital Budgeting Decision Tool. *PressAcademia Procedia IFC*, 12(1), 60-63.
- Tokay, S. H., & Deran, A. (2008). Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarında Değerleme Ölçütleri. *Mali Çözüm*, (90), 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*, (66), 41-56.
- Unvan, Y. A. (2019). Firma Değerleme Yaklaşımları ve Türk Hava Yolları (THY) Üzerinde Bir Uygulama. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(30), 930-944.
- Ünlü, U. (2014). Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) ve Nakit Katma Değer (CVA) Yöntemi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 9(2), 169-187.
- Yelgen, E. (2016). *İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Değerleme Yaklaşımlarının Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Akdeniz Üniversitesi, Antalya.
- Zor, İ., Bozkurt, İ. & Öksüz, S. (2016). İflasın Ertenilmesi Taleplerinin Karara Bağlanmasına Yönelik Bir Öneri: Firma Değeri Temelli Yaklaşım. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(1), 19-35.