



Sosyal Bilimler
Enstitüsü

T.C

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**EKONOMİK KRİZLERİN ŞİRKET DEĞERLEMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
VE TÜRKİYE TURİZM SEKTÖRÜNDE COVID 19 DÖNEMİNE AİT BİR
UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

HÜMEYRA KOÇ

İSTANBUL, 2023

T.C

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**EKONOMİK KRİZLERİN ŞİRKET DEĞERLEMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
VE TÜRKİYE TURİZM SEKTÖRÜNDE COVID 19 DÖNEMİNE AİT BİR
UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

HÜMEYRA KOÇ

Danışman: PROF. DR. BAŞAK ATAMAN

İSTANBUL, 2023

ÖZET

EKONOMİK KRİZLERİN ŞİRKET DEĞERLEMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE TÜRKİYE TURİZM SEKTÖRÜNDE COVID 19 DÖNEMİNE AİT BİR UYGULAMA

Şirketler, kamu ve özel sektör olarak ayrımı yapılabilen ve bu ayrımın altında likidite, anonim vb. şekillerde çeşitli türleri bulunan kuruluşlardır. Şirketlerin asıl hedefleri geçmişte kar maksimizasyonunun sağlanması iken değerlemenin ön plana çıkması ile birlikte şirketlerin hedefleri piyasa değerlerinin maksimizasyonu olarak değişiklik göstermiştir.

Şirket yönetiminin alacakları kararlarda, izleyecekleri politikalarda ve yatırımcıların yatırım kararlarında piyasa değerleri önemli bir role sahiptir. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde süregelen işleyişin zarar görmesi, faaliyet akışlarında bozulma ve fiyatlarda istikrarsızlık yaşanması gibi durumlar şirketlerin değerlerini ciddi ölçüde etkilemektedir. Bu sebeplerden dolayı şirket değerlemeleri gitgide dikkatleri üzerine çekmektedir. Şirketlerin değer tespiti için gelir bazlı yaklaşım, aktif bazlı yaklaşım, piyasa bazlı yaklaşım, ekonomik katma değer yaklaşımı gibi birçok değerlendirme yöntemi bulunmaktadır.

Çalışmada ise değerlendirme tanımları, değerlemenin gelişim süreci, şirket değerlemesi ile ilgili önyargılar, değerlemede yapılan hatalar, kriz tanımları, ekonomik kriz türleri, ekonomik kriz özellikleri, geçmişten günümüze meydana gelen önemli ekonomik krizler ve şirket değerlendirme yöntemleri detaylı bir şekilde incelenecek ve yapılan incemeler neticesinde COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz ortamının, Türkiye turizm sektöründeki şirket değerlerine olan etkileri ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak hesaplanacaktır. Hesaplamalardan sonra şirketlerin karlılık durumları, Türkiye turizm sektörünün karlılık durumu ile karşılaştırılacak ve analiz edilecektir.

Anahtar Kelime: Şirket Değerlemesi, Ekonomik Kriz, COVID 19

ABSTRACT

THE IMPACT OF ECONOMIC CRISES ON COMPANY VALUATIONS AND AN APPLICATION OF COVID 19 PERIOD IN TURKEY TOURISM SECTOR

Companies are organisations that can be divided into public and private sectors and have various types such as liquidity, joint stock, etc. under this distinction. While the main objectives of companies were to maximise profits in the past, the objectives of companies have changed as the maximisation of market values with the prominence of valuation.

Market values play an important role in the decisions of company management, policies to be followed and investment decisions of investors. Especially in times of economic crisis, situations such as damage to the ongoing functioning, deterioration in activity flows and instability in prices seriously affect the values of companies. For these reasons, company valuations are increasingly attracting attention. There are many valuation methods such as income-based approach, asset-based approach, market-based approach, economic value added approach for determining the value of companies.

In this study, the definitions of valuation, the development process of valuation, prejudices about company valuation, mistakes made in valuation, definitions of crisis, types of economic crisis, economic crisis characteristics, important economic crises that have occurred from past to present, and company valuation methods will be examined in detail and as a result of the examinations made, the effects of the economic crisis environment caused by the COVID 19 outbreak on company values in the Turkish tourism sector will be calculated using the economic value added method. After the calculations, the profitability status of the companies will be compared and analysed with the profitability status of the Turkish tourism sector.

Keywords: Company Value, Economic Crises, COVID 19

ÖNSÖZ

Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne bağlı Muhasebe Finansman bilimsel Yüksek Lisans Programı kapsamında hazırlanan, “Ekonomik Krizlerin Şirket Değerlemeleri Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Turizm Sektöründe COVID 19 Dönemine Ait Bir Uygulama” isimli bu çalışmada, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz ortamının, Türkiye'deki turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerleri üzerindeki etkisi hesaplanmakta ve aralarındaki etki analiz edilmektedir.

Çalışmanın başından itibaren yardım ve desteğini benden esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Başak ATAMAN'a, bu tezi hazırlamamda bana yol göstermesinden dolayı teşekkürlerimi sunarım.

Yüksek lisansım süresince bilgi ve deneyimleri ile bana katkılarından dolayı tüm hocalarıma yürekten teşekkür ederim. Hayatım boyunca her kararında bana destek olan sevgili aileme teşekkür ederim.

Hümeysra KOÇ
İstanbul, 2023

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
SİMGE VE KISALTMALAR.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1

1.BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE: DEĞERLEME, EKONOMİK KRİZ VE COVID 19

1.1.Değerleme Kavramı	2
1.1.1.Değerleme Kavramının Kökeni ve Tanımı	2
1.1.2.Değerleme Kavramının Ortaya Çıkışı ve Gelişimi	4
1.1.3.Değerlemenin Kullanım Alanları	6
1.1.4.Değerlemenin Önemi ve Gerekliliği	9
1.1.5.Değerleme Süreci	10
1.1.6.Şirket Değerlemesi ile İlgili Önyargılar	11
1.1.7. Şirket Değerlemelerinde Yapılan Hatalar	13
1.2.Kriz ve Ekonomik Kriz	13
1.2.1.Ekonomik Kriz Kavramının Kökeni ve Tanımı	13
1.2.2.Ekonomik Krizlerin Özellikleri.....	15
1.2.3.Ekonomik Kriz Türleri.....	16
1.2.3.1. Reel Kriz	17

1.2.3.2.Finansal (Ekonomik) Kriz.....	17
1.2.4.Dünya’da ve Türkiye’de Ekonomi Üzerinde Önemli Etkileri Olan Krizler	21
1.2.4.1.1929 Ekonomik Krizi (Büyük Buhran).....	21
1.2.4.3.2003 SARS Krizi.....	23
1.2.4.4.COVID 19	26

2.BÖLÜM

ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. Şirket Değerleme Yöntemleri	31
2.1.1.Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri	31
2.1.1.1.Defter Değeri Yöntemi.....	32
2.1.1.2.Tasfiye Değeri Yöntemi	33
2.1.1.3.Artık Kar Yöntemi	34
2.1.1.4.Net Aktif Değer Yöntemi.....	35
2.1.1.5.Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri	36
2.1.2.Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri	36
2.1.2.1. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemlerinde Kullanılan Çarpanlar	37
2.1.2.2. Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri	42
2.1.3.Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri	43
2.1.3.1. İndirgenmiş (İskonto edilmiş) Nakit Akım Yöntemi	43
2.1.3.2. Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri	50
2.1.4.Alternatif Değerleme Yöntemleri	51
2.1.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi.....	51
2.1.4.2.Yatırımın Nakit Akış Karlılığı Yöntemi	56
2.1.4.3.Piyasa Katma Değer Yöntemi	59
2.1.4.4.Nakit Yaratma Değer Yöntemi	60

3.BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLERİN ŞİRKET DEĞERLEMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE TÜRKİYE TURİZM SEKTÖRÜNDE COVID 19 DÖNEMİNE AİT BİR UYGULAMA

3.1.Uygulama	62
3.1.1.Türkiye’deki Turizm Sektörü.....	62
3.1.2.Literatür Taraması.....	72
3.1.3.Uygulamanın Amacı ve Kullanılan Yöntemler.....	75
3.1.4.Uygulamanın Kapsamı.....	76
3.1.5.Şirketler Hakkında Genel Bilgiler.....	77
3.1.5.1. Petrokent Turizm Anonim Şirketi	77
3.1.5.2.Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi.....	78
3.1.6.Ekonomik Katma Değer Yöntemi ile Şirketlerin Değer Tespiti	78
3.1.6.1.Petrokent Turizm Anonim Şirketi’nin Değer Tespiti.....	79
3.1.6.2.Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi’nin Değer Tespiti	90
3.1.6.3.Şirketlerin ve Türkiye Turizm Sektörünün Karlılık Durumlarının Karşılaştırılması	101
4. SONUÇ.....	103
KAYNAKÇA	105
EKLER.....	117
Ek 1. Petrokent Turizm Anonim Şirketi’nin Finansal Tabloları	117
A - Bilanço	117
B - Gelir Tablosu.....	123
Ek 2. Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi’nin Finansal Tabloları.....	126
A - Bilanço	126
B - Gelir Tablosu.....	130

SİMGE VE KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirket
BIST	Borsa İstanbul
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDS	Credit Default Swap
EVA	Economic Value Added
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FED	Federal Reserve System
F/K	Fiyat / Kazanç
F/NA	Fiyat / Nakit Akım
F/S	Fiyat / Satış
GİB	Gelir İdaresi Başkanlığı
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HBK	Hisse Başına Kazanç
KDV	Katma Değer Vergisi
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
OECD	Organisation For Economic Co-operation And Development
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
ROIC	Return on Invested Capital
SARS	Severe Acute Respiratory Syndrome
SARS-COV-2	COVID 19
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu

SPSS	Statistical Package For The Social Sciences
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
UVYK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak
YSG	Yatırılan Sermaye Getirisi
WACC	Weighted Average Cost Of Capital
WHO	World Health Organization



TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Değerleme Kavramının Kronolojik Süreci	5
Tablo 3: Toplam COVID 19 Vaka ve Ölüm Sayıları.....	26
Tablo 4: Firmaya Serbest Nakit Akım Yöntemi ile Nakit Akımların Hesaplanması	45
Tablo 5: Öz Sermayeye Serbest Nakit Akım Yöntemi ile Nakit Akımların Hesaplanması	46
Tablo 6: Yatırımın Nakit Akış Karlılığının Hesaplanmasının Detaylı Gösterimi.....	58
Tablo 7: Gelen ve Çıkan Ziyaretçi Sayısının Yıllara Göre Dağılımı	64
Tablo 8: Türkiye Turizm Geliri ve Giderinin Yıllara Göre Dağılımı	66
Tablo 9: 2004 yılından 2022 yılına kadar Türkiye Turizm Sektöründeki Konaklama Tesislerinin Doluluk Oranları	68
Tablo 10: 2004 yılında 2022 yılına kadar Türkiye'ye Gelen Ziyaretçileri Geliş Amaçları	69
Tablo 11: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin NOPAT Değerlerinin Hesaplanması	79
Tablo 12: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2018 Yıllarında En Çok Artış Gösteren Gider Kalemleri.....	80
Tablo 13: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Kurumlar Vergisi Oranı, Finansman Giderleri ve Kaynak Verileri	82
Tablo 14: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Kaynak Ağırlıkları.....	83
Tablo 15: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Borçlanma Maliyetlerinin Hesaplanması	83
Tablo 16: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Öz Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması	84
Tablo 17: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması.....	85
Tablo 18: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Yatırılan Sermaye Değerlerinin Hesaplanması	86
Tablo 19: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2020, 2021 ve 2022 Yıllarındaki Maddi Duran Varlık Değerleri ve Değişimleri.....	88

Tablo 20: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Ekonomik Katma Değerlerinin Hesaplanması	89
Tablo 21: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki NOPAT Değerlerinin Hesaplanması	90
Tablo 22: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Kurumlar Vergisi Oranı, Finansman Giderleri ve Kaynak Verileri	92
Tablo 23: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2018 Yılında Kısa Vadeli Borçlarında Yaşanan Artışın Ana Nedenleri.....	92
Tablo 24: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2022 Yılındaki Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülüklerindeki Artışın Ana Nedenleri	93
Tablo 25: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin Kaynak Ağırlıkları.....	94
Tablo 26: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Borçlanma Maliyetlerinin Hesaplanması	94
Tablo 27: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Öz Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması	95
Tablo 28: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması	96
Tablo 29: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Yatırılan Sermaye Değerlerinin Hesaplanması	97
Tablo 30: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2021 ve 2022 Yıllarında Dönen Varlık Kaleminde Yaşanan Artışın Ana Nedenleri	97
Tablo 31: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin Ekonomik Katma Değerlerinin Hesaplanması	99
Tablo 33: Petrokent A.Ş. & Kuştur Kuşadası A.Ş. & Türkiye Turizm Sektörünün Karlılık Durumları ve Değişimleri	101

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Ekonomik Kriz Türleri	16
Şekil 2: Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri	32
Şekil 3: Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri	37
Şekil 4: Piyasa Bazlı Yöntemlerinin Değerleme süreci	37
Şekil 5: İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminde Değerleme Süreci	44
Şekil 6: Alternatif Değerleme Yöntemleri.....	51



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: 2004 ve 2022 Yılları Arasında Türkiye Turizm Gelir ve Giderleri.....	67
Grafik 2: 2020 Yılında Gelen Ziyaretçilerin Geliş Amaçları	71
Grafik 3: Petrokent ve Kuştur Kuşadası Anonim Şirketi’nin Yıllar İçerisindeki Ekonomik Katma Değerleri.....	100



GİRİŞ

Şirket değerleme kavramı geçmişten günümüze oldukça önemli olan konulardan biridir. Özellikle günümüze gelindikçe kullanımının üzerine daha fazla yoğunlaştıldığı görülmektedir. Şirket değerleme kavramı, şirket yöneticilerinin finansal bir karar almasında önemli bir role sahiptir. Hissedarlar ve yatırımcılar alacakları yatırım kararlarında, şirket yöneticileri ise şirket içi performans ölçümlerinde değerleme yöntemlerine ihtiyaç duymaktadır. Krizler, şirket değerlerinde değişikliklere neden olmaktadır. Bu sebeple yaşanan kriz dönemlerinde şirket değerlerinin tespit edilmesi ihtiyacı doğmaktadır. Bu ihtiyaç doğrultusunda özellikle kriz dönemlerinde kavramın önemi artmakta ve daha fazla üzerinde durulmaktadır. Çalışma kapsamında ise bu konu COVID 19 virüsünün neden olduğu ekonomik krizin, Türkiye'deki turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerleri üzerindeki etkisine değinilerek örneklendirilmiştir.

Çalışmada değerleme ve kriz kavramları, yaşanmış önemli ekonomik krizler, şirket değerleme yöntemleri ve Türkiye'deki turizm sektörü detaylı bir şekilde anlatılmıştır. Çalışmada şirket değerleme yöntemleri, dört grup altında toplanmıştır. Bunlar; aktif bazlı değerleme yöntemleri, piyasa bazlı değerleme yöntemleri, gelir bazlı değerleme yöntemleri ve alternatif değerleme yöntemleridir. Ekonomik kriz olarak ise 1929 ekonomik krizi, 2003 SARS salgınının neden olduğu ekonomik kriz ve COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz örnekleri verilmiştir. Çalışma kapsamında COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin, Türkiye konaklama turizm sektörü üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan incelemede konaklama sektöründe bulunan ve Borsa İstanbul'da işlem gören iki şirket seçilmiştir. Seçilen şirketler, ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak değerlemeye tabi tutulmuştur. Sonrasında ise şirketlerin karlılık durumları, Türkiye turizm sektörünün karlılık durumu ile karşılaştırılmış ve analiz edilmiştir.

Çalışmada, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin, Türkiye'deki turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketler üzerindeki etkilerinin ortaya konulması hedeflenmiştir. Bu hedef doğrultusunda şirket değerleme yöntemlerinden ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak şirketlerin ilgili dönemde ekonomik katma değer elde edip etmediği gösterilmiştir. Çalışmada, iki şirketin baz alınması elde edilen sonucun çeşitliliğini arttırmıştır. Çalışmanın sonunda ise şirketlerin karlılık durumları ile Türkiye turizm sektörünün karlılık durumu karşılaştırılmıştır. Verilerin karşılaştırılması sonucunda, şirketlerin ve turizm sektörünün COVID 19 krizinden aynı doğrultuda etkilendiği tespit edilmiştir.

1.BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE: DEĞERLEME, EKONOMİK KRİZ VE COVID 19

1.1.Değerleme Kavramı

Geçmişten günümüze kadar var olan değerleme kavramı, 1980’li yıllardan itibaren artan küreselleşme ve rekabet sonucunda dikkatleri üzerine çekmiştir. Değerleme kavramı, uzun yıllardır üzerinde durulan ve önemini koruyan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Değerleme kavramı, değerlemenin yapıldığı alan, yapan kişi, içinde bulunulan ekonomik ve sektör koşulları itibari ile farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Tanımdaki bu çeşitlilik, kavram üzerinde birçok tartışmaya neden olmuş ve yeni tartışmaların oluşumuna da sebebiyet vermiştir.

1.1.1.Değerleme Kavramının Kökeni ve Tanımı

Değerleme kavramının kökeni, değer kavramına dayanmaktadır. Değer kavramı ise ilk kez Yunanca’da “axia” kelimesinden türetilerek “değer bilgisi” anlamına gelen “axioloji” olarak ortaya çıkmıştır. Değer kavramı, ilk zamanlarda ahlak felsefesinin içinde değerlendirilmiştir. Aristo ile birlikte ise ekonomi biliminde kullanılan halinin temelleri atılmıştır. Aristo’ya göre değer kavramı, bir mal veya kıymetin diğer mal ve kıymetlerle değişim olanağı oluşturan ve değişim değerini ifade eden bir kavramdır (Yalçın, 2022). Değer kavramının tanımı, analizi yapan kişiye, kullanıldığı alana vb. durumlara göre değişiklik göstermektedir. Bu değişiklikler nedeniyle değer kavramının çeşitli tanımları bulunmaktadır. Bu tanımlara; pay senetleri ve tahvil gibi varlıkların, kağıt ve belge üzerindeki değeri olarak ifade edilen nominal (itibari) değer (Türkcan, 2021: 17); piyasalardaki arz ve talebe göre ifade edilen piyasa (borsa) değeri; varlığın bilançodaki kayıtlı değerini ifade eden defter (muhasabe) değeri; varlığın parçalar halinde satışı sonucunda elde edilen tutardan, şirketin borçlarının düşülmesi ile elde edilen tutarı ifade eden tasfiye (likiditasyon) değeri (Sucu, 2017: 41); faaliyetlerine devam eden şirketin bir bütün olarak satılması sonucu elde edilen tutarı ifade eden işleyen teşebbüs değeri (Gözen, 2019: 202); değişiklikler sonucu ortaya çıkan değer tanımlarına örnek gösterilmektedir (Salla, 2019). Değerleme kavramının göreceli olarak analisti yapan kişiye, kişinin yeteneklerine, kullandığı araçlara, bulundukları ekonomik, hukuki ve sektörel koşullara göre değişiklik göstermesinden dolayı bu alanda çok fazla araştırma yapılmıştır (Sucu, 2017: 38). Kavramın kişiden kişiye değişmesinin önemli nedenlerinden biri ise arz - talep durumudur. Bu nedenin yanında ekonomik durum, sektör ve şirketlere göre de kavramın tanımı değişiklik göstermiştir.

Değer kavramı, fiyat kavramı ile eş anlamlı gözüken ancak birbirleri ile karıştırılmaması gereken iki kavram olarak açıklanmaktadır. Bu iki kavramın anlamları birbirlerinden oldukça farklıdır. Değer kavramı, satılabilir durumda olan mal veya hizmetin, alıcı (talep eden) tarafından ödenmeye razı olunan veya satıcı (arz eden) tarafından satılmaya razı olunan fiyatını yansıtan iktisadi bir kavram olarak açıklanmaktadır. Bir başka tanıma göre ise varlığın (mal veya hizmetin) sağladığı toplam fayda olarak ifade edilmektedir (Alkan, Demireli, 2007: 28). Değer kavramı, değerlendirme süreci sonucunda elde edilen kanaat ile ilgili fiyattır (Saraç, 2012: 17). Fiyat ise, mal veya hizmetin satın alım işlemi için harcanan para miktarıdır. Fiyat, ekonomik ve sektör durumuna, piyasalardaki arz ve talep sayısına, hukuki ve siyasal koşullara bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Fiyat, söz konusu mal veya hizmetin belirlenen değerinin altında veya üstünde gerçekleşerek farklılık gösterebilmektedir (Genç, 2020). Ancak tam etkin piyasalarda değer ve fiyat kavramı, birbirine eşit seviyededir. Finansal piyasaların tam etkin olmadığı durumlarda ise söz konusu olan varlıkların değerleri, piyasa değerlerinin üstünde veya altında gerçekleşebilmektedir (Hatipoğlu, Yener, 2013: 8). Amerikalı girişimci ve yatırımcı olan Warren Buffet “Price is what you pay, value is what you get – Fiyat ödediğin, değer aldığındır” diyerek iki kavram arasındaki farkı vurgulamaktadır (Gorbon, 2012: 4).

Sonuç olarak değerlendirme kavramı, satışa konu olan iktisadi varlığın veya yükümlülüğün bugünkü fiyatının tahmin edilmesi ve değerinin belirlenmesi olarak tanımlanmaktadır (Gündoğmuş, Öztanır, 2021: 312). Diğer bir ifadeye göre iktisadi varlıkların parasal olarak değerinin belirlenebilmesi için arsa, mal, makine vb. şekildeki toplam varlıkların değerinin takdir ve tahmin edilmesi olarak da açıklanmaktadır. Finans literatüründe en çok kabul gören bir diğer tanımı ise; “Finansal varlığın değeri, gelecekteki nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı ile indirgenmiş bugünkü değeri” şeklinde ifade edilmektedir (Pamukçu, Akarçay, Ögüz, 2014: 77). Şirket değerlendirme kavramı ise şirketin, maddi ve maddi olmayan varlıklarını kapsayarak, toplam aktifini (borç ve özsermaye) ve değerini belirleyen bir kavram olarak açıklanmaktadır (Aypek, Üzgün, 2021).

$$\begin{aligned} \text{Şirket Değeri} &= \text{Öz sermaye Değeri (Equity Value)} \\ \text{(Enterprise Value)} &= \text{Varlıkların Toplam Değeri – Borçların Toplam Cari Değeri} \end{aligned}$$

1.1.2. Değerleme Kavramının Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Değerleme kavramı, ilk çağlardan günümüze kadar var olan, küreselleşme ve teknolojik gelişmeler sonucunda rekabetin artması ile birlikte önemi gittikçe artan bir kavram olarak ifade edilmektedir. Tarih boyunca birçok anlamı içinde barındıran değerleme kavramı, farklı alanlarda çeşitli şekillerde ifade edilmiştir.

Değer kavramı, ilk çağlarda ahlak felsefesi gibi çeşitli alanlarda ortaya çıkmıştır. Değer kavramının ahlak felsefesindeki tanımı; sanat, estetik ve güzellik olarak ifade edilmektedir. Kavram, geçmişten günümüze birçok bilim insanı tarafından açıklanmıştır. Değer kavramı, Platon tarafından, araçsal değer ve gerçek değer olarak ikiye ayrılmıştır. “Bir amaca ulaşmak için araç olarak kullanımı” ifade eden araçsal değer (instrumental value) ve “kendi dışındaki varlığa gönderme yapmadan var olan değeri” ifade eden gerçek değer (intrinsic value)’dir (Yalçın, 2022: 15). Platondan sonra değer kavramı, Aristo tarafından geliştirilmiş ve günümüzde ekonomi alanındaki kullanımı için elverişli bir ortam hazırlanmıştır. Aristo, mal sahiplerinin mallarını ister kendileri kullanabileceğini isterse de takas yöntemi ile değiştirebileceğini belirtmiştir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken konu, takas işlemi gerçekleştirilirken takasa konu olan ürünlerin birbirine eşit olması gerektiğidir. Bu eşitlik ihtiyacı sonucunda değer kavramı ortaya çıkmıştır (Yalçın, 2022: 15). Aristo’nun geliştirmiş olduğu tanım ile birlikte değer kavramının günümüzde kullanıldığı anlamının temeli atılmıştır.

Günümüzdeki anlamı ile şirket değerlemesi, ilk kez 1932 yılında “Berle ve Means” tarafından yapılan çalışmalar ile gündeme getirilmiştir. Gelişen dünya düzeni, artan rekabet ve küreselleşme, şirketlerin amaçlarında değişikliklere neden olmuş ve şirketleri yeni yönetim arayışlarına yöneltmiştir (Elmas, Yılmaz, Yalçın, 2017: 1222). 1976 yılında ise “Jensen ve Meckling” tarafından yapılan çalışmalar ile tartışmalar devam etmiştir. Tartışmalar sonucunda yeni çalışmalarda, şirket değeri ve şirket performansı arasındaki ilişki üzerinde durulmaya başlanmıştır. Şirket değeri ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi keşfetmek için Mock, Shleifer, Vishny (1988), Damsetz and Lenn (1985) Khanna ve Palepu (2000) gibi birçok bilim insanı konu üzerinde araştırmalar yapmıştır. Bu araştırmalarda Mock, Shleifer, Vishny gibi bazı bilim insanları bu iki terim arasında bir ilişki tespit edebilirken, Damsetz and Lenn gibi diğer bilim insanları, güçlü bir ilişki tespit edememiştir (Aydın, 2012: 90). Bunların sonucunda 20. yüzyılın başlarında şirketler için asıl amaç, kar maksimizasyonunun sağlanması olmuştur. Bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren birçok yönetici, kısa vadede karlarını düşürmemek için uzun vadeli yatırımlarından vazgeçmiş ve uzun vadedeki iyi yatırımlarını geri çekmiştir. Bunların sonucunda şirketlerin kar durumları olduğundan daha fazla gözükmiştir. Bu durum ise hisse senedi fiyatlarında artışa neden olmuştur. Tüm bu olaylardan anlaşılacağı üzerine şirketlerin durumları

hakkında yanlış görüşler bulunmaktadır. Yanlış görüşlerin ortaya çıkması sonucunda şirketlerin gerçek değerinin anlaşılmasının önemi artmıştır (Genç, 2020). 1980’li yıllardan sonra Dünya’da ve Türkiye’de küreselleşmenin yaygınlaşmasından dolayı ekonomik koşullarda değişiklikler meydana gelmiştir. Şirketler, değişen ekonomik koşullara uyum sağlamayı ve rekabet güçlerini arttırmayı hedeflemiştir. Hedeflerde meydana gelen değişiklikler sonucunda şirketlerde, 21. yüzyılın başlarına doğru “değere dayalı yönetim” anlayışı ortaya çıkmıştır. Şirketler arasında yeni yönetim anlayışının kullanımının yaygınlaştığı görülmüştür (Aydın, 2012: 91). Değere dayalı yönetim anlayışında en temel amaç, şirket hakkında alınan tüm kararların, şirketin toplam değerini arttıracak yönde olmasıdır (Çetiner, Özöğüt, Kendir, 2018: 347). Günümüzde ise dünyanın küreselleşmesi sonucunda şirketlerin amacı, kar maksimizasyonu olmaktan çıkarak, değere dayalı yönetim anlayışı haline gelmiştir. Böylece şirketlerin amacı, hissedarların değerinin maksimize edildiği “değer maksimizasyonu” olarak değişiklik göstermiştir (Köse, Yılmaz, 2023: 201). Bu değişiklik ile birlikte şirket değerlemesi, finansal yönetimin en önemli konusu haline gelmiştir. Şirketlerin, değer maksimizasyonunu amaç olarak benimsemesi, çalışanlara daha iyi fırsatlar sunmakta ve şirketin ilişkisi bulunan diğer çıkar gruplarının menfaatlerine hizmet etmektedir (Hatipoğlu, Yener, 2013: 9). Aşağıdaki tabloda değerlendirme kavramının geçtiği süreçler kronolojik şekilde gösterilmektedir:

Tablo 1: Değerleme Kavramının Kronolojik Süreci

1920 ve Sonrası	- Du Pont Tekniği - Yatırım Kazancı
1970 ve Sonrası	- Hisse Başı Kazanç (HBK) - Fiyat /Kazanç (F/K)
1980 ve Sonrası	- PD/DD Oranı - Öz Sermaye Getirisi - Net Aktif Kazanç - Nakit Akışı
1990 ve Sonrası	- Ekonomik Katma Değer (EVA) - Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar Yöntemi - Dengelenmiş Performans Kartı - Toplam Hissedar Getirisi - Yatırımın Nakit Akışı Karlılığı
2000 ve Sonrası	- Reel Opsiyon Değeri - Entelektüel Sermaye Kıymeti - Marka Değeri

Kaynak: (Gündoğmuş, Öztanır, 2021: 311).

1.1.3. Değerlemenin Kullanım Alanları

Geçmişte şirketlerin amacı kar maksimizasyonu iken, günümüzde şirketin değerinin maksimize edilmesini ifade eden değer maksimizasyonudur (Tez, 2019: 38). Piyasalarda şirketlerin değeri ne kadar yüksek olursa, şirketlerin hisselerine olan yatırım talepleri de o kadar artmaktadır. Değerlemenin gerekliliği için çeşitli nedenler bulunmaktadır. Şirketlerin ekonomik durumu, büyüme, kar ve yönetim politikaları gibi unsurlar, şirket değerlemesinin gerekliliğini ortaya koyan nedenlere örnek verilmektedir. Değerleme kavramı, şirket yöneticilerine ve yatırımcılara rehber olarak nitelenen, genel kabul gören bir kavram olarak açıklanmaktadır. Değerin, hatasız bir şekilde belirlenmesi gerekliliğini ortaya koyan nedenler şu şekilde özetlenmektedir:

- Şirketlerin, finansal (mali) yapısının yeniden düzenlenmesi (Finansal Yönetim),
- Şirketlerin, yeni yatırım kararlarına finansman sağlanması (Portföy Yönetimi),
- Şirketlerin mali durumunun kötüleşmesi sebebi ile iflas durumuna gelmesi (Tasfiye),
- Şirketlerin, yapısını büyütmek amacı ile satın alma ve şirket birleşmelerine başvurması durumunda,
- İpotek gerektiğinde (Kredibilite Analizi),
- Şirkete yeni ortakların eklenmesi, ortaklıktan ayrılması veya hisse senetlerinin halka arz edilmesi durumlarında,
- Kar dağıtım politikaları vb. değişiklikler sonucunda ortaklara dağıtılan kar oranlarının değiştirilmesi gerektiğinde,
- Miras ve boşanma durumları söz konusu olduğunda,
- Özelleştirme durumunda,
- Kamu dernek veya vakıflara yapılacak bağış ve yardımlar sonucunda vergi indirimlerinin elde edilmesi durumunda,

- *Şirketlerin, finansal (mali) yapısının yeniden düzenlenmesi (Finansal Yönetim),*

Finansal (mali) yapısı bozulmuş olan şirketler, bulunmuş oldukları durumdan kurtulabilmek için varlıklarının bir kısmını satma durumu ile karşı karşıya kalabilmektedir. Varlıkların doğru fiyatlardan satışı için, şirketin strateji ve politikalarının oluşturulması gerekmektedir. Bunun için de şirket yöneticilerine doğru bilgiler sağlanmalıdır. Tam bu noktada şirketin varlıklarının gerçek değerlerinin tespit edilmesi ihtiyacı doğmakta ve şirket değerlemesinin yapılması zorunlu hale gelmektedir (Ede, 2016: 9).

- *Şirketlerin, yeni yatırım kararlarına finansman sağlanması (Portföy Yönetimi),*

Getirisi yüksek yeni bir yatırım fırsatı yakalayan şirket, yeni yatırımı gerçekleştirebilmesi için gerekli finansman kaynağını bulması gerekmektedir. Şirket, uygun finansman kaynağı bulamamış ise varlıklarının bir kısmını satışa çıkarma yoluna gidebilmektedir. Bu durumda şirket, söz konusu olan satış ve yatırım kararlarını alabilmesi için varlıklarının değerinin uygun fiyatlardan belirlenmesi ihtiyacı ortaya çıkmakta ve değerlendirme yapılması gerekmektedir.

- *Şirketlerin mali durumlarının kötüleşmesi sebebi ile iflas durumuna gelmesi (Tasfiye),*

Şirketler, bozulmuş olan mali yapılarını düzeltememeleri sonucunda iflas etmekte ve faaliyetlerini sonlandırmak zorunda kalmaktadır. Bu durumda şirketin tüm varlıklarının nakdi değerleri tahmin edilmekte ve elde edilen değerden borçların düşülmesi sonucunda şirketin, tasfiye değeri hesaplanmaktadır. Taraflarda mağduriyet oluşmaması açısından varlıkların tasfiye değerlerinin hesaplanması için değerlendirme yapılması gerekmektedir.

- *Şirketlerin, yapısını büyütmek amacı ile satın alma ve şirket birleşmelerine başvurması durumunda,*

İki ya da daha fazla şirket, büyüme istekleri doğrultusunda kısmen ya da tamamen bir diğerini satın alarak birleşme yoluna gidebilmektedir. Şirket birleşmeleri, iki şirketin birleşip yeni bir şirket kurması, bir şirketin diğerinin hisse senetlerini satın alması, bir şirketin diğerinin tamamını satın alması veya şirketlerin aralarında hisse senedi değişimi yaparak gerçekleşmektedir (Ede, 2016: 17). Birleşme sonucunda oluşacak yeni şirketin değerinin, şirketlerin tek tek değerlendirilmesi sonucu elde edilen değerden fazla olması hedeflenmektedir. Satın alma veya birleşme kararının alınmasında büyük risk ve nakit transferleri ortaya çıkacağı için şirket değerlemesinin yapılması gerekmektedir (Yalçın, 2022: 35). Günümüzde Dünya’da ve Türkiye’de yaygınlaşan şirketlerin satın alma ve birleşme işlemleri, şirket değerlemesinin önemini arttırmaktadır (Masun, 2017: 214).

- *İpotek Gerektiğinde (Kredibilite Analizi),*

Finansman ihtiyacı vb. durumlar sonucunda şirketler, kredi kuruluşlarından kredi talep etmektedir. Talep edilen kredi miktarları için şirketler (kredi talep edenler) varlıklarını, ipotek ettirerek, teminat göstermektedir. Bu sebeple kredi verilecek şirketin, iyi analiz edilmesi ve gerçek değerinin tespit edilmesi gerekmektedir (Sucu, 2017: 46). Böylelikle değerlendirme sonucunda krediyi talep eden şirketin, krediyi geri ödeme gücü anlaşılmaktadır. Kredibilite analizinin sonuçlanması için değerlendirme yapılması gerekmektedir (Salla, 2019).

- *Şirkete yeni ortakların eklenmesi, ortaklıktan ayrılması veya hisse senetlerinin halka arz edilmesi durumlarında,*

Şirketten ortak ayrılması, yeni ortak eklenmesi veya şirketin ilk defa halka arz edilmesi durumlarında, şirketin hisse senedi değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Yani ortaklıktan ayrılırken ortağın varlıkları sonucunda alacağı değerin, yeni ortak eklenmesi durumunda yeni ortağın şirkete ortak olması için ödeyeceği değerin veya hisse senetlerinin halka arz edilmesi durumunda şirketin hisse senetlerinin halka arz edileceği fiyatın, gerçek değerinin tespit edilmesi için değerlendirme yapılması gerekmektedir (Sucu, 2017: 56). Ortaklıktan ayrılma, yeni ortak eklenmesi veya hisse senetlerinin halka arz edilmesi durumlarında şirket yöneticilerinin, hisse senetlerinin gerçek değerinin tespit edilmesini istemelerinin nedenlerinden bazıları şu şekilde özetlenmektedir (Yalçın, 2022: 38):

- Hisse senetlerinin yüksek fiyatlanması ile yatırımcıların gelirlerinin azaltılması,
- Hisse senetlerinin düşük fiyatlanması sonucunda şirketin gerçek değerinde sapmaların ortaya çıkması,
- Finansman ihtiyaçlarının tam olarak karşılanamaması durumlarıdır.
- *Kar dağıtım politikaları vb. değişiklikler sonucunda ortaklara dağıtılan kar oranlarının değiştirilmesi gerektiğinde,*

Hissedarlar, şirkete koymuş oldukları sermaye, bilgi ve yetenekleri sonucunda şirketin karının oluşumuna yardımcı olmaktadır. Hissedarların koymuş oldukları bilgi ve yetenekler, ortaklardan birinin ölmesi, yaşlanması vb. durumlarda değişikliğe uğramaktadır. Bu değişiklikler nedeniyle ortakların, şirketin faaliyetlerine katkısı sonucu şirketin kar dağıtım oranları değişmektedir. Bu değişim ile birlikte yeni kar dağıtım oranlarının saptanabilmesi için şirketin değerinin belirlenmesi ihtiyacı ortaya çıkmakta ve değerlendirme yapılması gerekli hale gelmektedir (Salla, 2019: 24).

- *Miras ve boşanma durumları söz konusu olduğunda,*

Miras ve boşanma davalarında mirasçılar (murisler) ve eşler arasında varlıkların paylaşılması için sahip olunan varlıkların değerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

- *Özelleştirme durumunda,*

Devletin, ekonomideki payını azaltmak için kamuya ait kuruluşlarını özel sektördeki şirketlere devretmesi veya bu şirketler ile ortaklığa başvurması durumları özelleştirme olarak ifade edilmektedir. Devlet, kamu kuruluşlarını özel sektöre devir yaparak piyasa ekonomisinin

etkin çalışmasını, ekonominin verimliliğini ve karlılığını arttırmayı hedeflemektedir. Devir işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için özelleştirilecek kamu kuruluşlarına ait varlıkların, değerinin taraflarca doğru tespit edilmesi ihtiyacı ortaya çıkmakta ve değerlendirilmesi gerekli hale gelmektedir (Yalçın, 2022: 36).

- *Kamu dernek veya vakıflara yapılacak bağış ve yardımlar sonucunda vergi indirimlerinin elde edilmesi durumunda,*

Şirketler, kamu yararına olan vakıf, dernek veya hayır kurumlarına, şirketin varlıklarının bir kısmını veya tamamını bağış veya yardım olarak kullanabilmektedir. Şirketlerin, hisse senetlerinin veya varlıklarının bağış veya yardım çerçevesinde kullanılması sonucunda şirketlere vergi indirimi için fırsat tanınmaktadır. Tanınan vergi indirimi sonucunda, vergiden düşülmesine konu olacak varlık veya hisse senetlerinin, değerlemesinin yapılması ihtiyacı doğmaktadır.

1.1.4. Değerlemenin Önemi ve Gerekliliği

Günümüzde küreselleşme ile birlikte rekabetin artması, değer ve değerlendirme kavramlarını ön plana çıkarmıştır (Kırlı, 2005: 157). Değerleme çalışmaları, şirketlerin finansal performans durumlarının ne ölçüde başarılı olduğunu ortaya koymaktadır (Ekici, 2019: 21). Şirket yöneticilerinin ve yatırımcıların beklentilerinde meydana gelen değişiklikler, ekonomik şartlardaki zorlukların artması ve küreselleşme ile birlikte gittikçe artan rekabet koşullarında, şirketlerin varlıklarını sürdürmeleri zorlaşmaktadır (Önal, Karadeniz, 2004: 141). Şirket yöneticileri, şirketi bu durumdan kurtarmak ve şirketin finansal performansını daha güçlü hale getirmek için birtakım kararlar almaktadır. Şirketler, bu zor durumlardan çıkabilmek için bir önceki bölümde belirtilen kullanım alanlarına başvurmakta ve başvuruları durumunda ise şirket değerlemesinin yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Küreselleşme ile birlikte gittikçe zorlaşan rekabet ortamı, şirket değerlerini etkilemektedir (Alkan, Demireli, 2007: 27). Şirket değerinin, rekabetin olduğu pazar ortamlarında belirlenmesi, şirket değerlemesi yapılmasının önemini ortaya koyan unsurlardandır (Demir, Bahadır, 2007: 65).

Şirket değerinin belirlenmesinde etkili olan çeşitli unsurlar vardır. Bu çeşitlilik sektör, piyasa, genel ekonomi ve şirket durumlarına göre değişiklik göstermektedir. Şirketlerin değerleri üzerinde etkili olan unsurlar şu şekilde özetlenmektedir (Önal, Karadeniz, 2004: 143):

- Yatırılan Sermaye Getirisi -YSG,
- Yatırılan Sermaye Miktarı,
- Maliyetler (Sabit, Değişken Maliyetler vb.),
- Teknolojik Gelişmeler,
- Şirketin içinde bulunduğu sektör durumu,

- Şirketin iş kolunun büyüklüğü,
- Şirketin büyüme hızı,
- Şirketin kullandığı makine ve teçhizat niteliği,
- AR-GE çalışmaları,
- Şirketin kuruluş yeri,
- Likidite durumu,
- Döviz kuru, Enflasyon oranı, Faiz oranı vb.,

Yukarıda belirtilen unsurlar incelendiğinde değerlendirme faktörünün, finans biliminde hem uygulamalı hem de teorik olarak önemli olduğu görülmektedir. Diğer bir ifade ile unsurların, şirket değeri üzerinde birbirleri ile etkileşim içerisinde oldukları görülmektedir. Şirket değeri üzerinde etkisi olan bu unsurların, aralarındaki ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için şirketler duyarlılık (senaryo) analizi yapmaktadır. Duyarlılık analizi, şirket bölümlerinin veya şirketin tümünün, hesaplanan şirket değeri üzerindeki varsayımların etkilerinin sonuçlarını açıklamak olarak ifade edilmektedir (Önal, Karadeniz, 2004: 144). Şirket yöneticileri, yatırım kararı alırken şirketin kar ve risk oranlarını incelenmesi gerekir. Yeni yatırım kararlarının en uygun fiyat ile sonuçlandırılmasında, ortakların refahlarının maksimum bir şekilde sağlanmasında, ucuz hisse senetlerinin seçildiği yatırım kararlarını içeren stratejik planların yapılmasında ve finansal performans analizlerinde şirket değerinin belirlenmesinin önemi ve şirket değerlemesi yapılmasının gerekliliği bir kez daha anlaşılmaktadır (Öztürk, 2017: 88).

1.1.5.Değerleme Süreci

Şirket değerlemesi, belirli bir yerde ve belirli bir zamanda, şirketin özellikleri ve içinde bulunduğu durum dikkate alınarak yapılmaktadır (Oymak, 2009: 4). Şirket değerlemesi, yatırımcılar, şirket yöneticileri, kurumsal yönetim uzmanları, kredi kuruluşları, piyasa yapımcılar ve kamu kuruluşları tarafından yapılmaktadır (Pamukçu, Akarçay, Ögüz, 2014: 79). Değerlemeyi yapan kişilerin izlemesi gereken bir süreç bulunmaktadır. İzlenilmesi gereken değerlendirme süreci şu şekilde belirtilmektedir (Ekici, 2019: 30):

- 1- İlk olarak şirketin yapısı ve içinde bulunduğu sektörün iyi bir şekilde anlaşılması gerekir.
- 2- Şirket değerlemesinin amacı ve oluşabilecek sorunların belirlenmesi önemlidir.
- 3- Şirketin, gelecekte oluşturacağı performansının tahmin edilmesi gerekir.
- 4- Şirketin finansal performansı hakkında veri toplama ve analiz yapılmalıdır.
- 5- Şirketin, yapısına ve içinde bulunduğu duruma uygun bir değerlendirme modeli seçilmelidir.
- 6- Yapılan analiz ve tahminler sonucunda değer tespitine ulaşılmaktadır.

- 7- Değerleme sonucuna göre yöneticiler ve yatırımcılar tarafından, tavsiye yatırım veya finansman kararları alınmaktadır.

Yatırım kararı alacak, yatırım tavsiyesi verecek veya değerleme analizini yapacak kişinin yukarıda sıralanan süreci izlemesi gerekmektedir.

1.1.6.Şirket Değerlemesi ile İlgili Önyargılar

Şirket değerlemesi, önceki bölümlerde belirtildiği üzere değerleme analizini yapan kişiye göre farklılık göstermektedir. Yapılan şirket değerlemesi, analizi yapan kişinin görüşlerini belirtirken aynı zamanda kişinin önyargılarını da içermektedir (Genç, 2020: 30). Değerlemenin kişiye göre değişiklik göstermesinin en önemli nedenlerinden biri, değerleme varsayımlarının sübjektif olma fonksiyonlarına sahip olmasıdır. Diğer nedenler ise şu şekilde özetlenmektedir:

- Değerlemenin objektif olması, değerleme modelinin niceliksel (kantitatif) olmasına bağlıdır.
 - İyi analiz edilmiş bir değerleme, belirli bir zaman dilimi ile kısıtlı değildir.
 - Değerlemenin iyi yapılması kesin bir değer tahminine olanak sağlar.
 - Ne kadar niceliksel (kantitatif) model kullanılırsa, o kadar iyi değerleme yapılmaktadır.
 - Değerlemeden kar elde etmek ancak etkin olmayan piyasalarda olasıdır.
 - Değerleme konusunda esas olan sürecin nasıl işlediği değil, değerlemenin nasıl sonuçlandığıdır.
- *Değerlemenin objektif olması, değerleme modelinin niceliksel (kantitatif) olmasına bağlıdır.*

Değerleme süreci içerisinde kantitatif modeller tercih edilse bile, bu modeller ile birlikte dahil olan girdiler sübjektif (öznel) değerlemelere neden olmaktadır. Bu sebeple, kantitatif modeller ile yapılan değerlemelerde elde edilen nihai değerler, sübjektif olma özelliğinden dolayı önyargılar ile oluşmaktadır. Analizi yapan kişinin, değerlemesi yapılacak olan şirkette güçlü bir pozisyonunun bulunmaması veya şirketin hisse senetlerine sahip olmamasından dolayı elde edilen nihai değerlerin, karşı karşıya kalılabilecek önyargılardan uzak tutulabilmesi söz konusudur (Genç, 2020: 31).

- *İyi analiz edilmiş bir değerleme, belirli bir zaman dilimi ile kısıtlı değildir.*

Şirket değerlemelerinin, analiz uzmanı, sektör, ekonomik durum, faiz oranı gibi unsurlardan etkilendiği belirtilmektedir. Şirket değerlemeleri, yalnızca değerlemenin yapıldığı tarihteki gerçekleşmiş finansal veriler, uzmanın ve piyasanın bilgisi ile sınırlıdır. Değerlemenin

yapıldığı tarihten sonraki süreçlerde, aynı değerlendirme verileri kullanılarak yatırım kararlarının alınması uygun değildir. Değerleme, ortaya çıkan yeni gelişme ve bilgilere göre zamanla değişip güncellenmesi gereken bir olgudur.

- *Değerlemenin iyi yapılması, kesin bir değer tahminine olanak sağlar.*

Ekonomide meydana gelen değişikliklerin beklenenden farklı gerçekleşmesi sonucunda, nakit akışlarının ve iskonto oranlarının yanlış tahmin edilmesi nedeniyle yapılan değerlemelerde tam bir kesinlik beklemek veya istemek gerçekçi değildir (Damodaran, 2012).

- *Ne kadar niceliksel (kantitatif) model kullanılırsa, o kadar iyi değerlendirme yapılmaktadır.*

Değerleme yapılırken, ne kadar detaylı ve karmaşık modeller tercih edilirse, değerlendirme sürecine dahil edilen veri sayıları da o kadar artmaktadır. Bu artış ile birlikte sürece dahil olan verilerden kaynaklanan hata olasılıkları da artmaktadır. Fazla veri içerisinde değerlendirme sürecinin karmaşıklaşması sonucunda, modelin etkinliği azalmakta ve hata payı artmaktadır (Sucu, 2017: 49).

- *Değerlemeden kar elde etmek ancak etkin olmayan piyasalarda olasıdır.*

Değerleme süreci sonuçlandığında, ekonomik koşullardaki değişikliklerin etkisi ile elde edilen piyasa fiyatı (değeri) ve değerlendirme süreci sonucunda elde edilen gerçek değer karşılaştırılmaktadır. Gerçek değer ve piyasa değerinin eşit olduğu piyasalar tam etkin piyasalar olarak ifade edilirken, bu iki kavramın birbirine eşit olmadığı piyasalar ise etkin olmayan piyasalar olarak ifade edilmektedir. Etkin olmayan piyasalarda, gerçek değer doğru değer olarak kabul edilirken, etkin piyasa da piyasa fiyatı doğru değer olarak kabul edilmektedir. Yatırımcıların, bu iki değerinde olduğu piyasalarda bir kazanç elde etmemesi söz konusu değildir. Ancak etkin olmayan piyasalarda, gerçek değer ve elde edilen piyasa değeri arasında fark olabilmektedir. Ortaya çıkan bu farktan şirketler, kazanç sağlamaktadır.

- *Değerleme konusunda esas olan sürecin nasıl işlediği değil, değerlemenin nasıl sonuçlandığıdır.*

Şirket değerlemesi sonucunda elde edilen gerçek değer ile piyasa değerinin (fiyatının) ne olduğuna ve değerlerin arasında fark bulunup bulunmadığına bakmak risk oluşturmaktadır. Riskin minimize edilmesi için sürecinde dikkate alınması gerekmektedir. Sürecin dikkate alınması durumu ise, şirketin marka değerinin ne olacağı gibi sorulara cevap verilmesine katkı sağlamaktadır (Genç, 2020: 22).

1.1.7. Şirket Değerlemelerinde Yapılan Hatalar

Değerlemenin etkinliğini arttıran niceliksel modellerde, doğru sonuçlar elde etmek için daha çok veri kullanılmaktadır. Gerekli ve uygun verilerin sağlanamaması durumlarında hatalar ortaya çıkabilmektedir (Aydın, 2012: 93). Değerlemede dikkat edilmesi gereken üç durum bulunmaktadır. Bu üç durum şu şekilde sıralanmaktadır:

- Şirketlerin, finansal varlıklarının değerlendirilmesi yapılırken gerekli sayıda verinin kullanılmaması,
- Değerleme sürecinde detaylı modellerin kullanılmasının hata oranını artırma olasılığı,
- Değerleme sürecinde insan unsurunun etkili olması ve bu sürecin subjektifliğe neden olmasıdır.

En yaygın yapılan hatalardan bir diğeri ise, değerlendirme süresince sonuca odaklanılarak elde edilen bilgilerin ve birkaçı üzerinde yapılması gereken analizlerin göz ardı edilmesidir. Göz ardı edilmeden tamamlanan ve önyargılardan arındırılmış şirket değerlemesini yapmak, şirketler için oldukça önemli bir konudur.

1.2.Kriz ve Ekonomik Kriz

Çeşitli türlerde meydana gelen krizler, geçmişten günümüze günlük hayatı oldukça etkilemektedir. Teknolojik kriz, personel krizi, kurumsal kriz, ekonomik (finansal) kriz, doğal afetlerden kaynaklanan kriz gibi çeşitli kriz türleri bulunmaktadır. Bu bölümde ise kriz türlerinden biri olan ekonomik kriz açıklanacaktır. Ekonomik kriz, ülkeler için ciddi etkilere neden olduğundan dolayı en çok üzerinde durulan kriz türü olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.2.1.Ekonomik Kriz Kavramının Kökeni ve Tanımı

Ekonomik kriz kavramının çıkış noktasını kavrayabilmek için kriz kavramının kökeni referans alınmaktadır. Kriz kavramı, etimolojik köken olarak Yunanca'da "krinein" ve "krisis" kelimelerinden türetilmiş bir kavram olarak ifade edilmektedir. Bir hastalık belirtisinin aniden ortaya çıkmasını ifade eden kavram, ilk olarak tıp alanında kullanılmıştır (Aktan, Şen, 2001: 1). Aynı zamanda kriz kavramı, kelime olarak "karar vermek" anlamına gelmektedir (Küçükaksoy, 2006: 104). Türkçe literatüre ise İngilizce "Crisis" kelimesinden geçtiği belirtilmektedir (Darıcı, 2020: 281). Bununla birlikte sosyal bilimler, psikoloji, ekonomi vb. alanlarda da kullanılmıştır. Kriz kavramının tanımı, kullanım alanlarına, ülkelere yani içinde bulunduğu coğrafi konuma ve şartlara göre değişiklik göstermektedir. Kriz kavramının yaygın olarak kullanılan tanımları şu şekilde özetlenmektedir:

Sosyal bilimler alanında kriz kavramı; bunalım ve buhran gibi kavramlar ile eş anlamlı olarak görülmektedir. Bir veya daha fazla alanda yaşanan gelişmelerin, ortaya çıkan sorunların çözülmesinde yeterli olmaması durumunu ifade etmektedir (Delice, 2003: 58).

Çin’de ise kriz kavramı hem tehlike hem de fırsat anlamında kullanılmaktadır. Bu şekilde kavramın, olumlu ve olumsuz yönleri vurgulanmaktadır (Bağcı, 2020: 16).

Kriz kavramı, beklentiler ile gerçekleşenler arasında oluşan büyük uyumsuzluk olarak da tanımlanmaktadır (Aydın, 2010: 2).

Bir başka ifade ile kriz kavramı, beklenmedik bir anda ortaya çıkarak işletmenin hedeflerini geçersiz kılan, işletmenin sürdürülebilirliğini tehlikeye sokan ve ortaya çıktığı anda tepki verilmesi gereken durumu ifade etmektedir (Gültekin, Aba, 2011: 207).

Kriz esnasında ivedi ile karar verilmesi gerekmektedir. Bu durum ise kriz zamanında yöneticiler üzerinde oldukça baskı oluşturmaktadır (Filiz, 2006: 29). Tüm bu açıklamalara bakıldığında ise kriz kavramı oldukça karmaşık, yönetimi oldukça önemli olan ve yönetilemediğinde ise ortaya çıktığı alan (işletme, ülke vb.) ne derece büyük olursa olsun, içinde bulunduğu alanın sürdürülebilirliğini engelleyen bir süreç olarak açıklanmaktadır.

Ekonomik kriz kavramının tanımda da çeşitlilik bulunmaktadır. Ekonomik kriz kavramı, olağandışı bir değişim nedeniyle sınırların aşılması durumun da piyasaların (mal, hizmet, döviz vb.) mevcut miktar ve fiyatlarında meydana gelen konjonktürel dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 174). Artan küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak görünen ekonomik kriz kavramı, belirsiz bir zaman diliminde ülke içinde veya uluslararası alanda çeşitli nedenler ile ortaya çıkan ve sonuçları ile ekonomik birimleri olumsuz etkileyen bir süreç olarak da tanımlanmaktadır. Aynı zamanda ekonomik kriz kavramı, talep ve ücretlerde düşüşe neden olurken; işsizlik, enflasyon gibi unsurlarda artışa neden olmaktadır. Yaşanan bu artışlar ise toplum üzerinde gerginlik oluşturmaktadır (Bağcı, 2020: 17). Ortaya çıkan ekonomik kriz sonucunda yönetim/devlet, bozulan ekonomik dengeyi yerine getirmek ile sorumludur. Ekonomik kriz sonucunda ağır bedeller ödemek zorunda kalan halk, işini ve evini kaybetme ve yoksullukla mücadele etme durumlarına maruz kalmaktadır (Darıcan, 2005: 39). Dış ticaretin daralması, ekonomik küçülmeler, istihdamın azalması gibi sonuçları da bulunmaktadır. Tüm bu durumlar sonucunda ülkenin sosyal yapısı da olumsuz etkilenmektedir (Yaprak, 2009: 42). Sonuçların etkilerini minimize etmek veya etkileri ortadan kaldırmak için ülkeler, maliye politikalarını işleme koyarak kamulaştırmaya gidebilmektedir. Maliye politikaları, ekonomik kriz bitene kadar doğru bir politika olarak görülmektedir. Ancak bu politikalar ekonomik krizin, etkisinin azalması veya tamamen ortadan kalkması durumunda terkedilmesi gereken

politikalar. Çünkü kamulaştırma yolu ile ülkelerin veya şirketlerin rekabet etme güçleri ve verimlilikleri azalmaktadır. Aynı zamanda birimlerde tekelleşme yaygınlaşmaya başlamaktadır. Ekonomik kriz sadece ekonomik faaliyetlerden meydana gelmemektedir. Aynı zamanda siyasi, teknolojik, toplumsal istikrarsızlıklar, devlet politikaları, savaş, darbe, salgın, yangın ve doğal afetlerden de kaynaklanmaktadır. Yaşanan ekonomik krizler, birtakım olumsuz sonuçlara neden olmaktadır. Bu olumsuz sonuçlara dış ticarete, üretimde, talep de ve iktidara olan güven de meydana gelen istikrarsızlıklar ve iflaslar örnek verilmektedir.

1.2.2. Ekonomik Krizlerin Özellikleri

Ekonomik krizin süresini belirleyen en önemli etmenlerden biri olarak ekonomik birimin, krizi önceden sezerek krizin etkisini minimize edecek veya krize girilmesini önleyecek gerekli tedbirleri alması gösterilmektedir (Bağcı, 2020: 18). Krizler, her zaman olumsuz şekilde sonuçlanmamaktadır. Bazen de şirketler/ülkeler içinde bulundukları kriz durumlarını fırsata çevirebilmektedir. Kendilerinde olan eksiklikleri görerek politika değişikliklerine, bozulan istihdamın düzeltilmesi için personel teşviklerine, teknolojik olarak geri de kalınmış ise yatırımların geride kalan alanlara aktarılmasını sağlayacak istikrar artırıcı politikalara yönelerek olumsuz durumları, olumlu duruma çevirmektedir. Bu şekilde ekonomik birim, krizden mevcut haline göre daha güçlü şekilde çıkabilmektedir. Ortaya çıkan olumsuz durumlar, her zaman ekonomik kriz olarak adlandırılmamaktadır. Olayların ekonomik kriz olarak değerlendirilebilmesi için bazı özelliklere sahip olması gerekmektedir. Bu özellikler şu şekilde özetlenmektedir (Aktan, Şen, 2001: 1):

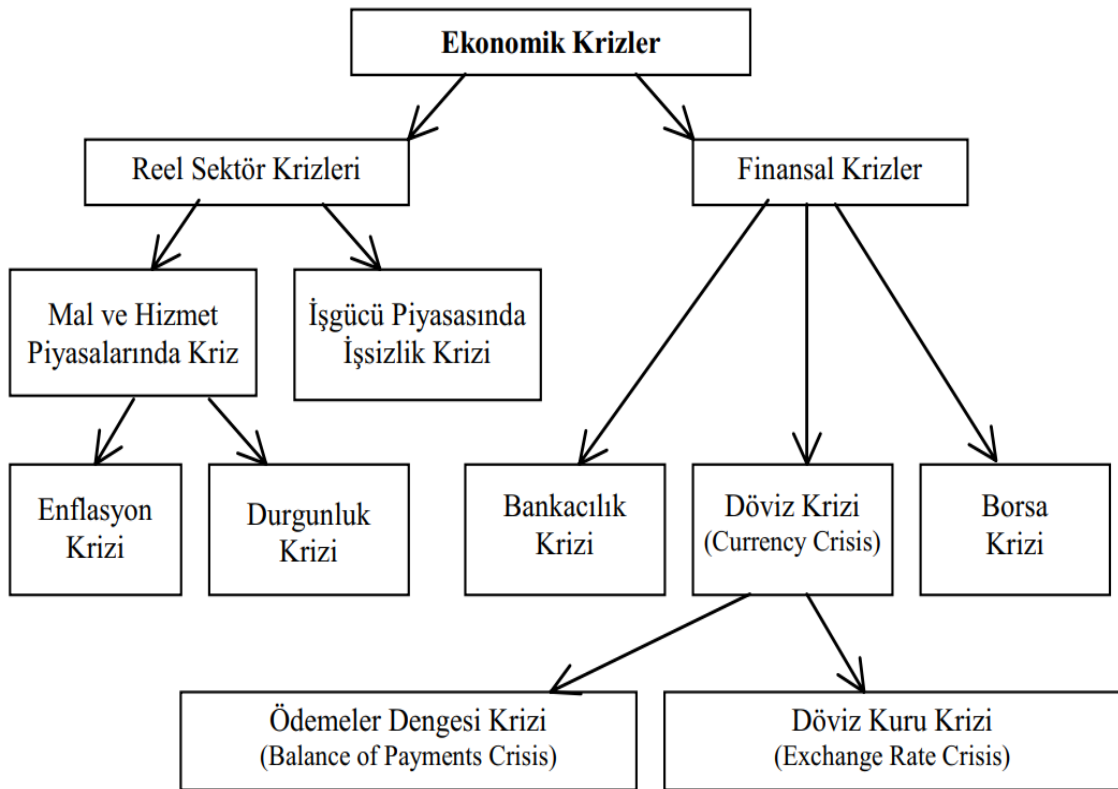
- Belirsiz bir zamanda aniden ortaya çıkmaktadır.
- Hem bir tehlike hem de değerlendirildiğinde fırsatlar sunan bir kavramdır.
- Ne kadar süreceği (kısa veya uzun) belirsizdir.
- Krizin yayılımı bulaşıcı hastalığa benzetilmektedir. Bir sektör veya ülkede yaşanan kriz, diğer sektör veya ülkeleri de etkisi altına alabilmektedir. Bu şekilde kriz, etkilediği ekonomik birimin varlıklarını ve hedeflerini tehdit etmektedir.
- Kriz, öngörülemeyen gelişmelerin makro boyutta devleti, mikro boyutta şirketleri etkileyecek sonuçlara sahip olan bir kavramdır.
- Krizlerin çözülmesi için hızlıca tedbir alınması gerekmektedir.
- Tekrarlanabilmekte ve tamamen üstesinden gelinebilmektedir (Aydın, 2010: 7).
- Güvensizlik, gerginlik ve stres oluşumuna neden olmaktadır (Filiz, 2006: 31).

1.2.3.Ekonomik Kriz Türleri

Önceki bölümlerde ekonomik kriz kavramı, ekonomik alanda yaşanan gelişmeler sonucunda bir dizi olumsuz durumların yaşanması olarak ifade edilmektedir. Ekonomik krizler, ortaya çıktığı alan ve etkilerine göre kategorize edilmekte ve birçok çeşidi bulunmaktadır. Ekonomik krizler; reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak iki ana kategoriye ayrılmaktadır.

Reel sektör krizleri; mal ve hizmet piyasalarındaki kriz ve işgücü piyasalarındaki kriz olarak ikiye ayrılırken, finansal krizler ise bankacılık krizi, döviz krizi ve borsa krizi olarak üçe ayrılmaktadır. Genelde kriz türleri arasında finansal kriz başlığı altında bulunan bankacılık, döviz ve borsa krizleri üzerinde durulmaktadır. Krizleri önceden sezebilmek, anlayabilmek ve gerekli tedbirleri alabilmek için kriz türlerinin incelenmesi ve anlaşılması gerekmektedir. Aşağıdaki şekilde ekonomik kriz türleri gösterilmektedir:

Şekil 1: Ekonomik Kriz Türleri



Kaynak: (Kibritçioğlu, 2001: 175).

COVID 19 krizinin neden olduğu ekonomik kriz, kısıtlama ve yasak kararları sonucunda talep ve arzlarda azalışa ve faaliyetlerde durgunluğa neden olmasından dolayı durgunluk krizi başlığı altında değerlendirilebileceği düşünülmektedir.

1.2.3.1. Reel Kriz

Reel kriz, reel sektörü etkileyen bir kriz türü olarak açıklanmaktadır. Reel kriz türü, iki grup altında toplanmaktadır. Reel sektör krizleri; mal ve hizmet piyasalarında (enflasyon, daralma, durgunluk gibi) ve faktör (işgücü) piyasalarında (istihdamdaki istikrarsızlıklar gibi) oluşan aksaklıkların birleşmesinden dolayı istihdamın azalması, işsizliğin artması ve taleplere yetersiz kalınması gibi sonuçlar doğuran ve reel varlıkları direkt etkisi altına alan ekonomik krizler olarak açıklanmaktadır (Bağcı, 2020: 18). Mal ve hizmet piyasalarındaki kriz türleri ise enflasyon krizi ve resesyon (durgunluk) krizi olarak ikiye ayrılmaktadır.

Enflasyon; fiyatlar genel seviyesinde süregelen bir artış olarak ifade edilmektedir. Genel fiyat seviyesinde yaşanan bu artışların, belirli bir sınırın üzerine çıkması (aşırı yükselmesi) ise enflasyon krizi olarak tanımlanmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 176). Para arzının genişlemesi, yüksek miktarda kamu kesimi açıkları, ithal girdi fiyatlarının artış göstermesi, döviz kuru artışları, yüksek enflasyon beklentileri, uzun süreli politik istikrarsızlıklar ve düşük kredibilite gibi etkenler enflasyon baskısı yaratarak, enflasyon krizinin oluşumunu tetikleyen unsurlar olarak belirtilmektedir (Kibritçioğlu, 2001: 176).

Resesyon (durgunluk) krizi ise, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen yükselişlerin, üretimde yapılacak yatırımları teşvik etmede yetersiz kalması durumunu ifade etmektedir (Özkan, 2005: 169).

1.2.3.2. Finansal (Ekonomik) Kriz

Finansal (ekonomik) krizler, finans piyasalarındaki (döviz, sermaye vb.) fiyatlarda ortaya çıkan şiddetli dalgalanmalar ya da bankacılık sistemindeki batık kredilerin önemli artışı sonucunda oluşacak ciddi ekonomik sorunlar olarak tanımlanmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 176). Ortaya çıkan ekonomik sorunlar, piyasaların işleyiş sürecinin aksaması, piyasaların istikrarının bozulması ve önemli konjonktürel dalgalanmaların yaşanmasına neden olmaktadır. Diğer bir ifade ile finansal krizler, reel ekonomilerde yıkıcı etkilere neden olan, piyasanın etkin işleyişini bozan ve finansal piyasalarda çöktürelere neden olan ekonomik sorunlar olarak açıklanmaktadır (Aydın, 2010: 30). Finansal piyasalardaki krizin oluşmasında etkili olan unsurlar şu şekilde sıralanmaktadır (Mışkın, 2001: 3):

- Faiz oranlarının ve belirsizlik sürecinin beklenmedik bir şekilde artması,
- Bankacılık sektöründe bozulmaların yaşanması,
- Varlık fiyatlarındaki değişimler sebebiyle finansal olmayan bilançoların bozulması,
- Menkul kıymetler borsasının çökmesi,

Finansal krizler, finansal piyasaların bilgi asimetrisinin fazla olması ve ahlaki çöküntünün yüksek olması özelliklerini içerisinde barındırmasından dolayı reel sektör krizlerinden farklıdır. Bilgi asimetrisinin fazla olması, ödünç alan ve ödünç veren kesim arasındaki bilgi düzeylerinin farklı olmasına dayanırken; ahlaki çöküntünün yüksek olması ise fonları ödünç alan kesimin, fonları temel amaçları dışında kullanması olarak açıklanmaktadır (Bağcı, 2020: 6). Finansal krizler, üç başlık altında incelenmektedir:

1. Bankacılık Krizi
2. Döviz (Para) Krizi
3. Dış Borç (Borsa) Krizi

1.2.3.2.1. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizi, yanlış yönetim kararlarının alınması, banka bilançolarının kötüye gitmesi ve aktif yapılarda meydana gelen bozulmalar sonucu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile bankacılık krizi, bankalarda mevduatı olan kişilerin bankalara olan güveninin azalması sonucunda bankalardan mevduatlarını çekmesi veya çekme potansiyellerinin olması ve bu gibi durumlardan dolayı bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucu ortaya çıkan bir kriz türüdür (Yüksel, 2022: 26). Bankacılık krizini tetikleyen makro ve mikro ölçüde birçok etken bulunmaktadır. Makro ölçüde etkileyen faktörlere; döviz kurları, uluslararası faiz oranlarında aniden ortaya çıkan değişiklikler, makroekonomik dengede oluşabilecek istikrarsızlıklar ve enflasyon gibi örnekler verilebilirken, mikro ölçüde etkileyen faktörlere; bankaların politikalarını yönetememesi ve yanlış kararlar alması, kredi hacimlerinin hızlı bir şekilde büyümesi ve risk stratejisi (döviz kurları ve faiz oranlarındaki riskin artması vb.) örnek verilebilmektedir (İpeker, 2002: 50). Bankacılık krizi veya döviz piyasalarında meydana gelecek krizler birbirini tetikleyebilmektedir. Hatta genelde döviz (para) krizini, bankacılık krizi takip etmektedir. Bu durum “ikiz kriz (twin crisis)” şeklinde ifade edilmektedir (Göçer, 2013: 165). Uluslararası faiz oranlarında meydana gelen artış, siyasi olaylar vb. durumlardan dolayı döviz piyasalarında oluşabilecek ani hareketlenmeler, halk üzerinde stres yaratmakta ve kamuya olan güveni sarsmaktadır. Bu sürecin devam etmesi ise vatandaşların, bankalardan paralarını çekmesi ile sonuçlanmaktadır. Tüm bu durumlar bankaların, fonlarında azalışa ve kayıplara neden olmaktadır. Yaşanan bu kayıpların devamlı bir hale gelmesi sonucunda ise süreç, bankaların iflaslarını istemelerine kadar gitmektedir. Bir veya birkaç bankada yaşanan bir kriz, diğer bankalara da yayılıp tüm finans birimlerini etkilemektedir. Bu tip krizleri yaşamamak için bankaların, yeterli politikalarının olması ve kriz öncesi tedbirlerini alarak krizlere hazırlıklı olması gerekmektedir. Tedbirlerin alınması durumu, krizin yaşanmasını kesin bir şekilde

engellemeyebilir ancak krizin çapının küçülmesine yardımcı olmaktadır. Eğer engellenemez veya etkileri azaltılamaz bir kriz mevcutsa, krizin etkileri reel sektör üzerinde de görülmektedir. Gelişmiş, sanayileşmiş ve küresel işlevi çok olan ülkelerde oluşabilecek bir kriz, diğer ülkeleri de etkilemektedir.

1.2.3.2.2.Döviz Krizi

Parasal kriz olarak da adlandırılan döviz krizi, döviz kurunda ve sermaye hareketlerinde meydana gelen ani ve sert bir değişim sonucunda, dalgalanmalara ve kur değişimlere neden olan bir kriz türüdür (Turgut, 2007: 36). Diğer bir ifade ile döviz krizi, piyasadaki yatırımcıların yabancı paraya yöneltmeleri sonucunda taleplerde kayma yaşanmasına, yabancı paraya olan talebin artmasına, ulusal paranın bu sebeple değer kaybetmesine ve devalüe edilmesine neden olan ve bunun sonucunda Merkez Bankası'nın döviz kaynaklarının tükenmesine yol açan bir kriz türü olarak da ifade edilmektedir (Ataş, 2022: 18). Döviz krizinin belirleyicileri şu şekilde sıralanmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 176):

- Zayıf makroekonomik göstergeler,
- Hatalı uygulanan iktisat politikaları,
- Finansal (mali) altyapının yetersiz olması,
- Ahlaki risk ve asimetrik bilgi olgusu sorunu,
- Piyasadaki kreditörlerin hatalı nsezileri,
- Salgın hastalıklar gibi beklenmedik bir anda ortaya çıkan olaylar,

Yukarıda belirtilen ana nedenler dışında döviz krizi üzerinde etkileri bulunan çeşitli unsurlar bulunmaktadır. Döviz krizi oluşumda, ülke vatandaşlarının gelenekleri, ekonomik deneyimleri, ülkedeki yabancı yatırım miktarının ulusal yatırım miktarına oranı ve yatırım psikolojileri gibi unsurlarda etkili olmaktadır (Kayadelen, 2012: 7). Hkmet, döviz krizi ortaya çıktıktan sonra krizin etkilerini sınırlandırmak için hızlı bir şekilde karar almalıdır. Aksi takdirde karar ne kadar geç verilirse piyasalarda o kadar fazla olumsuzluk (faiz oranı artışı, rezerv kayıpları gibi) yaşanmaktadır. Hükümetler, döviz krizinden kendilerini kurtarmak için Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini kullanma yoluna ve faiz oranlarında değişime gidebilmektedir. Bu sebeple döviz rezervleri azaltılmakta ve ülkeye yabancı para girişi sağlamak için faiz oranları arttırılmaktadır (Yüksel, 2022: 15). Döviz (para) krizi; döviz kuru krizi ve demeler bilançosu dengesi krizi olarak ikiye ayrılmaktadır.

Döviz kuru krizi, sabit döviz kurunun uygulandığı ekonomilerde meydana gelmektedir. Döviz kuru krizi, piyasada bulunan aktörlerin ulusal para birimi ile nitelenen varlıkları tercih

etmeyip, yabancı para birimi ile nitelenen varlıkları tercih etmesi nedeniyle Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin eriyip bitmesi sonucu ortaya çıkmaktadır (Özkan, 2005: 168).

Ödemeler bilançosu dengesi krizi ise, esnek kur uygulayan ülkelerde, kısa süreli ve yüksek miktarda sermaye girişleri sonucunda ortaya çıkan bir kriz türü olarak ifade edilmektedir (Bağcı, 2020: 24).

1.2.3.2.3.Dış Borç Krizi

Bir ülkenin dış borçlarını (kamu + özel) ödeyememesi veya ödeyememe ihtimalinin olması durumlarında ortaya çıkan bir kriz türüdür. Dış borç krizi, dış borcun (anapara + faiz) ödenme durumunun bulunmadığının ilan edilmesi olarak açıklanmaktadır (Turgut, 2007: 38). Diğer bir ifade ile dış borç krizi, beklenmedik bir anda ekonomide ortaya çıkan bir şok nedeniyle meydana gelen likidite sıkışıklığı ve parasal daralmadan dolayı yatırımlarda azalış meydana gelmesi, vatandaşların tüketimlerinin azalması ve ekonomide durgunluk yaşanması olarak ifade edilmektedir (Darıcan, 2005: 41). Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin dış borç miktarları artmaktadır. Ülkelerin, dış borç kullanımına başvurmasının çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Bu sebepler şu şekilde özetlenmektedir (Çelik, Başkonuş, Direkci, 2013: 114-115):

- Bütçe açıklarının azaltılmasına veya kapatılmasına yönelik faaliyetler,
- İstihdamın artırılması amacıyla yatırımların arttırılması ve yapılacak yatırımlarda büyük oranlı yatırımların üzerine odaklanması,
- Ekonomik büyümenin sağlanmasının teşvik ettirilmesi,
- Gelir dağılımının yeniden planlanması,
- Ödenme zamanı gelen borçların ödenebilmesi için finansmanının sağlanması,
- Döviz kuru oynaklıklarından dolayı ithal girdi fiyatlarının artış göstermesi sonucunda ihracat yapabilme olasılığının zorlaşması ve ihracatın azalması (Kayadelen, 2012: 8),

Ülkeler, bazı zamanlarda faaliyetlerini gerçekleştirmekte zorlanmaktadır. Bu yüzden ülkeler, cari açıkları artış gösterdiğinde, vatandaşlarının tasarrufları azaldığında veya yitirildiğinde, yerli yatırımları azaldığında, borçlarının zamanında ödenemediği ve ötelendiği durumlarda dış borçlanma yolunu tercih etmektedir. Şirketlerin veya ülkelerin almış oldukları kredilerin, gerekli ve doğru alanlara aktarıldığı, kredilerin geri ödemesinin ötelendiği planlı bir ödeme listesinin hazırlanıp kreditörlere sunulduğu, kamu harcama ve gelirleri arasında dengenin sağlandığı ve yerli yatırımların devlet politikaları ile teşvik ettirildiği gibi durumlar, dış borç krizinin etkilerini azaltmaktadır.

Açıklanan kriz türlerinden anlaşılacağı üzerine krizler hem bir fırsat hem de bir tehlike olarak değerlendirilmektedir. Bu yüzden yaşanabilecek her krize hazırlıklı olmak zorundayız. Hazırlıklı olmak için ise risklerin bilimsel teknikler ile analiz edilip yorumlanması ve risklere karşı proaktif tedbirlerin alınması gerekmektedir (Darıcı, 2020: 291).

1.2.4.Dünya’da ve Türkiye’de Ekonomi Üzerinde Önemli Etkileri Olan Krizler

Günümüze gelindikçe küreselleşmenin gitgide inanılmaz boyutlara ulaştığı görülmektedir. Örneğin; ABD’de gerçekleşen bir ekonomik sorun, etkileşimde olduğu diğer tüm ülkelerin para birimlerini ve borsalarını etkilemektedir. Bu sebeple ülkelerin ekonomilerinde dalgalanmalar meydana gelmektedir. Küreselleşmenin neden olduğu bu dalgalanmalar, ülkelerde krizlerin oluşumuna altyapı hazırlamaktadır. Ekonomik krizlerin, ülkelerarası seyahatler üzerinde etkili olduğundan dolayı en çok etkilediği alanlara turizm sektörü örnek verilebilmektedir. Geçmişten günümüze Dünya’yı ve Türkiye’yi etkisi altına alan çeşitli ekonomik krizler yaşanmıştır. Türkiye’de özellikle son 30 yıl içerisinde 2000, 2001 ve 2008 yıllarında önemli ekonomik krizler yaşanmıştır (Gültekin, Aba, 2011: 206). Dünya’da ise önemli etkileri bulunan yaşanmış ekonomik krizlere, 1929 Ekonomik Buhranı ve Petrol Krizi gibi krizler örnek olarak verilmektedir. Tüm bu ekonomik krizler sonucunda, krizlerin görüldüğü ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin, iflaslarını ilan etmek zorunda kaldıkları görülmüştür.

Ekonomik krizler, sadece ekonomik nedenlerden kaynaklanmamakta aynı zamanda salgın hastalıklardan da kaynaklanabilmektedir. Salgın hastalıklar sonucu yaşanan ekonomik krizlere; 1918 İspanyol grip salgını, 2003 SARS salgını ve COVID 19 salgını örnek olarak verilebilmektedir. Yukarıda örnek olarak verilen ekonomik krizlerden, yaşandığı döneme damgasını vuran ve küresel boyutta etkileri diğerlerine göre daha geniş boyutlara ulaşan, 1929 Ekonomik Krizi, 2003 SARS Krizi ve COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizler açıklanacaktır.

1.2.4.1.1929 Ekonomik Krizi (Büyük Buhran)

Geçmişten günümüze siyasi, etnik ve toplumsal nedenler sonucunda birçok ekonomik kriz meydana gelmiştir. 1929 ekonomik krizinin, diğer ekonomik krizlerden ayıran en önemli özelliği ise küresel boyutta yaşanan ilk büyük ekonomik kriz olmasıdır. Krizin başladığı gün olan 24 Ekim, krizin bitiminden sonra “Kara Perşembe” olarak anılmaktadır. 1929 ekonomik krizi, tüm sektörleri (ekonomi, tarım, taşımacılık, sanayi vb.) etkilemiştir. Krizin, ortaya çıkmasında ekonomik ve siyasi faktörler (komünist hareketlerin dünya genelinde yayılımı gibi) etkili olmuştur (Klımıuk, 2022: 26). 1929 ekonomik krizinin nedenleri şu şekilde özetlenmektedir (Ay, Uçar, 2015: 12):

- 1.Dünya Savaşı'nın neden olduğu ağır bilanço ve politik istikrarsızlıklar,
- Bankacılık sektöründe yaşanan olumsuzluklar sonucunda bankaların kapatılmasına rağmen bireylerin, borsanın kazandıracağına olan süren inançları,
- Borsa'da para kazanmak uğruna bireylerin, ödeyemeyeceği kredileri alması ve vadeleri geldiğinde geri ödeyememesi,
- Finans piyasalarını kontrol eden bir denetim kurumunun ve kanunlarının olmaması,
- Bankaların mevduatlarını New York Borsasına bağlamaları ve New York borsasındaki hisse senetlerinin ani bir şekilde düşmesi (New York borsası batınca tüm bankalar batmıştır),

24 Ekim 1929 tarihinde New York borsasının çökmesi sonucunda ortaya çıkan ekonomik kriz, bankaların batması ve fiyatların düşmesi ile sonuçlanmıştır. Böylece kriz hem finansal piyasalarda hem de reel sektörde etkisini göstermiştir. Kriz finansal piyasalarda, üretimde daralma, istihdamda, ihracatta, milli gelirde ve dış ticaret haddinde azalış, işsizlik oranlarında artış, gayri safi yurtiçi hasılda (GSYH) düşüş ve kredilerin geri ödenememesi sonucu bankaların zor duruma düşmesi gibi sonuçlara neden olmuştur. Kriz süresince sınırlarına gümrük duvarları yaparak, Dünya'daki kargaşalardan kendisini korumak isteyen ülkeler, iç piyasalarının dış piyasalara açılımını engellemiş ve bu durum dış ticaret hadleri üzerinde olumsuz bir etki oluşturarak, dış ticaret hadlerini azaltmıştır (Ay, Uçar, 2015: 13). Başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere krizin yayılım gösterdiği Avrupa ülkelerinde de aynı sonuçlar ortaya çıkmış ve ekonomilerde daralmalar yaşanmıştır. 1929 ekonomik krizi, birtakım sonuçlara neden olmuştur. 1929 ekonomik krizinin sonuçları şu şekilde özetlenmektedir (Bakırtaş, Tekinşen, 2004: 88):

- 1929 ekonomik krizi sonrasında uluslararası sermayenin, Almanya'ya doğru kayması,
- Sosyal Güvenlik Sistemi'nin işsizlik üzerindeki etkisinin yetersiz görülmesi,
- Tekrardan ekonomilerde içe dönük politikaların uygulanması,
- Altın standardı uygulamasının terk edilmesi,

Krizin etkilerini azaltmak ve krizden kurtulmak için ABD birtakım tedbirler almıştır. İlk olarak ülkenin başkanı değiştirilmiştir. Hoover yönetimden alınarak Roosevelt yeni başkan olarak seçilmiştir. Roosevelt yönetimi, ilk olarak regülasyon uygulamalarını kapsayan New Deal politikalarını uygulamaya koymuştur. Roosevelt, klasik iktisadi görüşü terk etmiş ve Keynesyen görüşü baz alan politikaları benimsemiştir. Ayrıca Roosevelt, ekonomide yaşanan daralmaları engelleyebilmek için vergileri düşürmüş ve kamu harcamalarını yükseltmiştir. Bu adımlar ile birlikte iflas eşiğinde olan önemli bankalar, iflastan kurtarılmış ve yeni ödeme planları oluşturularak ödemelerinde denge oluşturulmaya çalışılmıştır (Mckibbin, 1975: 99). Atılan

adımlar sonucunda krizin etkileri hemen yok edilemese de Hover'ın yönetimden alınıp, yeni politikaların işleme konulmasıyla ülkenin rahatladığı görülmüştür.

1929 ekonomik krizi, Türkiye üzerinde de benzer etkilere neden olmuştur. Türkiye, kriz esnasında tarım ağırlıklı bir ekonomiye sahipti. 1929 ekonomik krizi, Türkiye'de tarımsal ürünlerin fiyatlarında düşüş yaşanmasına ve ülkenin deflasyonist bir sürece sürüklenmesine neden olmuştur. Aynı zamanda ekonomide daralma, ekonomik büyümede gerileme, dış ticaret haddinde azalış, alınan kredilerin ödenememesi sonucu iflasların yaşanması, dış ödemeler açığı, ulusal paranın değer kaybetmesi ve milli gelirin azalması gibi sonuçlarında ortaya çıkmasına neden olmuştur (Duman, Işık, 2012: 81). Türk parasının değer kaybetmesi, sadece ekonomik faktörlerden değil, aynı zamanda siyasi ve tüketim davranışı gibi çeşitli faktörlerden de kaynaklanmıştır. Bu faktörlere; dış borçlanmada azalışa gidilmesi, halkın ithal ürünlere olan aşırı talebi, Türk parasının değer kaybedeceğine olan inanç, kredi işletmelerini kontrol eden bir kuruluşun olmaması ve halkın tasarruf konusunda bilinçsiz olması örnek verilmektedir (Semiz, Akandere, 2001: 306). Krizin etkileri hem Türkiye'de hem de Dünya'da uzun süre devam etmiştir. Amerika Birleşik Devleti, 2. Dünya Savaşı'nın başlaması ile birlikte savaş sanayisinde aktif rol oynayarak 1929 ekonomik krizinin etkilerinden diğer ülkelere göre daha kısa sürede kurtulmuştur.

1.2.4.3.2003 SARS Krizi

Grip, tuberküloz ve kolera gibi hastalıklardan kaynaklanan pandemilerin de ekonomi üzerinde olumsuz etkileri görülmektedir. Ekonomiye ve birçok alana etki eden salgın hastalıklar, küreselleşme ile birlikte ülkelerin ticaret ve turizm kanallarıyla aralarındaki etkileşimlerini arttırması sonucunda küresel bir ekonomik krize dönüşmektedir. Ekonomik krizlere dönüşen pandemi boyutuna ulaşmış sağlık krizlerine; 1918 İspanyol gribi, 2003 Sars salgını, 2010 Ebola salgını ve COVID 19 salgını gibi sağlık krizleri örnek olarak verilmektedir.

21. yüzyılın ilk salgını olan 2003 Sars salgını, şiddetli akut yolu sendromu (SARS - Severe Acute Respiratory Syndrome) olarak ifade edilmektedir. Salgına, sars ile bağlantılı bir RNA koronavirüsü (Sars-Cov) neden olmaktadır. 2003 Sars salgını, virüs kaynaklı ölümcül bir solunum yolu hastalığı olarak tanımlanmaktadır. Hava kanalı ile bulaşıcılık gösteren sars virüsü, tükürük damlacıkları yolu ile yayılım göstermiştir (Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS)). İlk olarak 2002 yılının kasım ayında Çin'in Guandong Eyaleti'nde ortaya çıkan virüsün kökeni, canlı hayvan pazarlarına dayandırılmaktadır (Dündar, 2020: 842). 2003 Sars salgını, seyahatler ve küreselleşmeden kaynaklı artan uluslararası ticaret yoluyla kısa süre içerisinde 37 ülkeye yayılmıştır (Tekin, 2021: 343). İlk olarak Çin ve Hong Kong'da görülmeye başlayan salgın, hızla

diğer ülkelere yayılım göstermiştir. Yayılım gösterdiği ülkelere; Avustralya, Brezilya, Kanada, Güney Kore, İspanya, ABD, Vietnam, Singapur, Tayvan gibi ülkeler örnek olarak gösterilmektedir (Keogh-Brown, Smith, 2008: 110). Sars hastalığına neden olan virüsün kendini gösterme şekli, ilk başta gribe benzetilmiştir. Ancak sonrasında virüsün, zatürre ve nefes darlığı gibi göstergeleri de ortaya çıkmış ve gribin daha ileri bir hali olduğu anlaşılmıştır.

Dünya Sağlık Örgütü (WHO - World Health Organization) tarafından global bir tehlike olarak kabul edilen salgın, ilk defa 2003 yılının Mart ayında küresel pandemi olarak tanımlanmıştır (Eyigün, 2005: 108). 2003 Sars salgını, 8000'den fazla kişiye enfekte olmuş ve 6 ay içerisinde dünya genelinde yaklaşık 700 kişinin (enfekte olan hastaların % 9'u) ölümüne yol açmıştır (Wong, Leung, 2007: 171). En çok vakanın görüldüğü ülkeler ise şu şekilde sıralanmaktadır; Çin (5327), Hong Kong (1755), Singapur (238), Tayvan (346) ve Kanada (251)'dir (Çeti, Ünlüöner, 2019: 117).

2003 Sars salgını öncesinde pandemi boyutuna ulaşan hastalıklardan muzdarip olan toplumlarda, bir panik havası mevcuttur. Salgın, ilk ortaya çıktığı zamanlarda dikkate alınmamıştır. Bu sebeple virüs, hızla yayılım göstermiş ve vatandaşların hükümete olan güvenlerinde azalışa neden olmuştur. Virüsün, hızlı yayılımını engelleyebilmek için bir yandan sağlık alanında salgın ile mücadele edilirken, diğer yandan ekonomide, mecburi uçuşlar dışındakiler iptal edilmiş ve seyahatler belirli bir süre yasaklanmıştır. Bu karar, birçok havayolu şirketini (Asia- Pacific Şirketi 6 milyar \$) olumsuz etkileyerek gelir kaybına uğratmış ve bazılarını iflas eşiğine getirmiştir. Seyahatlerin engellenmesi ile birlikte turizm sektörü de sekteye uğramış ve özellikle GSYH'si turizm sektörüne bağlı ülkelerin ekonomileri üzerinde olumsuz sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bu ülkelerin, ekonomileri giderek kötüleşmiş ve finansal piyasalarında ağır bir çöküş yaşanması ile ilgili endişeler ortaya çıkmıştır (Scott, Duncan, 2004: 1-2). Virüs, ilk olarak ortaya çıktığı 2002 ve 2004 yılları arasında Asya, Avrupa ve Amerika gibi görüldüğü bölgelerin ekonomilerinde ciddi olumsuz etkiler bırakmış ve ekonomilerde azalışlara neden olmuştur. Öyle ki bu dönem içerisinde SARS salgınının, küresel ekonomiye zararı yaklaşık 40 milyar \$ olarak belirtilmiştir. 2003 Sars salgını, Asya ülkelerinde genel olarak turizm ve havacılık sektörü üzerinde etkili olurken, Amerika da turizm ve havacılık sektörlerinin yanında eğlence sektörünü de etkilemiş ve sektörü belirli bir süre sekteye uğratmıştır. ABD'nin en büyük eğlence merkezlerinden biri olarak bilinen Park Place Entertainment'ın salgın döneminde, finansal tablolarında görünen % 50 gelir kaybı bu duruma örnek olarak verilmektedir. Aynı zamanda seyahatlerin kısıtlanmasından dolayı ulaşımda da azalma söz konusu olmuştur. Bu durum ise petrol talebinde düşüşe ve petrol şirketlerinin gelirlerinde kayıplara neden olmuştur (Begley, 2013). Ayrıca bazı ülkeler de okulların kapatılması, market ve spor alanlarının kısıtlanması gibi

tedbir kararları da alınmıştır (Qiu vd. 2017: 7). Aynı zamanda salgın, Asya ülkelerinin turizm sektörü üzerinde de olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Öyle ki salgın, Dünya Seyahat ve Turizm Konseyi'nin tahminlerine göre Çin, Vietnam ve Singapur gibi Asya ülkelerinin turizm sektörlerinde çalışan yaklaşık 3 milyon kişinin işsiz kalmasına sebebiyet vermiş ve 20 milyar dolardan fazla zarara uğramalarına yol açmıştır. Tüm bunların yanında kısıtlamalar ve virüse yakalanma endişelerinden dolayı vatandaşlar, toplu ortamlarda bulunmayı tercih etmemiştir. Bu dönemde seyahatler azalmış ve vatandaşlar evlerinde kalmayı tercih etmişlerdir. Müşteri sayısındaki düşüşten dolayı otel yönetimleri, bazı katları kapatma ve çalışanlarını ücretsiz izne çıkarma kararlarını almıştır. Bazı oteller, müşteri çekebilmek için otel oda fiyatlarında indirim ve özel promosyonlar sunarak müşteri çekmeye çalışmış ancak başarılı olamamıştır (Kim, Chen, Jang, 2007: 201). Turizm, havacılık ve eğlence sektörünün yanında yiyecek-içecek, sinema, ulaşım, yatırım ve perakende sektöründeki satışlarda da % 15 ve % 50 arasında bir düşüş yaşanmıştır (Muğan Ertuğral, Gedik Arslan, 2020: 443). Salgın süresince ülkeler, çeşitli ekonomik şoklara maruz kalmıştır. Ülkeler de yaşanan ekonomik şoklar sonucunda hizmet taleplerinde düşüş meydana gelirken, risk primi ve hizmet maliyetlerinde artış meydana gelmiştir. Bunların yanında GSYH'de meydana gelen azalışlar, ticaretin daralması ve sermaye çıkışları da örnek olarak gösterilmektedir. Özellikle Çin, Hong Kong ve Tayvan gibi Asya ülkelerinin GSYH'lerinde önemli kayıplar yaşanırken, OECD'ye üye olan ülkeler ve diğerlerinin ekonomilerinde daha az oranda kayıplar yaşanmıştır. Sars salgınının kısa süreli bir salgın olduğunun düşünülmesi durumu, gayri safi yurtiçi hasıladaki kaybı daha da arttırmıştır (Knobler vd. 2004: 103).

SARS virüsü, Türkiye'de tespit edilmemiştir. Ancak salgın süresince gerek iş gerek seyahat amaçlı ülkemize gelen turistlerden virüsün, bulaşma riskinin bulunduğu belirtilmiştir. Bu sebeple ülkemizde de birtakım önlemler alınmıştır. Bu önlemlere; kamu çalışanlarının bilgilendirilmesi, sağlık müdürlükleri tarafından olası bir salgına karşı koruma planının hazırlanması, sağlık çalışanlarına bilgilendirici eğitim verilmesi, virüsün görüldüğü riskli bölgelere mecburi seyahatler dışındaki seyahatlerin engellenmesi ve havayolları ile gelen ve giden hastaların sağlık kontrollerinden geçirilmesi (ateş ölçümü vb.) örnek olarak verilmektedir (Çınarlı, 2005: 65). Salgın süresince hükümete olan güvenin azalması sonucunda özel tüketim harcamalarında azalış, yabancı sermaye girişlerinde aksama ve hükümetlerin ekonomilerini etkin tutmasını sağlayan özel harcamalarında önemli düşüşler meydana gelmiştir. Tüm bu sonuçlara rağmen ekonomilerde salgının etkileri, kısa vadeli olmuştur (Fan, 2003: 2). Alınan tedbir ve kısıtlama kararları neticesinde virüsün yayılım hızı düşüş göstermiştir. Dünya Sağlık Örgütü,

yayınladığı bildiri ile Sars salgınının, 5 Temmuz 2003 tarihi itibari ile kontrol altına alındığını ilan etmiştir (Kim, Chen, Jang, 2007: 201).

1.2.4.4.COVID 19

Virüs kaynaklı salgın hastalıkların neden olduğu sağlık krizleri, çok eski zamanlardan günümüze kadar karşımıza çıkmaktadır. Sağlık krizleri, önlem alınmadığında yayılımını genişletmekte ve pandemi şeklini alarak küreselleşmektedir. COVID 19 salgını da bu sağlık krizlerinden biridir.

COVID 19 salgını, ilk olarak Aralık 2019 tarihinde, Çin'in Hubei eyaletinin Wuhan şehrinde görünen ve SARS-COV-2 virüsünden kaynaklanan en maliyetli salgın olarak karşımıza çıkmaktadır (Ruiz Estrada vd. 2020: 2). COVID 19 salgınının, deniz ürünlerinin yoğunluklu olarak satıldığı hayvan pazarlarından kaynaklandığı ileri sürülmektedir (Al-Awadhi vd. 2020: 1). Öksürük, hapşırma veya temas yolları ile bireyler arasında bulaşıcılık gösterdiği belirtilmiştir. Salgın, enfekte olmuş bireylerde öksürük, yüksek ateş gibi semptomlara neden olurken, daha ileri seviyede olan hastalarda nefes almada zorluk gibi semptomlara neden olmuştur (Bakar, Rosbi, 2020: 189). COVID 19 virüsünün, insan üzerinde ölüm gibi ağır sonuçlara da neden olduğu görülmüştür. Virüs nedeniyle gerçekleşen ilk ölüm, 11 Ocak 2020 tarihinde kayıtlara geçmiştir. Virüs kaynaklı vaka ve ölümlerin görüldüğü ülkelerin sayısının artması sonucunda salgın, Dünya Sağlık Örgütü tarafından, 11 Mart 2020 tarihinde küresel bir pandemi olarak ilan edilmiştir. Dünya Sağlık Örgütü, salgının kontrolü için ülkelerin hızla harekete geçmesini ve gerekli tüm tedbirleri hızlı bir şekilde alması gerektiğini bildirmiştir (Özkan, 2020: 387). Aşağıdaki tabloda COVID 19 salgınından en çok etkilenen ülkelerin vaka ve ölüm sayıları gösterilmektedir:

Tablo 2: Toplam COVID 19 Vaka ve Ölüm Sayıları

Ülkeler	Toplam Vaka Sayıları	Toplam Ölüm Sayıları
ABD	103.081.453	1.121.819
Çin	99.244.445	120.923
Hindistan	44.905.827	531.369
Fransa	38.890.876	162.603
Almanya	38.396.459	172.635
Brezilya	37.407.232	701.215
Japonya	33.647.899	74.376

Kore Cumhuriyeti	31.083.586	34.427
İtalya	25.765.219	189.582
Birleşik Krallık	24.569.895	223.396
Rusya Federasyonu	22.820.815	398.142
Türkiye	17.004.677	101.419

Kaynak: (World Health Organization, 2023)

Yukarıdaki tablo, Dünya Sağlık Örgütü tarafından yayınlanan güncel verilerden oluşmaktadır. COVID 19 virüsü vakalarının en çok görüldüğü ülkeler; Amerika Birleşik Devletleri, Çin ve Hindistan olarak sıralanmaktadır. Nisan 2023 tarihi itibarıyla COVID 19 salgınından etkilenen toplam vaka sayısı 764.474.387 kişi ve COVID 19 salgınının neden olduğu toplam ölüm vakası ise 6.915.286 kişi olarak açıklanmıştır (Organization, 2023). Salgının bulaşıcılığını minimize etmek için kişisel olarak yapılabilecek çeşitli korunma yöntemleri belirtilmiştir. Bu yöntemlere, zorunlu maske kullanımı, virüs enfekte olmuş kişilerin izolasyonu ve mesafeli takibi, el hijyeni, çevre temizliği gibi örnekler verilebilmektedir (Batirel, 2020: 2). Salgın, ilk ortaya çıktığında ülke yönetimlerinin bilgisizliğinden dolayı çok ciddiye alınmamıştır. Ancak salgının, ABD ve diğer ülkelerde görülmeye başlamasından ve virüs kaynaklı ölüm sayısında artış yaşanmasından sonra ciddiye alınmaya başlandığı görülmektedir. Sonrasında ise ülkeler hızlı bir şekilde önlemler almaya başlamıştır. COVID 19 virüsü, vatandaşların sağlıkları için endişelenmesine neden olmuştur. Ülkelerin aldığı önlemler, kısıtlayıcı, yasaklayıcı ve birtakım zorunlu tedbirler olarak sıralanabilmektedir. Alınan önlemler; sınırların kapatılması, Çin hükümetinin virüsün yayılımını önlemek için aldığı ev hapis kararları, sokağa çıkma yasakları, uçuş yasakları, bulaşıcılık gösteren hastalar için zorunlu karantina süreçleri, seyahat edenlerin 14 günlük zorunlu karantinada tutulması, kamu alanlarının kapatılması, tatil rezervasyonlarının ve büyük toplantıların iptal edilmesi, futbol liglerinin ve olimpiyatların daha ileri tarihlere ertelenmesi, sinema salonlarının, kafelerin, restoranların, müzelerin ve okulların kapatılması şeklinde sıralanmaktadır (Hacıevliyagil, Gümüş, 2020: 356). Alınan tedbir ve kısıtlama kararları, ülkelerde hem sosyolojik hem de ekonomik derin etkilere neden olmuştur. Her sektörde ortaya çıkan bu etkiler, özellikle turizm, ulaşım-lojistik, havayolları, eğlence, perakende, deri-giyim, sağlık, teknoloji-bilişim, sanayi ve pazarlama sektöründe önemli sonuçların görülmesine neden olmuştur (Ünal, 2020: 27). Bu etkilerden bazıları olumlu yönde gerçekleşirken, bazıları ise olumsuz yönde gerçekleşmiştir. Bu salgın sonucunda sağlık sektörünün önemi ortaya çıkmıştır. Ancak diğer sektörler için aynı şeyi söylemek mümkün görünmemektedir. Sanayi sektöründe yapılan imalat üretimleri için gerekli parçalar, Çin'den getirilmektedir. Bu sebeple, COVID 19 salgınının başlaması sonucunda sektörün parça üretimlerinde düşüş meydana gelmiştir. Kısıtlama

kararları süresince küresel piyasalarda parça tedariklerinde aksamalar meydana gelmiştir. Bu aksamalar sonucunda bazı şirketler, üretimlerine devam edemediğinden dolayı iflasa sürüklenmiştir. İlk vakaların Çin’de görülmeye başlaması ile birlikte salgının, küresel çapta yayılmaya devam etmesi sonucunda ülkeler, salgının yayılımını engellemek adına Çin’deki faaliyetlerini durdurma ve mağazalarını kapatma kararları almıştır. Bu mağazalara KFC, Starbucks, Adidas, Apple vb. mağazalar örnek olarak gösterilmektedir (Şahin, 2022: 68). Aynı zamanda salgın süresince oluşan belirsizlik sonucu piyasaların risk düzeyi artmıştır. Artan risk düzeyi, borsalarda ciddi düşüşlere neden olmuştur (Esposito, 2020). 2020 yılında en çok hisse senedi piyasalarında düşüş yaşayan ülkelere; Japonya, Amerika ve Almanya örnek olarak gösterilmektedir (Cinel, 2020: 132). Borsalarda yaşanan bu kayıpların yanında, sokağa çıkma yasakları, seyahat yasakları, uçuşların iptal edilmesi ve sınırların kapatılması kararlarının alınması sonucunda ülkemizin de en önemli gelir kaynaklarından biri olan turizm sektörü derin kayıplar yaşamıştır. Anlaşılabileceği üzere COVID 19 salgını, sağlık krizi olmasının yanında aynı zamanda büyük etkilere sahip bir ekonomik kriz olarak da ifade edilmektedir. Vaka ve ölüm sayılarının artması sebebiyle alınan tedbir ve kısıtlama kararları sonucunda işletmeler, ciddi gelir kayıpları yaşamış ve dünya ekonomisinde çöküşler meydana gelmiştir (Feyisa, 2020: 63). Özellikle alınan kısıtlama kararları, işletmelerin çoğunda ekonomik kayıplara neden olmuştur. COVID 19 salgını, bugüne kadar yaşanan ekonomik ve sağlık krizlerinden çok daha ciddi zararlara neden olan bir kriz olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünya genelinde salgının yayılımını engelleyebilmek için ülkeler sınırlarını kapama kararı almıştır. Alınan karar doğrultusunda COVID 19 salgını, küresel ekonomide ani bir duraksamaya yol açmıştır (Boissay, Rungcharoenkitkul, 2020: 3). Arz ve talep şoklarının ortaya çıkması ile birlikte üretimde ciddi düşüşler yaşanmış ve uluslararası ticarete duraksamalar meydana gelmiştir. Duraksamaların meydana gelmesi ile birlikte küresel kişi başına gayri safi yurtiçi hasılda azalış göstermiştir (Taşkın, Akıncı, 2021: 763). Salgın süresince dünyanın her yerinde işletmelerde meydana gelen ekonomik kayıplar sonucunda işletmeler, iflas eşiğine gelmiş ya da çalışanlarını işten çıkarma, uzaktan çalışma gibi seçenekler ile maliyetlerini azaltma yoluna giderek faaliyetlerini sürdürmeye çalışmışlardır. İşverenler maliyetlerini azaltma yoluna giderken, hane halkları da tüketimlerini azaltarak tasarruf politikasına geçmişlerdir. Bu süreçte dayanıklı tüketim mallarına olan talep sayısında azalış meydana gelmiştir (Ersoy, Gürbüz, Erdoğan, 2019: 148). İşverenlerin ve hane halklarının bu politikaları, geleceğe yönelik belirsizlik ve gelirlerini kaybetme korkusundan kaynaklanmıştır. Ülkeler, kısıtlama kararlarının yanında yaşanan ekonomik kayıpları minimize etmek için destek paketlerini yürürlüğe koymuştur. Destek paketlerinin içeriği şu şekilde özetlenmektedir (Çetin, Göktepe, 2020: 94):

- Vergi, resim, harç, aidat ve kira ödemelerinde indirim uygulanması ve ödeme vadelerinin ertelenmesi,
- Maliyeti düşük kredi (düşük faizli) ve kamu teminatlarının sağlanması,
- Kısa çalışma ödeneği ve asgari ücret desteği gibi işgücünün korunmasına yönelik tedbir kararlarının alınması,
- KDV, Muhtasar vergisi ve SGK primleri ödemelerinin altı ay ileri bir tarihe ertelenmesi,
- Sağlık personeline ek ödeneklerin sağlanması,
- Borsalarda yaşanan düşüşlerin, sert kayıplara yol açmaması adına FED ve TCMB'nin faiz oranlarını düşürerek likidite sağlama politikalarını işleme koyması,
- Düşük gelirli hane halkına gıda yardımlarının yapılması (Şahin, 2022: 70),
- Likidite ve fonlama önlemlerinin alınması,
- Yabancı merkez bankalarıyla swap hatlarının genişletilmesi,
- Hazinesin, para piyasasına yaptığı desteklerin artırılması,
- Kredi garanti fonu limitlerinin artırılması (Şenol, 2020: 85).

Aynı zamanda COVID 19 salgını, bireylerin tatil tercihlerini de etkilemiş ve bireyler üzerinde psikolojik etkilere neden olmuştur. Bireylerin bir kısmı, COVID 19 virüsünden kendilerini korumak adına evlere kapanmış ve tatil planlarını ileri bir tarihe ertelemiştir. Tatil planını ertelemeyen bireyler ise planlarında değişikliğe gitmiş ve toplu ortamlardan uzak, daha bireysel bölgeleri tercih etmişlerdir. COVID 19 salgını, turistlerin bakış açılarında da değişikliğe neden olmuştur. Salgın süresince turistler, tatil sürelerini kısaltmış ve tatil yerlerinin daha temiz ve güvenilir olmasına özen göstermişlerdir. Bu tercihler sonucunda, salgının ortaya çıktığı 2020 yılında bireylerin, daha çok doğa turizmini tercih ettikleri görülmektedir (Wachyuni, Kusumaningrum, 2020: 74). Genel olarak bakıldığında ise bireyler arasında salgın süresince bireyselliğin söz konusu olduğu görülmektedir. Bireylerin, yemek ve ulaşım tercihleri de değişikliğe uğramıştır. Ulaşım tercihlerine bakıldığında bireylerin salgın süresince, mecburi olmadıkça toplu taşıma araçlarını tercih etmedikleri görülmektedir. Toplu taşıma kuralları da salgının pik yaptığı zamanda değişikliğe uğramış ve yolcuların koltuklarda tek kişi oturmaları, yan yana oturmamaları belirtilmiştir. Toplu taşımayı tercih etmek istemeyenler ise alternatif yollar aramıştır. Toplu taşımayı tercih etmek yerine bireylerin, bisiklet, martı ve daha çok şahsi araçlarını tercih ederek seyahat ettikleri görülmüştür (Yaşar, 2020: 7). Salgın nedeniyle alınan kısıtlama kararları, ulaşımı da etkilemiştir. Ulaşımındaki araç kullanımı azalmıştır. Bu kullanımdaki

azalış, petrole olan talebin düşmesine neden olmuştur. Petrol talebinde yaşanan düşüşler ise petrol fiyatlarında aşağı yönlü hareketlenmelerin yaşanmasına neden olmuştur (Şenol, 2020: 85).

Türkiye’de ilk COVID 19 vakası, 11 Mart 2020 tarihinde görülmüştür (Yağcılar, 2021: 449). COVID 19 salgını, ülkemizde görülmeye başladığı ilk andan itibaren önemli etkilere neden olmuştur. Salgının yoğun olarak görüldüğü 2020 yılında, alınan yasak ve kısıtlama kararları sonucunda, ülkemize gelen turist sayısında ciddi azalma meydana gelmiştir. Bu dönemde bireylerin, yurtdışı seyahatleri yerine daha çok yurtiçi seyahatleri tercih ettikleri görülmektedir. Ancak 2020 yılında yurtiçi seyahatler devam etse bile turizm gelirleri, 2019 yılına göre % 65 oranında azalırken, ziyaretçi sayıları % 69,1 oranında düşüş göstermiştir. Aynı zamanda turizm gelirlerinin, GSYH içerisindeki payı da önemli ölçüde düşmüştür (Akkaşoğlu, Akyol, 2022: 127). COVID 19 virüsünün etkisinin azalması sonucunda rahatlamalar yaşanmış ve kısıtlama kararları kaldırılmıştır. Ayrıca bunlarla birlikte turizm sektörünü destekleyici planlar hazırlanmış ve sektörün eski haline döndürülmesi için adımlar atılmıştır. Atılan adımlar sonucunda sektörün, yavaş yavaş normal akışına döndüğü görülmüştür. Dünya genelinde COVID 19 salgınının, 2020 yılının ikinci yarısından itibaren azalmaya başladığı ve kısıtlama kararlarının bir kısmının kaldırılması ile birlikte turizm sektörü başta olmak üzere sektörlerde hareketlenmelerin yaşandığı görülmüştür. Örnek olarak; 2020 yılının haziran ayı itibari ile Türkiye de uçuşların açılmaya başlaması sonucunda turizm sektörünün canlanmaya başladığı görülmüştür. Özellikle Rusya’dan gelen turistlerin, turizm sektörünün toparlanmaya başlaması üzerinde önemli etkisinin olduğu belirtilmektedir (Kutay, Tektüfekçi, 2021: 93).

2.BÖLÜM

ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. Şirket Değerleme Yöntemleri

Şirket değerlerinin, değerlemeyi yapan kişiye göre farklılık göstermesinden dolayı hesaplanmasında çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde, çeşitli yaklaşımlar sonucunda ortaya çıkan şirket değerleme yöntemleri açıklanmaktadır. Şirket değerleme yöntemleri, dört grup altında incelenmektedir. Bu yöntemler şu şekilde sıralanmaktadır:

1. Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri
2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri
3. Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri
4. Alternatif Değerleme Yöntemleri

2.1.1.Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri

Aktif bazlı değerleme yöntemlerinde statik bir bakış açısı hakimdir. Bu yöntemler kullanılarak, şirket değerinin hesaplanmasında şirketin bilançolarından yararlanılmaktadır. Aktif bazlı değerleme yöntemlerinin temelinde iki düşünce yer almaktadır. Bu düşünceler, şu şekilde gösterilmektedir (Mammadov, 2019: 52):

- “Şirketin değeri, şirketin edindiği varlıklar ve borçlardır.”
- “Şirketin hisse değeri, varlıkların net defter değeridir.”

Aktif bazlı değerleme yöntemleri kullanılarak yapılan şirket değerlemelerinde, şirketin maddi duran varlıkları, maddi olmayan duran varlıkları (şerefiye göz ardı edilmekte) ve şirketin kullanılmayan (atıl) varlıkları dikkate alınmaktadır (Ede, 2016: 22). Bu yöntemin temel varsayımında, şirket değerlemesinin yapılabilmesi için “şirket varlıklarının değer tespitinin yapılması zorunludur” ibaresi yer almaktadır (Gündoğmuş, Öztanır, 2021: 316). Aktif bazlı değerleme yöntemlerinin uygulanması oldukça kolaydır. Bu sebeple yöntemlerin, çeşitli kullanım alanları bulunmaktadır. Aktif bazlı değerleme yöntemlerinin genel olarak kullanıldığı alanlar şu şekilde sıralanmaktadır (Gorbon, 2012: 9):

- Gayrimenkul şirketlerinin, değer tespiti çalışmalarında,
- Yatırım ve Holding şirketlerinin, değer tespiti çalışmalarında,

- Gayri-faal şirketlerin,¹ değer tespiti çalışmalarında,
- Tasfiye halindeki şirketlerin, değer tespiti çalışmalarında kullanılmaktadır.

Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri, dört başlık altında incelenmektedir. Bu başlıklar, aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

Şekil 2: Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri



2.1.1.1. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri, şirketin muhasebe defterindeki değeri olarak tanımlanmaktadır. Defter değeri yönteminin çeşitli isimleri bulunmaktadır. Yöntemin isimleri, şu şekilde sıralanmaktadır:

- Muhasebe Değeri Yöntemi,
- Bilanço Değeri Yöntemi,
- Öz Sermaye Değeri Yöntemi,
- Kayıtlı Değer Yöntemi,

Defter değeri yönteminde şirketin değeri, şirketin varlıklarından toplam yabancı kaynaklarının çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Yapılan hesaplamada, şirketin bilanço tablolarındaki veriler kullanılmaktadır. Defter değeri yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Sucu, 2017: 64):

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Toplam Yabancı Kaynaklar}$$

¹ **Gayri-Faal Şirketler:** Uzun yıllardır faaliyet göstermeyen şirket türüdür.

Şirketin öz sermaye değerlerinin, defter değeri hesaplandıktan sonra hisse senetlerinin de defter değeri hesaplanmaktadır. Şirketin, hisse senetlerinin defter değerinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir (Mammadov, 2019: 53):

$$\text{Hisse Senetlerinin Defter Değeri} = \frac{\text{Toplam Öz Sermaye}}{\text{Toplam Dolaşımdaki Hisse Senedi}}$$

Şirketlerin, defter değeri ve piyasa değeri arasında doğru orantılı bir ilişkili bulunmaktadır. Çünkü şirketlerin defter değeri, piyasa değerinden yüksek olabilmektedir. Bu durum ise şirketlerin dağıtılmamış kar tutarlarının, etkin kullanılmadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Şirketlerin defter değerinde meydana gelen bir düşüş, piyasa değerinin de düşmesine neden olmaktadır. Defter değerinde meydana gelen düşüş nedeniyle güven kaybı ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan güven kaybı, şirketlerin piyasa değerlerini negatif yönde etkilemektedir. Defter değeri ve piyasa değeri kavramları, birbirlerinden etkilense bile, çeşitli nedenlerden dolayı (enflasyon vb.) farklı anlamları ifade etmektedir (Mammadov, 2019: 41).

2.1.1.2. Tasfiye Değeri Yöntemi

Likidasyon değeri olarak da ifade edilen tasfiye değeri yöntemi, borç ve ödeme üzerinden hesaplanan bir yöntem olarak açıklanmaktadır. Tasfiye değeri yöntemi kullanılarak hesaplanan şirket değeri, şirketin ödemesi gereken mecburi borçlarının, sahip olduğu varlıklarından çıkarılması sonucunda bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile tasfiye değeri, şirketin varlıklarının mecburi satışı sonucunda elde edilen tutardan, şirketin ödemesi gereken tüm borçlarının düşülmesi ile elde edilen değerdir. Bu yöntem, sadece faaliyetlerini sonlandırmış şirketler için anlamlı sonuç vermektedir. Tasfiye değeri yöntemi, faaliyetlerine devam eden şirketler için uygun olmamakta ve anlamlı sonuçlar vermemektedir. Tasfiye değeri yöntemi kullanılarak elde edilen şirket değeri, diğer şirket değerlendirme yöntemleri kullanılarak elde edilen şirket değerinden daha düşük çıkmaktadır. Elde edilen değer, piyasa değeri açısından alt bir sınır olarak kabul edilmektedir (Kibar, 1998: 84). Tasfiye değeri yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Toplam Varlıkların Satışından Elde Edilen Tutar} - \text{Toplam Borçlar}$$

Tasfiye değeri yöntemi ile net aktif değeri yöntemi arasında benzerlik ilişkisi olduğu varsayılmaktadır. Ancak bu iki kavram birbirinden oldukça farklıdır. Tasfiye değeri yönteminde şirketin tamamen faaliyetlerine son verdiği düşünülerek varlıklar elden çıkarılırken, net aktif değeri yönteminde şirketin tekrardan faaliyetlerine başlayacağı düşüncesi ile varlıklar elden çıkarılmaktadır. Diğer bir farklılık ise net aktif değeri, şirketin varlıklarının şirket içindeki değerlerine dayanmaktayken; tasfiye değeri, şirketin varlıklarının piyasada nakde çevrilme değerlerine dayanmaktadır (Gümüş, 2018: 57).

2.1.1.3. Artık Kar Yöntemi

Artık kar yöntemi ilk kez, 1896 yılında Alfred Marshall tarafından ortaya atılmıştır. Marshall'dan sonra Edwards ve Bell tarafından da ortaya atılan yöntem, Ohlson ve Feltman tarafından geliştirilmiştir (Küçükaraba, 2012: 147). Artık kar yönteminin, çeşitli isimleri bulunmaktadır. Bu isimler şu şekilde sıralanmaktadır:

- Normal Dışı Kar,
- Artık Gelir,
- EBO (Edward – Bell – Ohlson)

Diğer değerlendirme yöntemleri, yatırımlardan elde edilen karın, sermaye maliyeti ile karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Ancak artık kar yöntemi, şirketin yatırımlarından elde ettiği kardan, sermaye maliyetinin çıkarılması ile hesaplanan net kar tutarının, ne kadarının şirkete kaldığını göstermektedir. Artık kar yönteminde şirket değeri, şirket aktiflerinden sağlanan mevcut değerlerin, aktiflerinden sağlanan normal dışı kar tutarlarının indirgenmiş değerleri ile toplanması sonucunda hesaplanmaktadır. Artık kar yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Ağca, 2009: 56):

$$\text{Artık Kar} = \text{Elde Edilen Kar} - \text{Beklenen Kar}$$

Artık kar yöntemi, muhasebeye dayalı değerlendirme yönteminin ve indirgenmiş nakit akım yönteminin karışımı olarak da ifade edilmektedir. Yöntemin, bu düşünceye dayandırılması sonucunda yeni bir hesaplama yöntemi bulunmuştur. Artık kar yönteminin hesaplanmasında kullanılan diğer bir yöntem ise şu şekilde gösterilmektedir (Küçükaraba, 2012: 147):

$$\text{Artık Kar} = \text{Net Kar} - (\text{Öz Sermaye Maliyeti} * \text{Başlangıç Dön. Öz Sermaye Değerleri})$$

$$\begin{array}{lcl} \text{Öz} & & \\ \text{Sermayenin} & = & \text{Öz Sermayenin} \\ \text{Piyasa Değeri} & & \text{Defter Değeri} + \text{Gelecek Dönemlerde Elde Edilmesi Beklenen} \\ & & \text{Artık Karların Bugünkü Değeri} \end{array}$$

Hesaplamalar sonucunda elde edilen pozitif artık değer, şirketin değerinin yükseldiğini, negatif artık değer ise şirketin değerinin azaldığını ifade etmektedir.

2.1.1.4. Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer yöntemi, uyarlanmış defter değeri yöntemi olarak da ifade edilmektedir. Net aktif değer yönteminde, şirketin faaliyetlerine yeniden başlayacağı varsayılmaktadır. Bu yöntemde şirket değeri, şirketin sahip olduğu tüm varlıklarının satılması sonucunda elde edilen değerden, toplam yükümlülüklerinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Ancak bu hesaplama yapılırken, şirketin piyasa değeri baz alınmaktadır. Net aktif değer yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Yalçın, 2022: 72):

$$\begin{array}{lcl} \text{Net Aktif Değer} & = & \text{Şirketin Varlıklarının} \\ \text{Yöntemi} & & \text{Piyasa Değeri} - \text{Şirketin} \\ & & \text{Yükümlülüklerinin} \\ & & \text{Piyasa Değeri} \end{array}$$

Diğer bir ifade ile net aktif değer yöntemi, şirketin cari piyasa koşullarına bağlı olduğu durumlarda, şirketin varlıklarının satışının gerçekleşmesi ile sağlanacak nakit miktarı olarak da ifade edilmektedir. Objektif bir yöntem olarak ifade edilen net aktif değer yönteminin, objektif ölçütlerin bulunmadığı durumlarda sübjektif hale dönüşme olasılığı bulunmaktadır. Ayrıca net aktif değer yönteminin hesaplanmasında kullanılan veriler, ekspertiz raporlarından elde edilmektedir. Şirketler, net aktif değer yöntemini çeşitli alanlarda kullanmaktadır. Yöntemin kullanıldığı alanlar şu şekilde sıralanmaktadır (Mammadov, 2019: 57):

- Şirketin finansal yapısında meydana gelen bozulmalar, şirketi zarar ettirdiğinde,
- Şirketin, faaliyete başlaması kısa süre önce gerçekleştiğinde,
- Şirketin varlıklarının, borçlarını karşılamaya da yetersiz kaldığında,
- Şirketin maddi olmayan varlıklarının bulunmadığı durumlarda, net aktif değer yöntemi tercih edilmektedir.

Net aktif değer yönteminin, karlı şirketlerin değer tespiti için kullanılmaması önerilmektedir. Çünkü: yöntem, şirketlerin işleyen teşebbüs değerlerini hesaplamaya dahil etmemektedir. Bu sebeple şirketler, olduklarından daha düşük değer ile değerlendirilmektedir (Öztürk, 2017: 83).

2.1.1.5.Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Yöntemlerin, kullanımı ve hesaplamaya dahil ettikleri kısımlar ile ilgili çeşitli güçlü ve zayıf yönler bulunmaktadır. Aktif bazlı değerlendirme yöntemlerinin, güçlü ve zayıf yönleri şu şekilde özetlenmektedir (Demir, 2013: 40):

Yöntemin güçlü yönleri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Uygulanması kolay ve kısa süreli bir yöntemdir.
- Kullanılmayan (atıl) varlıkları da hesaplamaya dahil etmektedir.

Yöntemin zayıf yönleri ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Paranın zaman değerini dikkate almamaktadır.
- Sektörün şu anki durumunu dikkate almamaktadır.
- Şerefiye değerlerini dikkate almamaktadır.
- Değerleme yapılırken, şirketlerin organizasyon yapılarını dikkate almamaktadır.
- Büyüme potansiyeli olan şirketler için her zaman doğru sonuçlar vermemektedir.

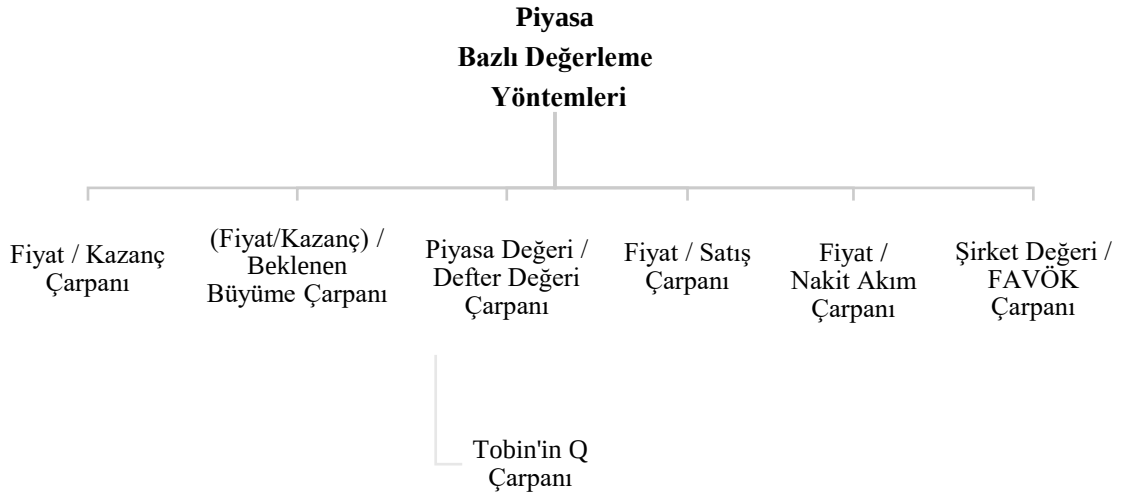
2.1.2.Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri

Piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri, uygulamada kolay olması nedeniyle en çok tercih edilen değerlendirme yöntemlerinden biridir. Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinin çeşitli isimleri bulunmaktadır. Bu isimler şu şekilde sıralanmaktadır:

- Göreceli Değerleme Yöntemleri,
- Emsal Karşılaştırma Yöntemleri,
- Piyasa Odaklı Değerleme Yöntemleri,

Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinde şirket değeri, karşılaştırmalı analiz yöntemi kullanılarak hesaplanmaktadır. Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinde şirketin değeri, aynı sektörde veya alternatif sektörler içerisinde bulunan, benzer birçok şirket ile karşılaştırılarak hesaplanmaktadır. Yapılan karşılaştırmalar sonucunda elde edilen değer şirketin, piyasa değerinden düşük veya yüksek değerlendirilip değerlendirilmediğini ortaya koymaktadır (Kulalı, Bilir, 2013: 197). Temelinde arbitraj ilkesi benimsenen piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri, benzer şirketlere nasıl değer verildiğine göre değer verilmesi gerektiğine dayanmaktadır (Yalçın, 2022: 181). Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinde, çeşitli çarpanlar kullanılmaktadır. Bu çarpanlar, aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

Şekil 3: Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri

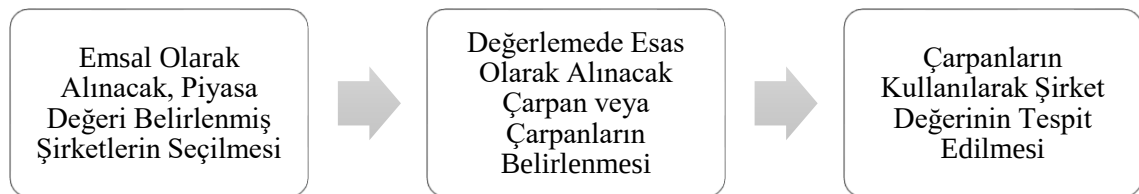


Piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri, çeşitli alanlarda kullanılmaktadır. Yöntemin kullanıldığı alanlar şu şekilde sıralanmaktadır (Gözen, 2019: 206):

- Gayrimenkullerin değerlendirilmesinde,
- Makine ve teçhizatların değerlendirilmesinde,
- Bilgisayar donanımlarının değerlendirilmesinde,
- Taşıtların değerlendirilmesinde,
- Borsada satış işlemlerinde,
- Girişim sermayesi yatırımlarında, kullanılmaktadır.

Piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri kullanılarak şirket değerinin hesaplanmasında bir süreç izlenilmektedir. İzlenilen süreç ise aşağıdaki şekilde özetlenmektedir:

Şekil 4: Piyasa Bazlı Yöntemlerinin Değerleme süreci



2.1.2.1. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemlerinde Kullanılan Çarpanlar

Karşılaştırma yapılarak varlıkların fiyatlandırılmasına dayanan piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinde, çeşitli çarpanlar bulunmaktadır. Bu çarpanlar; Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanı,

(Fiyat/Kazanç)/ Beklenen Büyüme çarpanı, Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanı, Fiyat/Satış (F/S) çarpanı, Fiyat / Nakit Akım (F/NA) çarpanı ve Şirket Değeri / FAVÖK çarpanı şeklinde sıralanmaktadır.

2.1.2.1.1.Fiyat / Kazanç Çarpanı

Şirket değerlemelerinde en çok tercih edilen çarpanlardan biridir. Fiyat / kazanç çarpanı, şirketin net karını, şirketin hisse senetlerinin toplam değerine bağlayan oran olarak açıklanmaktadır. Diğer bir ifade ile çarpan, şirketin piyasa değerinin karına oranlanması ile hesaplanmaktadır. Fiyat / kazanç çarpanı, şirketin piyasa değerinin, elde ettiği kardan ne kadar fazla olduğunu göstermektedir (Yalçın, 2022: 184). Çarpan, yatırımcılara satın aldıkları veya alacakları varlıklardan ne kadar kazanç elde edeceği hakkında bilgi vermektedir. Fiyat / kazanç çarpanının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Sucu, 2017: 73):

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Kazanç}} = \frac{F}{K} = \frac{\text{Hisse Senedi Başına Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

Veya;

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Kazanç}} = \frac{F}{K} = \frac{\text{Hisse Senetlerin Toplam Değeri}}{\text{Toplam Net Kar}}$$

Fiyat / kazanç çarpanı kullanılarak yatırımcılara istedikleri bilgileri verebilmek için varlığın, gerçek değerinin hesaplanması gerekir. Hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir (Ede, 2016: 32):

$$\text{Hisse Senedinin Gerçek Değeri} = (\text{Fiyat / Kazanç Çarpanı}) * \text{Hisse Başına Net Kar}$$

Hesaplamalar sonucunda elde edilen fiyat / kazanç (F/K) çarpanı, şirketin hisse senedi başına düşen net karına karşı yatırımcı tarafından ödenmeye razı olunan değeri göstermektedir (Gözen, 2019: 207). Hesaplamalardan elde edilen sonuçlara bakarak yatırımcı, varlığın karlılığı hakkında bilgi edinmektedir. Tüm bilgiler ışığında yatırımcı, büyüme oranlarını da dikkate alarak, varlığa yatırım yapıp yapmama kararını vermektedir.

2.1.2.1.2.Fiyat / Kazanç / Beklenen Büyüme Çarpanı

Yatırımcılar ve şirket yöneticileri, fiyat / kazanç çarpanını kullanarak elde ettikleri şirket değerinin, aşırı düşük veya yüksek değerlendirildiğini düşündüğü durumlarda, bu çarpanı kullanmayı

tercih etmektedir. Elde edilen fiyat / kazanç çarpanı, büyüme oranları ile karşılaştırılmaktadır. Çarpan, genel olarak yüksek oranda büyüme gösteren şirketler tarafından, şirket değerinin belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. (Fiyat / kazanç) / beklenen büyüme çarpanının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Ekici, 2019: 53):

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{\text{Fiyat / Kazanç Çarpanı}}{\text{Beklenen Büyüme}}$$

Hesaplama sonucunda elde edilen değer, sektör ortalaması altında kalması durumu şirket değerinin, eksik belirlendiğini; ortalama üstünde kalması durumu ise şirket değerinin, yüksek belirlendiğini göstermektedir.

2.1.2.1.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı

Piyasa değeri / defter değeri çarpanı, bir hisse senedinin piyasa değerinin, hisse senedi başına öz sermaye (defter) değerine oranı şeklinde açıklanmaktadır. Piyasa değeri / defter değeri çarpanı, negatif getiriye sahip olan şirketlerin değer tespitlerinde kullanılmaktadır (Yalçın, 2022: 185). Ayrıca finans sektöründeki şirketler de değer tespitleri için sıklıkla bu yönteme başvurmaktadır (Gorbon, 2012: 20). Piyasa değeri / defter değeri ve fiyat / kazanç çarpanları, şirket değerlendirme yöntemleri arasında en çok tercih edilen yöntemlerdendir.

Piyasa değeri / defter değeri çarpanı, daha çok enflasyonist dönemlerde tercih edilmektedir. Çünkü şirketler, enflasyonun yaşandığı dönemlerde gerçek kar değerlerini paylaşmada çekinebilmekte ve saklayabilmektedir. Dikkat edilmesi gereken bir diğer konu ise çarpan, şirketlerin varlıklarını en etkin biçimde kullandığını varsaymaktadır. Piyasa değeri / defter değeri çarpanının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Alkan, Demireli, 2007: 33):

$$\frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}} = \frac{\text{PD}}{\text{DD}} = \frac{\text{T Dönemindeki Hisse Başına Piyasa Fiyatı}}{\text{T Dönemindeki Hisse Başına Düşen Defter (Öz Sermaye) Değeri}}$$

Piyasa değeri / defter değeri çarpanı elde edildikten sonra şirket değerinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{\text{Seçilmiş Sektör veya Piyasadaki Ortalama Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı}}{\text{Şirketin Defter (Öz Sermaye) Değeri}} *$$

Hesaplamalar sonucu elde edilen değerin, 1'in üzerinde olması istenmektedir. Çünkü; değerin 1'in üzerine çıkması durumu, çarpanın varsayımına sadık kalındığını gösterir. Bu durum ise şirketin, entelektüel sermayesini en verimli biçimde kullandığını göstermektedir. Ancak elde edilen değerin, 1'in altında kalması durumu ise şirketin, gerekli verimliliği sağlayamadığını ve değer kaybettiğini göstermektedir (Ekici, 2019: 43). Karşılaştırmada ve uygulamada kolaylık sağlaması yönünden çarpan, en çok tercih edilen şirket değerlendirme yöntemlerinden biri haline getirmiştir. Ancak karşılaştırılan şirketlerin değerlerinin birbirine yakın olmasına rağmen, muhasebe ve kar payı politikalarındaki farklılıklardan dolayı çarpan, şirketlerin farklı değerlendirilmesine neden olmaktadır (Sucu, 2017: 74). Tüm bu varsayımlar dikkate alınarak, değer analizinin yapılması gerekmektedir.

2.1.2.1.2.1. Tobin'in Q Çarpanı

James Tobin tarafından geliştirilen çarpan, yeniden yerine koyma çarpanı olarak da ifade edilmektedir. Tobin'in q çarpanı, "Bir şirketin borç ve öz kaynaklarının piyasa değerinin, mevcut varlıklarını yeniden yerine koyma maliyetine oranı" şeklinde açıklanmaktadır (Öztürk, 2009: 120). Çarpan, piyasa değeri / defter değeri çarpanı kullanılarak elde edilen değerin, uygun bir değer olduğunu düşünmeyen yatırımcılar ve şirket yöneticileri tarafından kullanılmaktadır. Tobin'in q çarpanı, piyasa değeri / defter değeri çarpanına benzerlik göstermektedir. Tobin'in q çarpanında, şirketlerin varlıklarını yeniden yerine koyma maliyetleri dikkate alınmaktadır. Tobin'in q çarpanının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Elma, 2017: 30):

$$\text{Tobin'in Q Çarpanı} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Yeniden Kurma Maliyeti}}$$

Hesaplamalar sonucunda elde edilen şirket değerinde büyüme meydana geliyorsa, bu durum şirketin sermayesinin marjinal etkinliğinin yüksek, finansal maliyetinin düşük ve varlıklarını yenileme maliyetinin az olduğunu ifade etmektedir (Salla, 2019: 64). Elde edilen q değerinin, 1'den büyük olması, şirketin yatırım yapma eğiliminin arttığını gösterirken, 1'den küçük olması, şirketin yatırım kararlarının askıya alındığını göstermektedir (Öztürk, 2009: 120).

2.1.2.1.3.Fiyat / Satış Çarpanı

Fiyat / satış çarpanında, değerlendirme yapılırken şirketin yarattığı gelir baz alınmaktadır. Fiyat / satış çarpanında, fiyat / kazanç ve piyasa değeri / defter değeri çarpanlarında var olan dezavantaj ortadan kalkmaktadır. Diğer bir ifade ile fiyat / satış çarpanında, aynı sektörde bulunan şirketlerin değerleri, şirketlerin farklı muhasebe politikalarına sahip olmasından etkilenmemektedir (Kulalı, Bilir, 2013: 200). Genel olarak yatırım ve borsa da işlem gören şirketler tarafından tercih edilmektedir. Çarpan, son bir yılda gerçekleşen nihai fiyatın, satışlara oranı şeklinde ifade edilmektedir (Yalçın, 2022: 187). Fiyat / satış çarpanının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Öztürk, 2009: 118):

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Satış}} = \frac{F}{S} = \frac{\text{Öz Sermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Yıllık Net Satış}}$$

Veya;

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Satış}} = \frac{F}{S} = \frac{\text{Cari Hisse Başına Fiyat}}{\text{Hisse Başına Yıllık Net Satış}}$$

2.1.2.1.4.Fiyat / Nakit Akım Çarpanı

Fiyat / kazanç çarpanı ile benzerlik gösteren fiyat / nakit akım çarpanında, kazanç yerine nakit akım ön plana çıkmakta ve şirketin değeri, şirketin nakit akımlarına dayanmaktadır (Gözen, 2019: 208). Fiyat / nakit akım çarpanı, uygulamada basit ve anlaşılabilir. Sahip olduğu bu özelliklerden dolayı yöntem, oldukça yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Çarpanın hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Alkan, Demireli, 2007: 34):

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Nakit Akım}} = \frac{F}{NA} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Düşen Nakit Akım}}$$
$$\text{Hisse Başına Düşen Nakit Akım} = \text{Net Kar} + \text{Amortisman}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{\text{Fiyat / Nakit Akım}}{\text{Akım Çarpanı}} * \text{Şirketin Nakit Akımı}$$

2.1.2.1.5.Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanı

Bir şirketin faiz amortisman ve vergi öncesi kar (FAVÖK) değeri, şirketin net karına finansman gelirinin eklenip, finansman giderinin, amortisman giderinin ve verginin çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Şirket değeri / FAVÖK çarpanı kullanılarak elde edilen değer, şirketin cari dönem içerisindeki borç ve alacaklarının satın alınmasından doğmakta ve şirketin nakit akımlarına dayanmaktadır. Şirket değeri / FAVÖK çarpanının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Toraman, Körpi, 2015: 44):

$$\frac{\text{Şirket Değeri}}{\text{FAVÖK}} = \frac{\text{ÖPD} + \text{MBPD}}{\text{FAVÖK}}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

$$\text{ÖPD} = \text{Öz Sermayenin Piyasa Değeri}$$

$$\text{MBPD} = \text{Mali Borçlar} - \text{Hazır Değer}$$

$$\text{FAVÖK} = \text{Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar}$$

Hesaplama sonucunda elde edilen değer, sektör ortalamasının altında kalabilmektedir. Değerin sektör ortalaması altında kalması durumu, şirketin diğer şirketlere göre daha fazla faiz, amortisman ve vergi öncesi kar elde etme yeteneğine sahip olduğunu göstermektedir (Ede, 2016: 25).

2.1.2.2. Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinin, anlaşılabilir ve uygulamada kolay olması gibi güçlü yönleri bulunmaktadır. Ancak yöntemler, şirketlerin verilerine dayandığından dolayı veri saklama gibi durumlar ortaya çıkabilmekte ve elde edilen değerler manipülasyonlara uğrayabilmektedir. Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinin, güçlü ve zayıf yönleri şu şekilde özetlenmektedir (Aydın, 2012: 106):

Yöntemlerin güçlü yönleri aşağıdaki gibidir:

- Diğer yöntemlere göre daha az varsayımlara dayanmaktadır.
- Anlaşılması ve uygulanması daha kolaydır.

- Güncel şirket verileri üzerinden hesaplandığı için yatırımcıların, şirketler için öngördükleri değerler öne çıkmaktadır (Gorbon, 2012: 15),
- Yöntem, varlıkların düşük mü yoksa yüksek mi değerlendirildiğini göstermektedir. Bu durum ise portföy yöneticilerinin daha zengin çeşitlilikte portföy oluşturmaya olanak sağlamaktadır (Kulalı, Bilir, 2013: 201).

Yöntemin zayıf yönleri ise aşağıdaki gibidir:

- Bazı varsayımlar açık şekilde ifade edilmemektedir.
- Büyüme oranına, risk ve marjlara ilişkin net bir yaklaşım yoktur.
- Elde edilen sonuçlarda tutarsızlık görülebilmektedir.
- Varsayımların sınırlandırılması sonucunda elde edilen değerler, şeffaflıktan uzak ve manipülasyona açık hale gelmektedir.

2.1.3. Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri

Gelir bazlı değerlendirme yöntemlerinin temelinde, şirketin gelecekte sağlayacağı (kazanılması beklenen) gelirler yer almaktadır. Kazanılması beklenen gelirler, şirketin nakit yaratma kabiliyeti ile ilişkilendirilmektedir (Gözen, 2019: 206). Gelir bazlı değerlendirme yöntemlerinin temelinde bulunan ve en popüler olan yöntem, indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin, üç çeşidi bulunmaktadır. Bunlar; firmaya serbest nakit akım (FCFF) yöntemi, öz sermayeye serbest nakit akım (FCFE) yöntemi ve indirgenmiş kar payları yöntemi şeklinde sıralanmaktadır (Gündoğmuş, Öztanır, 2021: 317).

2.1.3.1. İndirgenmiş (İskonto edilmiş) Nakit Akım Yöntemi

1930'lu yıllarda, Irving Fisher tarafından ortaya atılan indirgenmiş nakit akım yönteminin kullanımı, 1980 yılından itibaren yaygınlaşmaya başlamış ve yöntemin popülerliği artmıştır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi, şirketin (varlığın) gelecekte elde etmesi beklenen nakit akımlarının, net bugünkü değerlerinin hesaplanması sonucunda bugüne indirgenmesidir. Yapılan hesaplamada, paranın zaman değeri dikkate alınmaktadır (Elmas, Yılmaz, Yalçın, 2017: 1225). İndirgenmiş nakit akım yönteminde şirket, gelir oluşturabildiği süre boyunca değer yaratmaktadır. Değerin hesaplanmasında iskonto oranı kullanılmaktadır. İskonto oranı kullanılması sonucunda nakit akımları, bugüne indirgenerek şirket değeri hesaplanmaktadır (Gündoğmuş, Öztanır, 2021: 317). İndirgenmiş nakit akım yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Elma, 2017: 25):

$$Varlık\ Değeri = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

CF: Beklenen Nakit Akımı

r: İndirgenme Oranı (İskonto)

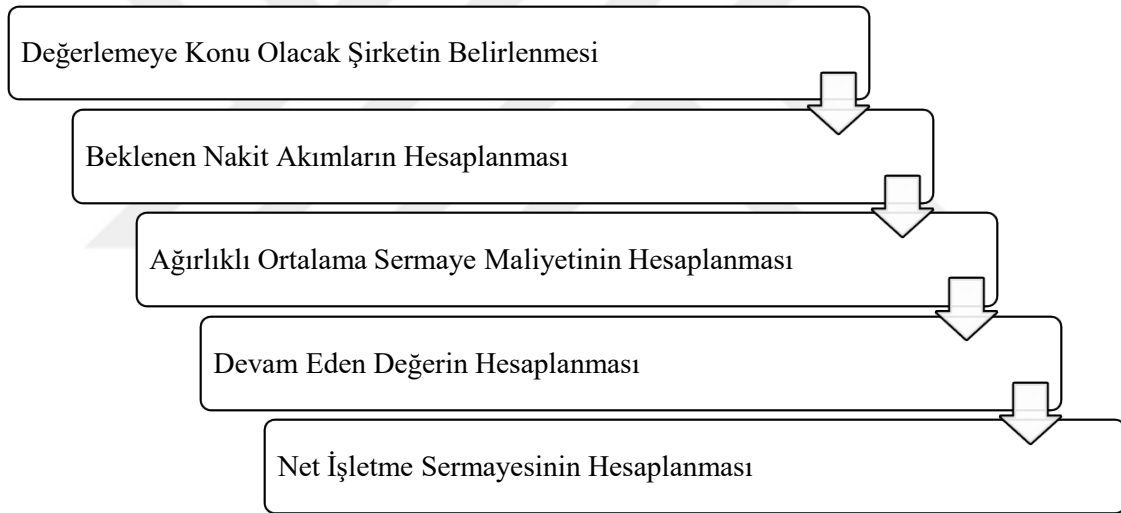
t: Periyod

n: Varlık İçin Öngörülen Ömür (Bu yöntem de şirketlerin ömrünün sonsuz olduğu varsayılmaktadır)

2.1.3.1.1.İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminde Değerleme Süreci

Piyasa bazlı değerlendirme yöntemlerinde olduğu gibi indirgenmiş nakit akım yönteminde de bir değerlendirme süreci bulunmaktadır. İndirgenmiş nakit akım yönteminin değerlendirme süreci beş adımdan oluşmakta ve aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Elmas, Yılmaz, Yalçın, 2017: 1226):

Şekil 5: İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminde Değerleme Süreci



2.1.3.1.1.Şirketin Belirlenmesi

İlk olarak şirketin belirlenmesi gerekir. Şirketin belirlenebilmesi için yapılması gereken birtakım işlemler bulunmaktadır. Bu işlemler; şirketin, örgütsel yapısının, güncel durumunun (mali tablolarından yararlanılarak) ve ileriye yönelik beklentilerinin tespit edilebilmesi için analizlerin yapılması olarak belirtilmektedir. Bu işlemler yapıldıktan ve büyümeye ilişkin stratejiler belirlendikten sonra ileriye yönelik finansal hesaplamalar yapıp varsayımlarda bulunmaktadır (Çetiner, Özöğüt, Kendir, 2018: 351).

2.1.3.1.2.Nakit Akımların Hesaplanması

Şirket değerlerinin doğru bir şekilde hesaplanabilmesi için nakit akımların tespit edilmesi büyük önem taşımaktadır. Şirketler, borç ve öz sermaye kullanarak yatırımlarına fon sağladıklarından dolayı yaptıkları yatırımlardan, elde ettikleri nakit akımlarını farklı yollarla hesaplamaktadır (Hatipoğlu, Yener, 2013: 10). İndirgenmiş nakit akım yöntemi, üçe ayrılmaktadır. Bunlar; firmaya serbest nakit akım yöntemi, öz sermayeye serbest nakit akım yöntemi ve indirgenmiş kar payları yöntemidir.

2.1.3.1.2.1.Firmaya Serbest Nakit Akım Yöntemi

Firmaya serbest nakit akım (akış) yönteminde, öz sermaye hissedarları ve borç sahiplerinin (ana paydaşlar) gelecekte elde etmesi beklenen nakit akımlarının, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılarak iskonto edilmesi sonucunda şirket değeri hesaplanmaktadır (Kumar, 2015: 145). Elde edilen değer, tüm paydaşlara yönelik nakit akımları temsil etmektedir. Firmaya serbest nakit akım yöntemi ile nakit akımlarının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

Tablo 3: Firmaya Serbest Nakit Akım Yöntemi ile Nakit Akımların Hesaplanması

Esas Faaliyet Karı
(-) Vergi
(+) Amortisman Giderleri
(-) Sabit Sermaye Harcamaları
(-) İşletme Sermayesi
Firmaya Serbest Nakit Akımları

Kaynak: (Hatipoğlu, Yener, 2013: 10).

2.1.3.1.2.2.Öz Sermayeye Serbest Nakit Akım Yöntemi

Öz sermayeye serbest nakit akım yönteminde, öz sermaye hissedarlarının gelecekte elde etmesi beklenen nakit akımlarının, öz sermaye maliyeti kullanılarak iskonto edilmesi sonucunda şirket değeri hesaplanmaktadır (Kumar, 2015: 145). Öz sermayeye serbest nakit akım yöntemi ile nakit akımlarının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

Tablo 4: Öz Sermayeye Serbest Nakit Akım Yöntemi ile Nakit Akımların Hesaplanması

Net Kar
(+) Amortisman Giderleri
(-) İşletme Sermayesi İhtiyacı
(-) Borç Anapara Ödemeleri + Yeni Borç İhraçları
(-) Sabit Sermaye Harcamaları
Öz Sermayeye Serbest Nakit Akımları

Kaynak: (Hatipoğlu, Yener, 2013: 11).

2.1.3.1.2.3.İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi

İndirgenmiş kar payları yöntemi, yatırımcı ve şirket yöneticilerinin, aldıkları veya almayı planladıkları hisse senetlerinden elde edecekleri tek nakit akım olan temettüyü ifade etmektedir. İndirgenmiş kar payları yönteminde amaç, gelecek dönem elde edilmesi beklenen nakit akımların bugüne indirgenmesi sonucunda şirketin bugünkü değerinin hesaplanmasıdır (Ede, 2016: 38). İndirgenmiş kar payları yöntemi kullanılarak hesaplanan şirketin hisse senedi değerinin formülü şu şekilde gösterilmektedir (Gürbüz, Ergincan, 2004: 111, Aktaran, Elma, 2017: 25):

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{HBT_t}{(1+r)^t}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı ise aşağıdaki gibidir:

HBT = Hisse Başına Beklenen Temettü (Kar Payı),

r = Öz Sermaye Maliyeti (Hisse Senedinden Beklenen Getiri Oranı),

t = Zaman,

Yukarıda gösterilen formülde, temettünün sonsuza kadar sabit bir oranda devam ettiği varsayılmaktadır. Gordon büyüme modelinde ise temettü sabit değildir. Gordon büyüme modeli kullanılarak hesaplanan hisse senedi değerinin formülü ise şu şekilde gösterilmektedir:

$$P_n = \frac{HBT_{n+1}}{(r_n - g_n)}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

HBT_{n+1} = İlk İstikrarlı Büyümenin Yaşandığı Senenin Hisse Başına Temettüsü (Kar Payı),

g = İstikrarlı Büyüme Döneminde Sonsuza Kadar Devam Eden Kar Payı,

r_n = İstikrarlı Büyüme Dönemindeki Öz Sermaye Maliyeti,

n = Süre,

P_n = Hisse Senedinden Elimize Geçecek Tutar,

Tüm bu hesaplamalar sonucunda hisse senedinin bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılan formül dönüşüm yaşamıştır. Formülün yaşadığı dönüşümden sonraki hali şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Hisse Senedinin Bugünkü Değeri} = \sum_{t=1}^n \left[\frac{HBT_t}{(1+r)^t} \right] + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

2.1.3.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısının ağırlığı hakkında bilgi vermektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM – WACC (Weighted Average Cost of Capital))’nin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Gorbon, 2012: 35):

$$AOSM = re \times E/(D+E) + D/(D+E) \times rd (1-t)$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

rd : Borç Oranı,

re : Öz Sermaye Maliyeti,

E : Kısa + Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar,

D : Öz Sermaye,

t : Kurumlar Vergisi Oranı,

$D / (D+E)$: Sermaye Yapısındaki Öz Sermaye Ağırlığı,

$E / (D+E)$: Sermaye Yapısındaki Finansal Borçlanma Ağırlığı,

Borçlanma Maliyeti; Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin unsurlarından biri olan borçlanma maliyetinin hesaplanmasında, cari (bugünkü) veriler kullanılmaktadır (Hatipoğlu, Yener, 2013: 12). Borçlanma maliyeti; şirketin yatırımlarına finansman sağlamak için edindiği borçlarının, bugünkü değerlerine indirgenerek maliyetlerinin hesaplanmasıdır. Borçlanma maliyetinin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Ercan, 2000: 66, Aktaran Elmas, Yılmaz, Yalçın, 2017: 1227):

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = \text{Borç Oranı (Fırsat Maliyeti)} * (1 - \text{Kurumlar Vergisi Oranı})$$

Öz Sermaye Maliyeti; Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin unsurlarından bir diğeri ise öz sermaye maliyetidir. Öz sermaye maliyeti, öz sermayeye olan serbest nakit akımların tespit edilmesinde iskonto oranı olarak kullanılmaktadır. Genel olarak öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında iki model kullanılmaktadır. Bu modeller; sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli ve arbitraj fiyatlandırma modeli şeklinde sıralanmaktadır (Hatipoğlu, Yener, 2013: 11). Uygulanabilirliğinin kolay olması ve kar payı ödemelerinin düzensiz olduğu zamanlarda da kullanılabilmesinden dolayı genelde sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli tercih edilmektedir. Daha sübjektif unsurları içinde barındıran bu model, William Sharpe, John Linter ve Jack Treynor tarafından geliştirilmiştir (Aydın, 2012: 101). Sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin formülü ise şu şekilde gösterilmektedir (Gorbon, 2012: 36):

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

- r_e** : Öz Sermaye Maliyeti,
- r_f** : Risksiz Faiz (Getiri) Oranı (Devletin Uzun Vadeli Tahvil Getirisi),
- r_m** : Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi,
- $r_m - r_f$** : Piyasa Risk Primi,
- β** : Beta: Hisse Senedinin Sistemik Riski,

1976 yılında Stephen Ross tarafından geliştirilen arbitraj fiyatlandırma modeli (Arbitrage Pricing Model- APM) ise sermaye varlıkları fiyatlandırma modeline alternatif olarak ortaya atılmıştır. Bu model, tek fiyat yasasına dayanmaktadır. Diğer bir ifade ile aynı mal farklı fiyatlardan satılamamaktadır. Farklı fiyatlardan satıldığı durumlarda ise yatırımcılar tarafından varlık, ucuz fiyatın olduğu yerden alınıp, pahalı olan yerde satılmaktadır. Bu durum, iki piyasada fiyatlar birbirine eşit olana kadar devam etmektedir. Arbitraj fiyatlandırma modelinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir (Yelgen, 2016: 107):

$$k(I_i) = k_{rf} + (k(f_1) - k_{rf}) * \beta_{i1} + \dots + (k(f_n) - k_{rf}) * \beta_{in}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

- k_{rf}** = Risksiz Faiz Oranı,
- $k(f_1)$** = Birinci Değişkenin Beklenen Getirisi,
- $k(f_n)$** = n Değişkeninin Beklenen Getirisi,
- β_{i1}** = Birinci Değişkenin Sistemik Riski,

$k(f_1) - k_{rf}$ = Birinci Değişkenin Risk Primi,

Beta (β) değerinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir (Ede, 2016: 47):

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

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

R_i : Hisse Senedinin Getirisi,

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi,

Hesaplamalar sonucunda elde edilen beta (β) değerinin 1'den büyük olması, şirketin piyasaya göre daha çok duyarlı olduğunu gösterirken; 1'den küçük olması, şirketin piyasaya göre daha az duyarlı olduğunu göstermektedir (Ünvan, 2019: 935).

Kısa ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar; Şirketin nakit akımlarının yeterli olmadığı durumlarda, şirket yöneticilerinin yatırımlara finansman sağlamak için bir yıldan kısa veya uzun vadeli olarak kamu veya özel kuruluşlardan aldığı borç miktarlarını ifade etmektedir.

Öz Sermaye; Hissedarlar tarafından, şirketin kuruluşunda faaliyetlerin sürdürebilirliğinin sağlanabilmesi için yatırım olarak koyulan sermaye miktarıdır.

Kurumlar Vergisi Oranı; Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB) tarafından belirlenmekte ve yıllık olarak yayınlanmaktadır.

2.1.3.1.4.Devam Eden Değer

Borsaya kote olan şirketlerin ömrünün sonsuz olduğu varsayılmaktadır. Şirketlerin, sonsuza kadar süren nakit akımlarını temsil eden bir değer olarak açıklanmaktadır (Elmas, Yılmaz, Yalçın, 2017: 1228). Devam eden değer, “terminal değer” veya “artık değer” olarak da ifade edilmektedir. Devam eden değer formülünde kullanılan büyüme oranı, sabit varsayıлып, ülke ekonomisindeki büyüme oranını geçmemesi gerekir. Devam eden değer hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Hatipoğlu, Yener, 2013: 12):

$$\text{Devam Eden Değer} = \frac{\text{Nakit Akımları}}{\text{İskonto Oranı - Büyüme Oranı}}$$

2.1.3.1.5. Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesi, şirketin varlıklarından kısa vadeli borçlarının çıkarılması sonucunda elde edilen değerdir. Net işletme sermayesi, şirketin faaliyetlerinin sürdürebilirliğini sağlayacak değeri göstermektedir. Net işletme sermayesinin pozitif bir değer olması istenmektedir. Şirketin sahip olduğu nakit değer, esas faaliyetler için kullanılmamaktadır. Bu sebeple net işletme sermayesinin hesaplanmasında hazır değerler yer almamaktadır (Hatipoğlu, Yener, 2013). Net işletme sermayesinin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = \text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$$

Veya;

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Nakit (Hazır Değerler)}}{(\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} - \text{Finansal Borçlar})}$$

Hesaplamalar sonucunda elde edilen pozitif bir değer, şirketin varlıklarından kısa vadeli borçları çıkarıldıktan sonra kalan tutar ile faaliyetlerini sürdürebileceğini gösterirken, elde edilen negatif bir değer, şirketin kalan tutar ile faaliyetlerini sürdüremeyeceğini göstermektedir.

2.1.3.2. Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Yöntemlerin, avantaj sağladığı güçlü yönleri bulunduğu gibi, dezavantaj sağladığı zayıf yönleri de bulunmaktadır. Gelir bazlı değerlendirme yöntemlerinin, güçlü ve zayıf yönleri şu şekilde özetlenmektedir (Elmas, Yılmaz, Yalçın, 2017: 1225):

Yöntemlerin güçlü yönleri aşağıdaki gibidir:

- Bilimsel bir metottur.
- Nakit yaratma kabiliyetine odaklanmaktadır.
- Her koşula uyum sağlayabilen ve analizlere kolayca entegre edilebilen esnek bir yapıya sahiptir.
- Ekonomide meydana gelen dalgalanma vb. durumların, şirket değeri üzerinde neden olduğu etkilerini yansıtmaktadır.

Yöntemlerin zayıf yönleri ise aşağıdaki gibidir:

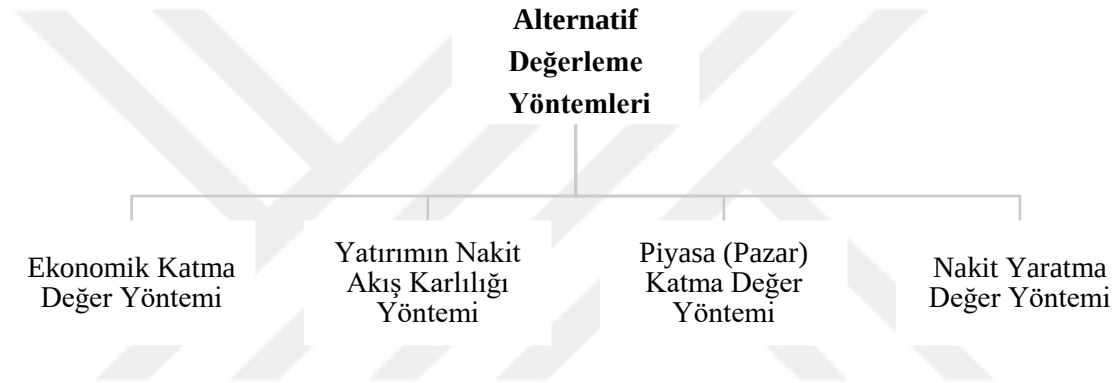
- Finansal durumla ilgili tahminler, öngörülenden daha iyi veya kötü çıkabilmektedir.

- Parametrelerdeki hassaslık nedeniyle gerçek değerlere ulaşılması zorlaşmaktadır.
- Daha öznel varsayımlara dayanmaktadır.
- Şirket değeri üzerinde, şirketin gelecek dönemlere ilişkin belirsizlikleri etkili olmaktadır.

2.1.4. Alternatif Değerleme Yöntemleri

Aktif, piyasa ve gelir bazlı yöntemler dışında şirket değerlemesinde kullanılan çeşitli alternatif değerlendirme yöntemleri de bulunmaktadır. Bu alternatif yöntemler, aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

Şekil 6: Alternatif Değerleme Yöntemleri



2.1.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Şirketlerin finansal performans ölçüm yöntemlerinden bir diğeri olan ekonomik katma değer yöntemi (EVA), 1991 yılında Stern Stewart and Company tarafından geliştirilmiştir (Ferguson, Rentzler, Yu, 2005: 101). Özellikle 1991 yılından itibaren şirketlerin finansal performans ölçümlerinde ve şirket yönetiminin alacağı kararlarda, şirketler arasında sıklıkla tercih edilmeye başlamıştır. Ekonomik katma değer yöntemi, şirketlerin belirli bir zamanda sağladığı gerçek ekonomik kar durumlarını yani ekonomik değerlerini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile “ekonomik katma değer yöntemi, şirketin karının sermaye maliyeti ile arasındaki fark” olarak da tanımlanmaktadır (Türkcan, 2021: 22) Yöntem, uluslararası rekabetin arttığı, rekabetin getirdiği zorlukların ve fırsatların çoğaldığı zamanlarda, daha iyi bir performans ölçümü sağlamak için ortaya atılmıştır (Tortella, Brusco, 2003: 265).

Pazara dayalı değerlendirme yöntemleri, maliyetleri ve riskleri dikkate almamakta ve daha çok muhasebe verilerine dayanmaktadır. Bu sebeplerden dolayı pazara dayalı değerlendirme

yöntemlerinin, şirketin yarattığı gerçek ekonomik değeri ölçmede yetersiz kalacağı öne sürülmüştür. Ekonomik katma değer yöntemi ise şirketlerin fırsat maliyetlerini ve risklerini dikkate almaktadır. Şirketlerin, ekonomik değer maksimizasyonunu hedeflemesinden dolayı ekonomik katma değer yönteminin, şirket değerinin ölçülmesinde ve yönetim kararlarının alınmasında kullanılmasının daha uygun olacağı öne sürülmüştür. Stewart'ta şirket yöneticilerinin kar maksimizasyonuna değil, ekonomik katma değer maksimizasyonuna odaklanması gerektiğini belirtmiştir. Diğer bir ifade ile şirketin finansal performans ölçümünde, teşvik ve prim politikalarının oluşturulmasında, şirket hedeflerinin belirlenmesinde ve sermaye bütçelerinin hazırlanmasında ekonomik katma değer yönteminin kullanılması gerektiğini savunmuştur (Villiers, 1997: 285). Aynı zamanda ekonomik katma değer yöntemi, şirketlerde (kamu + özel) hissedarların zenginliğini arttıracak kararların alınmasında da kullanılmaktadır (Ferguson, Rentzler, Yu, 2005: 101). Ekonomik katma değer yöntemi, United States Postal Service, Briggs Stratton ve Coca cola gibi birçok önemli şirket tarafından performans değerlendirme aracı olarak kullanılmaktadır (Salla, 2019: 66).

Yatırımcılar ve şirket yöneticileri, pozitif bir ekonomik katma değer elde etmek istemektedir. Çünkü; pozitif bir ekonomik katma değer, şirkete yapılan yatırımlardan (sermaye ve borç niteliğinde yatırılan fonlardan) değer üretildiğini ifade etmektedir. Ancak tam tersi durumda söz konusu olabilmektedir. Diğer bir ifade ile negatif bir ekonomik katma değerde elde edilebilmektedir. Negatif bir ekonomik katma değer ise şirkete yapılan yatırımlardan değer üretilmediğini ifade etmektedir (Türkcan, 2021: 22). Şirketin ekonomik katma değerinin hedeflenenden düşük gelmesi durumunda, ekonomik katma değeri arttıracak adımlar atılmaktadır. Bu adımlar şu şekilde özetlenmektedir (Akyüz, 2013: 349):

1. Vergilerin düşürülmesi,
2. Maliyetlerin azaltılması,
3. Sermaye maliyetinden daha fazla vergi sonrası faaliyet karı sağlanan durumlarda yeni yatırımların yapılması,

2.1.4.1.1. Ekonomik Katma Değer Yönteminde Değerleme Süreci

Ekonomik katma değer yönteminde değerlendirme süreci, üç aşamadan oluşmaktadır. İlk önce yöntemin kullanılacağı şirket belirlenmektedir. Sonrasında, yöntemde kullanılacak formüller hesaplanmaktadır. Bu formüller; NOPAT ve NOPLAT değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve yatırılan sermaye olarak sıralanmaktadır. Son olarak ise hesaplanan ekonomik katma değer analizi yapılmaktadır. Elde edilen ekonomik katma değer, şirketin verileri ile karşılaştırılarak şirketin durumu, yatırımlarının yönetimi ve değer yaratıp yaratmadığı

hakkında yönetici ve yatırımcılara bilgi vermektedir. Kısaca; ekonomik katma değer yöntemi, şirketlere rekabet avantajı sağlamaktadır. Ekonomik katma değerın hesaplanmasında üç ana unsur kullanılmaktadır. Bu unsurlar; vergi sonrası net faaliyet karı (NOPAT), gelir elde etmek için yapılan yatırımların maliyetini temsil eden ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ve yatırılan sermaye değeridir (Brewer, Chandra, Clayton, 1999: 4).

2.1.4.1.1.1.NOPAT ve NOPLAT Değerleri

Ekonomik katma değer yönteminde, vergi sonrası faaliyet karın hesaplanmasında kullanılan çeşitli unsurlar bulunmaktadır. Bu unsurlar; NOPAT ve NOPLAT değerleri olarak sıralanmaktadır. Bu iki unsurdan biri tercih edilerek, şirketlerin ekonomik katma değerleri hesaplanmaktadır. NOPAT değeri, “vergi sonrası net faaliyet karı” olarak ifade edilirken, NOPLAT değeri “düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet karı” olarak ifade edilmektedir. Bu değerlerin hesaplanmasında kullanılan formüller şu şekilde gösterilmektedir (Yıldız, 2008: 165):

$$\text{NOPAT} = \text{Faaliyet Karı} - \text{Vergi}$$

Veya;

$$\text{NOPAT} = \text{Vergi Sonrası Net Kar} + \text{Faiz Giderleri}$$

$$\text{NOPLAT} = \text{Faaliyet Karı} - \text{Düzeltilmiş Vergi}$$

2.1.4.1.1.2. Yatırılan Sermaye Değeri

Yatırılan sermaye değerinin hesaplanmasında, şirketin net işletme sermayesi ve duran varlıkları dikkate alınmaktadır. Yatırılan sermaye değeri, yatırımcıların ve hissedarların şirkete yatırmış oldukları sermayeden, elde ettikleri değeri ifade etmektedir. Yatırılan sermayenin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Yıldız, 2008: 182):

$$\text{Yatırılan Sermaye} = \text{Net İşletme Sermayesi} + \text{Duran Varlıklar}$$

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = \text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$$

2.1.4.1.1.3.Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

İndirgenmiş nakit akım yöntemi altında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Bu sebeple bu bölümde tekrardan detaylı bir açıklama yapılmayacaktır. Bu başlık altında sadece ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan formüller

belirtilecektir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir:

$$AOSM = re \times E/(D+E) + D/(D+E) \times rd (1-t)$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

AOSM : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti,

Rd : Borç Oranı,

Re : Öz Sermaye Maliyeti,

E : Kısa + Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar,

D : Öz Sermaye,

T : Kurumlar Vergisi Oranı,

D / (D+E): Sermaye Yapısındaki Öz Sermaye Ağırlığı,

E / (D+E): Sermaye Yapısındaki Finansal Borçlanma Ağırlığı,

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan borçlanma maliyeti, öz sermaye maliyeti ve yatırılan sermaye unsurlarının hesaplanmasında kullanılan formüller aşağıda sırası ile gösterilmektedir. İlk olarak borçlanma maliyetinin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = \text{Borç Oranı (Fırsat Maliyeti)} * (1 - \text{Kurumlar Vergisi Oranı})$$

Öz Sermaye maliyetinin hesaplanmasında iki model kullanılmaktadır. Bu modeller sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli ve arbitraj fiyatlandırma modeli şeklinde sıralanmaktadır. Sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin formülü şu şekilde gösterilmektedir (Gorbon, 2012: 37):

$$re = rf + \beta * (rm - rf)$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

Re : Öz Sermaye Maliyeti,

Rf : Risksiz Faiz (Getiri) Oranı (Devletin Uzun Vadeli Tahvil Getirisi),

Rm : Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi,

Rm – Rf: Piyasa Risk Primi,

β : Beta: Hisse Senedinin Sistemik Riski,

Arbitraj fiyatlandırma modelinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir (Yelgen, 2016: 107):

$$k(i) = k_{rf} + (k(f_1) - k_{rf}) * \beta_{i1} + \dots + (k(f_n) - k_{rf}) * \beta_{in}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

k_{rf} : Risksiz Faiz Oranı,

$k(f_1)$: Birinci Değişkenin Beklenen Getirisi,

$k(f_n)$: n Değişkeninin Beklenen Getirisi,

β_{i1} : Birinci Değişkenin Sistemik Riski,

$k(f_1) - k_{rf}$: Birinci Değişkenin Risk Primi,

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan son formül, beta değeri hesaplamasıdır. Beta (β) değerinin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Ede, 2016: 36):

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

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

R_i : Hisse Senedinin Getirisi,

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi,

2.1.4.1. Yöntemin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Diğer yöntemlerde olduğu gibi ekonomik katma değer yönteminin kullanımında da güçlü ve zayıf yönler bulunmaktadır. Yöntemin güçlü ve zayıf yönleri şu şekilde özetlenmektedir (Tortella, Brusco, 2003: 266):

Yöntemin güçlü yönleri aşağıdaki gibidir:

1. Yatırım kararlarının alınmasında rehber görevi görmektedir.
2. Şirketler, ekonomik katma değer maksimizasyonunu hedefleyerek daha yüksek getiri elde etmektedir.
3. Yöneticilere, stratejik planlamaların yapılmasında kolaylık sağlamaktadır.
4. Şirkete uygun, teşvik ve prim politikalarının yürütülmesini sağlamaktadır.
5. Uluslararası rekabetin arttığı durumlarda daha iyi performans ölçümü sağlayacağı düşünülmektedir.
6. Kullanılan sermayenin fırsat maliyetini dikkate almaktadır (Villiers, 1997: 285).

7. Ekonomik katma değerin benimsenmesi, şirketin yatırım faaliyetlerini arttırmaktadır.

Yöntemin zayıf yönleri ise aşağıdaki gibidir:

1. Ekonomik katma değerin benimsenmesi, borçlanma oranlarının artmasına neden olmaktadır.
2. Bilimsellikten ve ticari nitelikten uzaktır (Yelgen, Okutmuş, 2019: 445).
3. Muhasebe karlarına dayanmaktadır (Villiers, 1997: 286).

2.1.4.2.Yatırımın Nakit Akış Karlılığı Yöntemi

“HOLT Value Associates” isimli danışmanlık şirketi tarafından geliştirilen yatırımın nakit akış karlılığı yöntemi, ekonomik katma değer yöntemine alternatif bir yol olarak ortaya atılmıştır. Yatırımın nakit akış karlılığı yöntemi, paranın beklenen getirisini ölçmek için kullanılmaktadır (Ünlü, 2014: 173). Yöntemde, yıllık bazda hesaplamalar yapılmaktadır. Yapılan hesaplamalar sonucunda parasal tutar yerine oran elde edilmektedir. Elde edilen oran, iç verim oranı olarak ifade edilmektedir. Yatırımın nakit akış karlılığı yöntemi, reel nakit akışlardan yola çıkılarak, yapılan yatırımların iç verim oranını hesaplamaya dayanmaktadır (Aktürk, Yanık, Sipahi, 2016: 169).

2.1.4.2.1.Yatırımın Nakit Akış Karlılığı Yönteminde Kullanılan Unsurlar

Yatırımın nakit akış karlılığı yönteminin hesaplanmasında çeşitli unsurlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu unsurlar; brüt yatırım, brüt nakit akışları, duran varlıkların beklenen hurda değeri ve duran varlıkların beklenen yararlı ömrü şeklinde sıralanmaktadır (Sucu, 2017: 82).

- Brüt Yatırım

Brüt yatırım tutarları, defter değerlerinde yapılması planlanan enflasyon ayarlamalarının yapılması ve birikmiş amortisman tutarlarının geri eklenmesi (enflasyona göre düzeltilmesi) ile hesaplanmaktadır.

- Brüt Nakit Akışları

Brüt yatırım üzerinden hesaplanan enflasyona göre düzeltilmiş brüt nakit akışlarının, nakit çıkışı gerektirmeyen unsurların vergi sonrası net faaliyet karına eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

- Duran Varlıkların Beklenen Hurda Değeri

Bir duran varlığın beklenen hurda değeri, yapılan yatırımın ömrü sonunda yatırım ile ilgili unsurların toplam değerini ifade etmektedir.

- Duran Varlıkların Beklenen Yararlı Ömrü

Bir duran varlığın yararlı ömrü, gelir yarattığı süre olarak ifade edilmektedir.

İç verim oranı; brüt nakit akışları ile duran varlıkların beklenen hurda değerinin toplamını, 1'e eşitleyen oran olarak açıklanmaktadır. Yatırımın nakit akış karlılığı yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Sucu, 2017: 82):

$$\text{Yatırımın Nakit Akış Karlılığı} = \frac{\text{Brüt Nakit Akım} - \text{Ekonomik Değer Kaybı}}{\text{Brüt Yatırım}}$$

Elde edilen sonuç ile birlikte yatırımın nakit akış karlılığı yöntemi kullanılarak şirket değeri hesaplanmaktadır. Şirket değerinin hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir (Aktürk, Yanık, Sipahi, 2016: 171):

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{((\text{CFROI} * \text{GI} - \text{DA}) (1 - t) - (\text{CX} - \text{DA}) - \Delta \text{WC})}{(k_c - g_n)}$$

Formülde kullanılan ifadelerin açılımı aşağıdaki gibidir:

CFROI: Yatırımın Nakit Akış Karlılığı,

GI : Brüt Yatırım,

DA : Amortisman ve İtfa Payları,

T : Vergi Oranı,

CX : Sabit Sermaye Harcamaları,

ΔWC : Net İşletme Sermayesindeki Değişim,

Hesaplamalar sonucunda elde edilen iç verim oranı, yatırımcıların kararlarında etkili olmakta ve yapılan yatırımlardan elde edilen getiriyi ifade etmektedir. İç verim oranı, yatırımlardan elde edilen getirinin, yatırıma konulan sermayenin maliyetinden fazla olup olmadığını göstermektedir. Yatırımından elde edilen getiri ve yatırıma konulan sermayenin maliyeti arasındaki fark arttıkça, şirketin değeri de artmaktadır. Yatırımın nakit akış karlılığının hesaplanması sonucunda elde edilen iç verim oranı, enflasyona göre düzeltilen sermaye maliyeti ile karşılaştırılmaktadır. Yatırımın nakit akış karlılığı yönteminde, enflasyon etkisi dikkate alınarak ekonomik performans ölçülmektedir (Aktürk, Yanık, Sipahi, 2016: 170). Yatırımın nakit akış karlılığı yönteminde, yatırımcılar tarafından yatırılan sermaye ile yatırımdan elde edilen

getiri arasındaki farkın olabildiğince fazla olması ve elde edilen getirinin sermayeden yüksek olması istenir. Yatırımın nakit akış karlılığının detaylı bir şekilde hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 5: Yatırımın Nakit Akış Karlılığının Hesaplanmasının Detaylı Gösterimi

1-BRÜT NAKİT AKIŞ
Vergiden Sonraki Net Kar (VSNK)
+ Amortisman Giderleri (İtfa ve Tükenme Payları Dahil)
+ Faiz Giderleri (Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri)
+ Finansal Kiralama Giderleri
+ / - Parasal Rezervlerdeki Artış veya Azalışlar (1)
- LIFO Rezervleri
+ Kıdem Tazminatı Karşılığı (2)
+ Azınlık Hisselerinin Karı
Brüt Nakit Akımları
2- BRÜT NAKİT YATIRIM
Brüt Tesis Makine ve Cihazlar
Taşıtlar
Demirbaşlar
+ Yapılmakta Olan Yatırımlar
+ Brüt Finansal Kiralama Değerleri (Bugünkü Değer)
+ Maddi Olmayan Varlıklar
= Amortisman Tabi Varlıklar
Parasal Varlıklar (Stoklar Hariç Dönen Varlıklar (a))
Faiz Dışı Borçlar (b) (I)
+ Net Parasal Varlıklar (a-b)
+ Stoklar
+ LIFO Rezervleri
+ Yeraltı ve Yerüstü Düzenler
+ Arazi ve Arsalar
Amortisman Tabi Olmayan Varlıklar (II)
Brüt Nakit Yatırımı (I+II)
3 - VARLIKLARIN EKONOMİK ÖMRÜ
Brüt Tesis Makine ve Cihazlar
- Arazi ve Arsalar
- Yeraltı ve Yerüstü Düzenler
- Yapılmakta Olan Yatırımlar
= Düzeltilmiş Maddi Varlıklar (a)
Amortisman Giderleri, İtfa ve Tükenme Payları (b)
Varlıkların Ekonomik Ömrü (a/b)

Kaynak: (Ünlü, 2014: 174).

2.1.4.2.2.Yöntemin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Yatırımın nakit akış karlılığı yönteminin çeşitli güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bu yönler, şu şekilde özetlenmektedir (Ağca, 2009: 63):

Yöntemin güçlü yönleri aşağıdaki gibidir:

1. Değer kaybindan ve enflasyon etkisinden etkilenmemektedir.
2. Tahakkuk esasına dayanmasından dolayı ekonomik katma değer yöntemine göre daha başarılı sonuçlar elde edilmektedir.
3. Hesaplamalarda enflasyona göre düzeltme yapılmaktadır.
4. Büyüklükleri farklı olan şirketlerin ve yatırımların karşılaştırılmasında şirket yöneticilerine ve yatırımcılara, daha anlamlı sonuç verdiği düşünülen oransal değeri sağlamaktadır (Mert, Yıldırım, 2019: 112)

Yöntemin zayıf yönleri aşağıdaki gibidir:

1. Hesaplanabilirliği kolay değildir.
2. Uygulanması oldukça maliyetlidir.
3. Sermaye maliyeti varsayımlarında, subjektiflik özelliği bulunmaktadır.
4. Yatırımın nakit akış değeri arttırılırken, şirket değeri azaltılabilmektedir.
5. Piyasa değeri ile arasında zayıf bir ilişki bulunmaktadır.

2.1.4.3.Piyasa Katma Değer Yöntemi

Pazar katma değer yöntemi olarak da ifade edilen piyasa katma değer yöntemi, ABD’li Stern Stewart & Company şirketi tarafından geliştirilen bir değerleme ölçütüdür. Piyasa katma değer yöntemi, şirketin aşındırdığı ya da yarattığı şirket ortaklarının zenginliğinin, toplam değerini ifade etmektedir (Ertuğrul, 2005: 154). Piyasa katma değer yöntemi kullanılarak yapılan şirket değerlemesinin temelinde, şirketin piyasa değeri ile toplam sermayesinin defter değeri arasındaki fark yer almaktadır. Diğer bir ifade ile piyasa katma değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen ekonomik katma değerlerin bugünkü değerlerine indirgenmiş hali olarak da ifade edilmektedir (Aktürk, Yanık, Sipahi, 2016: 164). Piyasa katma değer yönteminin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Chambers, 2009: 33, Aktaran Ede, 2016: 51):

$$\text{Piyasa Katma Değeri} = \frac{\text{Şirketin (Borç ve Öz Sermayenin) Piyasa Değeri}}{\text{Şirkete Yatırılan Sermaye}}$$

Hesaplamalar sonucunda elde edilen değer, şirketin yöneticilerine veya yatırımcılarına yaptıkları yatırımlardan getiri elde edip etmeyeceği hakkında bilgi vermekte ve yatırım kararı almalarına yardımcı olmaktadır. Ayrıca piyasa katma değer yöntemi, şirketin borç ve öz

sermayesine bir katkı sağlanıp sağlanmadığını ölçmektedir (Ede, 2016: 63). Piyasa katma değer yönteminin hesaplanması sonucunda elde edilen değer, pozitif bir değer olması istenir. Elde edilen değer pozitif bir değer olması şirketin, yaptığı yatırımdan getiri elde ettiğini, negatif bir değer olması ise şirketin, yaptığı yatırımdan getiri elde edemediğini göstermektedir.

Piyasa katma değer yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi ve piyasa değeri / defter değeri çarpanı ile ilişkilidir. Piyasa katma değer yönteminin hesaplanması sonucunda elde edilen değer pozitif bir değer olması, piyasa değeri / defter değeri çarpanının 1'den büyük olduğunu; negatif bir değer olması ise piyasa değeri / defter değeri çarpanının 1'den küçük olduğunu ifade etmektedir. Aynı zamanda piyasa katma değer yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi ile de doğru orantılıdır. Piyasa katma değer yönteminin hesaplanması sonucunda pozitif bir değer elde edilmesi, pozitif bir ekonomik katma değeri ifade ederken, negatif bir değer elde edilmesi negatif bir ekonomik katma değeri ifade etmektedir (Küçükkapılı, 2011: 30).

2.1.4.3.1.Yöntemin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Piyasa katma değer yönteminin çeşitli güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bu yönler, şu şekilde özetlenmektedir (Küçükkapılı, 2011: 21):

Yöntemin güçlü yönleri aşağıdaki gibidir:

1. Yöntem, şirkete yeni katılan ortaklar sayesinde edinilen varlık ve başarı ölçüsünü içermektedir.
2. Sübjektif varsayımların yapılmasını önlemektedir.
3. Şirketin, performansı hakkında özet değerlendirme bilgisi vermektedir.

Yöntemin zayıf yönleri ise aşağıdaki gibidir:

1. Gelir ve gider kalemleri, tarihsel olaylardan oluşmaktadır.
2. Halka arz edilmeyen şirketlerin, piyasa değerlemelerinin her an yapılmamasından dolayı yöntemin işlevselliği kısıtlanmaktadır.
3. Şirketlerin içsel performans ölçümleri için kullanılması uygun değildir.
4. Şirketlerde alt düzeyler için motivasyon aracı olarak kullanılması uygun değildir.

2.1.4.4.Nakit Yaratma Değer Yöntemi

Fredrik Weissenrieder - Anelda danışmanlık şirketi tarafından geliştirilen nakit yaratma değer yöntemi, şirket performanslarının ölçümünde kullanılmaktadır. Nakit akımlara dayanan yöntem, ekonomik katma değer yönteminden farklıdır. Bu farklılık, nakit yaratma değer yönteminin amortismanla göre netleştirilmemesinden kaynaklanmaktadır. Nakit yaratma değer

yönteminin hesaplanmasında kullanılmak üzere “Boston Consulting Group” tarafından ortaya atılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Ünlü, 2014: 176):

$$\text{Nakit Katma Değer} = \text{Faaliyet Nakit Akımları} - \text{Ekonomik Amortisman} - \text{Brüt Yatırımların Sermaye Maliyeti Tutarı}$$

$$\text{Brüt Yatırımların Sermaye Maliyeti Tutarı} = \text{Brüt Nakit Yatırımı} \times \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

2.1.4.4.1.Yöntemin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Nakit yaratma değer yönteminin çeşitli güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bu yönler, şu şekilde özetlenmektedir:

Yöntemin güçlü yönleri aşağıdaki gibidir:

1. Elde edilen değer, amortisman yaklaşımlarından etkilenmemektedir.
2. Yöntem hesaplamaya, sermaye maliyetini de dahil etmektedir.

Yöntemin zayıf yönleri aşağıdaki gibidir:

1. Hesaplanabilirliği kolay değildir.
2. Uygulanması oldukça maliyetlidir.

3.BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLERİN ŞİRKET DEĞERLEMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE TÜRKİYE TURİZM SEKTÖRÜNDE COVID 19 DÖNEMİNE AİT BİR UYGULAMA

3.1.Uygulama

Uygulamada, ekonomik krizlerin şirket değerlemeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan incelemede, ülke olarak Türkiye, sektör olarak turizm sektörü ve ekonomik kriz olarak ise COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz dönemi baz alınmıştır. Uygulamaya, Türkiye turizm sektörü hakkında bilgi verilerek başlanılmıştır. İkinci adım olarak uygulamanın konusu kapsamında literatürde yapılmış olan çalışmalar incelenmiştir. Sonrasında uygulamanın amacı, kapsamı ve yöntemi belirtilmiştir. Son olarak ise uygulamaya konu olan Türkiye turizm sektöründeki şirketler hakkında bilgi verilmiştir. Şirketlerin değeri, ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak hesaplanmış ve hesaplanan değerler analiz edilmiştir. Şirketlerin karlılık durumları, Türkiye turizm sektörünün kar durumu ile karşılaştırılmış ve incelenmiştir.

3.1.1.Türkiye’deki Turizm Sektörü

Turizm sektörünün hem Dünya ekonomisinde hem de Türkiye ekonomisinde önemli katkıları bulunmaktadır. Turizm sektörü, ülkelere önemli gelir kaynağı sağlayarak ön plana çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile turizm sektörü, ülkelerin gayri safi milli hasılası içerisinde önemli bir paya sahiptir. Turizm sektörünün gayri safi milli hasıla içerisinde önemli bir paya sahip olduğu ülkelere, Türkiye örnek olarak verilebilmektedir. Türkiye konumu ve sahip olduğu coğrafi güzelliklerden dolayı turistlerin oldukça dikkatini çekmektedir.

Türkiye turizminin, çeşitli türleri bulunmaktadır. Bu türler; sağlık ve termal turizmi, kış turizmi, yayla turizmi, mağara turizmi, kongre turizmi, hava sporları turizmi, dağcılık turizmi, sualtı dalış turizmi, kuş gözlemcilik turizmi, akarsu-rafting turizmi, inanç turizmi, av turizmi, golf turizmi ve yat turizmi şeklinde sıralanmaktadır (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı). Türkiye turizm türleri aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır.

Sağlık ve Termal Turizmi: Sağlık turizmi, bireylerin yaşadıkları yerden başka bir yerlere sağlıklarını korumak için tedavi amaçlı gitmesi ile oluşan turizm hareketliliğidir. Kaplıca turizmi olarak da ifade edilen termal turizmi ise mineralize termal su ve çamur banyosu gibi yöntemlerin, fizik tedavi, rehabilitasyon ve egzersiz gibi destek tedaviler ile birleştirilmesi ile yapılan tedavi

uygulamalarından faydalanmak amacı için yapılan turizm hareketliliğidir (Özsarı, Karatana, 2013: 138-139).

Kış Turizmi: Kış aylarında kar yağışına bağlı olarak kayak sporunun yapılmasına uygun bölgelere yapılan eğlenme, seyahat, konaklama vb. aktivitelere katılım sağlanması sonucunda oluşan turizm hareketliliğidir (Altaş, Çavuş, Zaman, 2015: 346).

Yayla Turizmi: Deniz seviyesinden yüksekte olan bölgelerde yapılan her yaş grubundan farklı eğitim seviyesindeki insanların katılması sonucu oluşan turizm hareketliliğidir (Bilici, Işık, 2018: 7-8). Özellikle Karadeniz bölgesindeki yayla alanları oldukça rağbet görmektedir.

Mağara Turizmi: Türkiye'nin doğal güzelliklerinden biri olan mağaraların sağlık ve merak açısından ziyaret edilmesi ve bu bölgelerde yer alan turistik faaliyetlerden yararlanılması sonucunda oluşan turizm hareketliliğidir (Keleş, 2020). Türkiye'de mağara turizminin en çok yapıldığı yerlere Batı ve Orta Toros dağları (Muğla, Antalya, Konya, Adana vb.) örnek olarak verilebilmektedir.

Kongre Turizmi: Uzmanlık gerektiren alanlar için planlanan kongre, fuar, toplantı vb. faaliyetlere katılım amacıyla ikamet edilen yer dışına çıkılması sonucu oluşan turizm hareketliliğidir (Keleş, 2020).

Hava Sporları Turizmi: "Ticari amaç gütmeksizin, yaşanan veya çalışılan yerin dışına bir veya daha fazla hava aracı kullanılarak yapılan spor faaliyetlerine (paraşüt, balonculuk, yamaç paraşütü, planör vb.) katılmak veya izlemek amacı ile yapılan seyahatleri kapsayan turizm hareketliliği olarak ifade edilmektedir (Diker, Çetinkaya, Cinkara, 2016: 89)."

Dağcılık Turizmi: "Pomfret'e göre (2006), dağlık bölgelerde yapılan kaya, buz tırmanışı, dağ yürüyüşü, kamp, vb. faaliyetler sonucunda oluşan doğaya dayalı macera turizmi olarak ifade edilmektedir (Alpaslan, Tanrısever, Tütüncü, 2018: 105)." Türkiye'de Ağrı, Cilo, Süphan gibi birçok önemli dağ bulunmaktadır. Bu dağlar dağcılarının dikkatini çekerek Türkiye turizmini hareketlendirmektedir.

Sualtı Dalış Turizmi: Sualtı dünyasının varlıklarını görmek, filme almak, fotoğraflamak ve balık avlama amacı ile gerçekleştirilen dalış faaliyetleri ve kıyıda verilen ağırlama ve konaklama hizmetleri sonucu oluşan turizm hareketliliğidir (Dinç, 2021: 471). Üç tarafı denizlerle kaplı olan Türkiye'de, sualtı dalış turizmi oldukça önemli bir yere sahiptir. Özellikle ege bölgesinde sualtı dalış turizmi oldukça yaygındır.

Kuş Gözlemcilik Turizmi: Kuşların gözlemlenmesi ve fotoğraflarının çekilmesi ve tanımlama yapılması amacı ile turistik mal ve hizmetlerden yararlanılması sonucu oluşan turizm

hareketliliğidir (Keleş, 2021). Birçok kuş türüne ev sahipliği yapan Türkiye’de kuş gözlemcilik turizmi de oldukça yaygındır. Akdeniz ve İç Anadolu bölgelerinde ağırlıklı olarak yapılmaktadır.

Akarsu-Rafting Turizmi: Raf adı verilen botlarla, debisi yüksek nehirlerde rafting sporunun yapılması amacı ile oluşan turizm hareketliliğidir (Vikipedi Özgür Ansiklopedi, 2022). Özellikle Karadeniz bölgesinde ağırlıklı olarak yapılmaktadır.

İnanç Turizmi: “Özel ilgi turizmi” olarak ifade edilen ve kutsal yerlerin ziyaret edilmesi amacı ile oluşan turizm hareketliliğidir (Ayaz, Eren, 2020).

Av ve Golf Turizmi: Av turizmi, doğal yaşam alanlarında sayıları yeterli olan türlerin avlanmasına izin verilerek, kontrollü şekilde yapılan turizm çeşidi olarak ifade edilirken (Özer, 2020: 75); golf turizmi, golf sporunun yapılması, golf etkinliklerine katılınması ve golf sporu hakkındaki müze vb. yerlerin ziyaret edilmesi amacı ile ikamet edinilen yerden başka bir yere seyahat edilmesi sonucu oluşan turizm hareketliliğidir (Rahmalaroğlu, 2019: 50).

Yat Turizmi: Yat isimli deniz aracı ile spor ve eğlence amaçlı koy vb. yerlerin gezilmesi ve konaklama ve ağırlama hizmetlerini, ulaşım aracı olan yat içinde verilmesi ile oluşan turizm hareketliliğidir (Sezer, 2013: 105).

Türkiye turizm sektöründeki bu çeşitlilik turistlerin ilgisini çekmekte ve gelen ziyaretçi sayısında yukarı yönlü bir artış sağlamasında önemli bir rol oynamaktadır. Gelen ziyaretçi sayısında sağlanan artış ise milli gelirden yukarı yönlü bir hareketlenmeye neden olmaktadır. Diğer bir ifade ile ülke ekonomisini pozitif şekilde etkilemektedir. Türkiye turizm sektöründeki ziyaretçi verileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 6: Gelen ve Çıkan Ziyaretçi Sayısının Yıllara Göre Dağılımı

Yıllar	Gelen Ziyaretçi Sayısı	Çıkan Ziyaretçi Sayısı	Gelen Turist Sayısının % Değişimi	Çıkan Turist Sayısının % Değişimi
2004	20.753.734	20.262.640	-	-
2005	25.045.142	24.124.501	20,67	19,05
2006	23.924.023	23.148.669	- 4,47	- 4,04
2007	27.239.630	27.214.988	13,85	17,56
2008	31.137.774	30.979.979	14,31	13,83
2009	31.759.816	32.006.149	1,99	3,31
2010	32.997.308	33.027.943	3,89	3,19
2011	36.769.039	36.151.328	11,43	9,45
2012	37.715.225	36.463.921	2,57	0,86

2013	39.860.771	39.226.226	5,68	7,57
2014	41.627.246	41.415.070	4,43	5,58
2015	41.114.069	41.617.530	- 1,23	0,48
2016	30.906.680	31.365.330	-24,82	- 24,63
2017	37.969.824	38.620.346	22,85	23,13
2018	46.112.592	45.628.673	21,44	18,14
2019	51.747.199	51.860.042	12,21	13,65
2020	15.971.201	15.826.266	- 69,13	- 69,48
2021	30.038.961	29.357.463	88,08	85,49
2022	51.387.513	51.369.026	71,06	74,97

Kaynak: (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2023).

Yukarıdaki tabloda 2004 yılından 2022 yılına kadar gelen ziyaretçi sayısı, çıkan ziyaretçi sayısı ve ziyaretçi sayısında meydana gelen yıllık değişim oranları gösterilmektedir. Tablo incelendiğinde 2016 ve 2020 yılları hariç geçmişten günümüze ülkemize olan rağbetin arttığı görülmektedir. 2016 yılında ziyaretçi sayılarında meydana gelen düşüşün nedeni olarak darbe girişiminin sebebiyet verdiği iç karışıklıklar gösterilirken, 2020 yılında meydana gelen düşüşün nedeni olarak ise COVID 19 virüsünün ortaya çıkması gösterilmektedir.

COVID 19 virüsü hem dünya hem de Türkiye üzerinde olumsuz sonuçlara neden olmuştur. COVID 19 virüsünün ülkemizde görülmeye başladığı 2020 yılında, gelen ziyaretçi sayımızda keskin bir düşüş meydana gelmiştir. Gelen ziyaretçi sayısı -% 69,13 oranında keskin bir düşüş yaşayarak, 51.747.199 kişiden 15.971.201 kişiyeye gerilemiştir. Aynı şekilde çıkan ziyaretçi sayısı da, - % 69,48 oranında keskin düşüş yaşayarak, 51.860.042 kişiden 15.826.266 kişiyeye gerilemiştir. 2020 yılı, COVID 19 vakalarının pik yaptığı bir yıl olması sebebiyle gelen ve çıkan ziyaretçi sayılarında meydana gelen düşüş beklenen bir durumdur.

Virüsün etkisi başlangıçta çok olsa da salgına karşı tedbir, koruma ve yasak kararlarının alınması ve aşının bulunması ile birlikte 2021 yılında COVID 19 vaka sayısında önemli bir düşüş meydana gelmiştir. Bu düşüşün etkileri tabloda 2021 yılına ait verilerden anlaşılmaktadır. Vaka sayılarının düşmesi sonucunda gelen ziyaretçi sayısında % 88,08 oranında bir artış yaşanmıştır. Böylece 2020 yılında 15.971.201 kişi olan gelen ziyaretçi sayısı, 2021 yılında 30.038.961 kişiyeye yükselmiştir.  ıkan ziyaretçi sayısı ise % 85,49 oranında artarak, 15.826.266 kişiden 29.357.463 kişiyeye yükselmiştir. 2021 yılında vatandaşların sağlıkları hakkındaki endişe ve korkularının kalkması sonucunda Türkiye turizmi, salgından önceki eski haline dönmeye başlamıştır. 2004 yılından 2022 yılına kadar olan Türkiye turizm sektörüne ait turizm gelir ve giderleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 7: Türkiye Turizm Geliri ve Giderinin Yıllara Göre Dağılımı

Yıllar	Turizm Geliri (1000 \$)	Turizm Gideri (1000 \$)	Turizm Gelirinin % Değişimi	Turizm Giderinin % Değişimi
2004	17.076.607	2.954.459	-	-
2005	20.322.111	3.394.601	19,00	14,89
2006	18.593.951	3.270.948	- 8,50	- 3,64
2007	20.942.500	4.043.283	12,63	23,61
2008	25.415.067	4.266.197	21,35	5,51
2009	25.064.482	5.090.440	- 1,37	19,32
2010	24.930.997	5.874.520	- 0,53	15,40
2011	28.115.692	5.531.486	12,77	- 5,83
2012	29.689.249	4.593.389	5,59	- 16,95
2013	33.073.502	5.253.565	11,39	14,37
2014	35.137.949	5.470.481	6,24	4,12
2015	32.492.212	5.698.423	- 7,52	4,16
2016	22.839.468	5.049.793	- 29,70	- 11,38
2017	27.044.542	5.137.244	18,41	1,73
2018	30.545.924	4.896.310	12,94	- 4,68
2019	38.930.474	4.403.670	27,44	- 10,06
2020	14.817.273	1.104.545	- 61,93	- 74,91
2021	30.173.587	1.851.922	103,63	67,66
2022	46.477.871	4.276.533	54,03	130,92

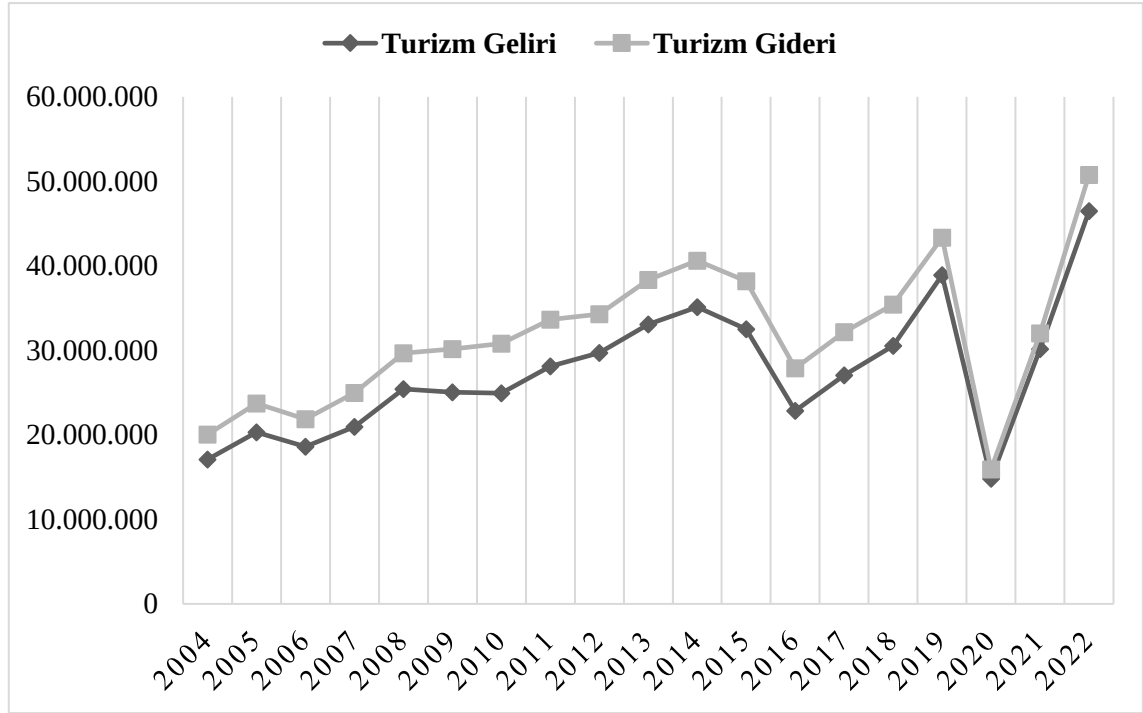
Kaynak (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2023).

Yukarıdaki tabloda turizm geliri, turizm gideri ve turizm gelir ve giderlerinde meydana gelen yıllık değişim oranları gösterilmektedir. Turizm gelirleri incelendiğinde sektörde sadece 2016 ve 2020 yılında keskin bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Genel olarak turizm gelirleri, pozitif yönlü artarak devam eden bir seyir izlemiştir. 2004 yılından 2022 yılına kadar turizm giderlerinde ise inişli çıkışlı bir seyir yaşandığı görülmektedir.

COVID 19 virüsü, 2020 yılının mart ayından itibaren Türkiye’de görülmeye başlaması ile birlikte Türkiye turizm sektörü üzerinde olumsuz sonuçlara neden olmuştur. COVID 19 salgını, Türkiye’nin ziyaretçi sayısında düşüşe neden olmuştur. Ziyaretçi sayısında meydana gelen bu düşüş, Türkiye’nin turizm gelir ve giderleri üzerinde ciddi düşüşlerin yaşanmasına neden olmuştur. Turizm gelir ve giderleri, ziyaretçi sayıları ile doğru orantılıdır. Bu sebeple 2016 ve 2020 yılları hariç turizm gelirleri artarak devam ederken, turizm giderleri dalgalı bir seyir izlemiştir. 2019 yılında 38.930.474 \$ turizm geliri sağlanırken, 2020 yılında COVID 19

virüsünden kaynaklı olarak ziyaretçi sayısının düşmesi sonucunda turizm geliri, % 61,93 oranında düşüş göstermiş ve 14.817.273 \$'a gerilemiştir. 2020 yılında hem turizm gelirinde hem de turizm giderlerinde düşüş yaşanmıştır. 2019 yılında 4.403.670 \$ şeklinde gerçekleşen turizm gideri, 2020 yılında % 74,91 oranında düşüş göstermiş ve 1.104.545 \$'a gerilemiştir. Turizm gelir ve giderlerindeki yaşanan hareketlenmelerin yıllar içerisindeki seyri aşağıdaki grafikte gösterilmektedir:

Grafik 1: 2004 ve 2022 Yılları Arasında Türkiye Turizm Gelir ve Giderleri



Yukarıdaki grafik incelendiğinde Türkiye'nin turizm gelir ve giderlerinin incelenen yıllar içerisinde oldukça hareketli bir seyir izlediği görülmektedir. 2004 yılından bugüne kadar 2016 ve 2020 yılları dışında Türkiye'ye olan rağbetin arttığı tablodan anlaşılmaktadır.

Otel doluluk oranları da ziyaretçi sayıları ile doğru orantılıdır. Ziyaretçi sayılarında meydana gelen bir düşüş, otel doluluk oranlarında da düşüş yaratır ya da ziyaretçi sayılarında meydana gelen bir artış, otel doluluk oranlarında da artış yaratmaktadır. Turizm sektöründe bulunan konaklama tesislerinin 2004 yılından 2022 yılına kadar olan doluluk oranlarının yıllara göre değişimi aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 8: 2004 yılından 2022 yılına kadar Türkiye Turizm Sektöründeki Konaklama Tesislerinin Doluluk Oranları

Yıllar	Doluluk Oranı (%)		
	Yabancı	Yerli	Toplam
2004	36,57	13,54	50,11
2005	38,68	13,04	51,71
2006	32,20	14,91	47,11
2008	38,16	13,97	52,13
2009	35,94	13,74	49,68
2010	37,79	12,12	49,91
2011	38,70	13,55	52,24
2012	41,44	13,84	55,28
2013	38,99	14,40	53,40
2014	39,49	13,13	52,62
2015	37,41	14,55	51,95
2016	24,68	17,54	42,22
2017	30,24	20,76	50,99
2018	37,16	19,27	56,43
2019	41,52	17,38	58,90
2020	11,73	11,10	22,83
2021	25,84	16,47	42,31
2022	36,96	17,96	54,92

Kaynak: (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2022).

Yukarıdaki tablo incelendiğinde Türkiye turizm sektöründeki konaklama tesislerinin doluluk oranları 2006, 2016 ve 2020 yılları hariç 2004 yılından 2022 yılına kadar artarak devam ettiği görülmektedir. 2006 yılında küçük oranda bir düşüş yaşanırken, 2016 ve 2020 yıllarında ciddi ölçüde otel doluluk oranlarında düşüş yaşanmıştır. Öyle ki 2016 yılında otel doluluk oranları -% 18,72 seviyesinde bir düşüş meydana gelirken, 2020 yılında -% 61,23 seviyesinde önemli bir düşüş meydana gelmiştir. 2007 yılına ait veri, Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından yayınlanmadığı için tabloda gösterilmemektedir.

Tabloda gösterilen veriler, COVID 19 salgınının konaklama tesisleri üzerindeki etkilerini ortaya koymaktadır. COVID 19 virüsünün Türkiye’de görülmeye başladığı 2020 yılında konaklama tesislerinin doluluk oranları, -% 61,23 seviyesinde düşmüştür. Bu düşüşün en önemli nedeni ise yasak ve koruma kararlarının alınması sonucunda ülkemize gelen ziyaretçi sayısında ve yerel turizmde meydana gelen düşüşlerdir. Uçak seferlerinin iptal edilmesi ve şehirler arası

seyahatin belirli dönemlerde yasaklanması da bu düşüşün nedenlerine örnek verilmektedir. Bu nedenlerin yanında vatandaşların sağlıkları hakkındaki endişeleri ve gidilecek konaklama tesislerinin hijyeninden emin olamayışları da yaşanan düşüş üzerinde etkili olmuştur. 2004 yılından 2022 yılına kadar olan otel dolulukları yerli ve yabancı olarak ayrılıp incelendiğinde ise otellerin daha çok yabancı ağırlıklı olduğu görülmektedir. COVID 19 salgınının, yerli ve yabancı ziyaretçilerin oluşturduğu otel doluluk oranları üzerindeki etkisinin ayrı ayrı incelenmesi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

2019 yılında Türkiye turizm sektöründe faaliyette bulunan konaklama tesislerinin otel doluluk oranlarındaki yabancıların payı % 41,52 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılına göre COVID 19 virüsünün Türkiye’de görülmeye başladığı yılda yabancı doluluk oranları, -% 71,74 oranında keskin bir düşüş yaşayarak, % 11,73 seviyesine gerilemiştir. 2019 yılında otel doluluk oranlarındaki yerli payı ise % 17,38 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılına göre 2020 yılındaki yerli payı, -% 36,13 oranında düşüş yaşayarak, % 11,10 seviyesine gerilemiştir. 2021 yılında aşı bulunmuş, alınan tedbir ve yasak kararları yavaş yavaş kalkmaya başlamış ve vaka sayılarında azalış yaşanmıştır. Tüm bu yaşanan durumlar, COVID 19 virüsünün etkilerini azaltmıştır. Böylece ziyaretçi sayılarında artış meydana gelmiştir. Ziyaretçi sayılarında yaşanan artış sonucunda konaklama tesislerinin doluluk oranlarındaki yabancı payı % 120,28 oranında artış yaşayarak, % 25,84 seviyesine yükselmiştir. 2021 yılında otel doluluk oranlarındaki yerli payı ise % 48,37 oranında artış yaşayarak, % 16,47 seviyesine yükselmiştir. Yerli ve yabancı pay oranlarında meydana gelen artış, 2022 yılında da devam etmiştir. Diğer bir ifade ile 2021 yılından itibaren konaklama tesislerinin doluluk oranları yükselmiş ve müşterileri artmıştır.

Türkiye turizm sektörüne gelen ziyaretçilerin geliş amaçları da farklılık göstermektedir. 2004 yılından 2022 yılına kadar gelen ziyaretçilerin geliş amaçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 9: 2004 yılında 2022 yılına kadar Türkiye’ye Gelen Ziyaretçileri Geliş Amaçları

Yıllar	Gezi, eğlence, sportif ve kültürel faaliyetler	Akraba ve arkadaş ziyareti	Eğitim, staj (1 yıldan az)	Sağlık ve tıbbi nedenler (1 yıldan az)	İş amaçlı (konferans, toplantı, görev vb.)	Diğer (Transit, Dini, Alışveriş vb.)	Toplam
2004	12.578.923	3.133.257	149.100	204.790	1.998.270	2.198.299	20.262.642
2005	14.879.164	4.115.647	105.252	269.801	2.151.487	2.603.153	24.124.502
2006	12.692.398	4.782.019	114.125	230.171	2.553.114	2.776.842	23.148.669
2007	16.190.461	5.357.958	156.391	223.882	2.452.771	2.833.525	27.214.988

2008	18.887.862	6.346.191	164.553	261.240	2.482.095	2.838.037	30.979.979
2009	19.963.112	6.703.706	231.887	222.597	1.646.041	3.205.035	31.972.377
2010	21.181.967	6.440.161	187.935	183.070	1.791.319	3.243.492	33.027.944
2011	22.730.445	7.462.313	250.528	208.524	2.194.724	3.304.794	36.151.328
2012	24.953.961	6.792.033	231.152	240.682	2.224.844	2.021.247	36.463.921
2013	26.817.201	7.239.397	195.918	300.102	2.404.344	2.269.264	39.226.226
2014	28.740.654	7.332.325	183.351	473.896	2.381.482	2.303.362	41.415.070
2015	28.738.633	7.502.233	150.190	395.019	2.260.244	2.571.213	41.617.530
2016	18.234.867	8.184.670	104.253	400.699	1.844.404	2.596.437	31.365.330
2017	23.737.720	9.535.640	106.158	467.302	1.812.796	2.960.730	38.620.346
2018	30.888.281	9.264.254	118.389	594.851	1.948.409	2.814.489	45.628.673
2019	36.077.029	10.063.958	142.075	701.046	1.904.427	2.971.506	51.860.042
2020	9.465.660	4.327.813	37.143	407.423	640.437	947.791	15.826.266
2021	19.042.762	7.469.644	75.195	670.730	1.050.784	1.048.348	29.357.463
2022	34.493.205	10.948.412	155.008	1.258.382	1.541.231	2.972.787	51.369.026

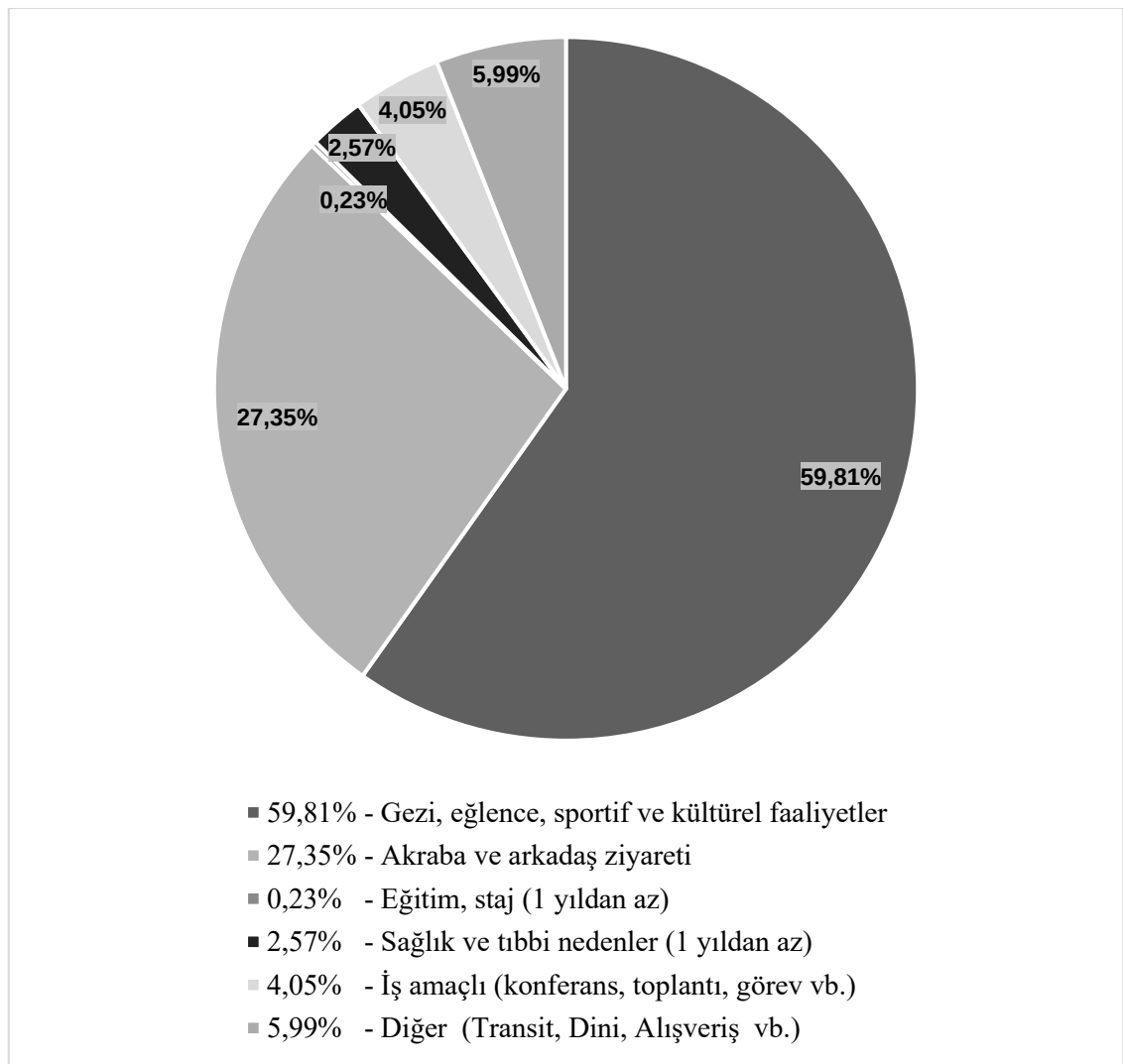
Kaynak: (Türkiye İstatistik Kurumu, 2023).

Türkiye’ye gelen ziyaretçilerin geliş amaçları incelendiğinde ziyaretçilerin daha çok gezi, eğlence, spor ve kültürel faaliyetler için geldiği görülmektedir. Gezi, eğlence, spor ve kültürel faaliyetlerden sonra ise ziyaretçiler, arkadaş ve akraba ziyareti amacı ile seyahat etmiştir. Arkadaş ve akraba ziyaretinden sonra ise iş amaçlı (konferans, toplantı, görevlendirme gibi) seyahat edilmiştir. Bunların yanında ziyaretçilerin geliş amaçları eğitim, staj, sağlık, tıbbi nedenler, dini ve transit amaçlar şeklinde sıralanmaktadır.

2019 yılında gezi, eğlence, spor ve kültürel faaliyetler için gelen ziyaretçi sayısı, 36.077.029 kişidir. 2020 yılında ise bu sayı, -% 73,76 oranında azalarak, 9.465.660 kişiye düşmüştür. Salgının etkilerinin azalmaya başladığı 2021 yılında ise gezi, eğlence, spor ve kültürel faaliyetler için gelen ziyaretçi sayısı, % 101,17 oranında artış göstererek, 19.042.762 kişiye yükselmiştir. 2022 yılında da bu artış devam etmiş ve gezi, eğlence, spor ve kültürel faaliyetler için gelen ziyaretçi sayısı, 34.493.205 kişiye yükselmiştir. COVID 19 zamanında belirtilen amaçlar ile gelen ziyaretçi sayılarında yaşanan en büyük ikinci düşüş ise iş amaçlı gelen ziyaretçi sayısında meydana gelmiştir. 2019 yılında iş amaçlı (konferans, toplantı, görevlendirme gibi) gelen ziyaretçi sayısı 1.904.427 kişi olarak belirtilirken, 2020 yılında bu sayı 640.437 kişi olarak belirtilmiştir. Diğer bir ifade ile 2020 yılında iş amaçlı gelen ziyaretçi sayısında, -% 66,37 oranında önemli bir düşüş yaşanmıştır. 2020 yılında iş amaçlı gelen ziyaretçi sayısı düşerken, 2021 yılında alınan yasak ve tedbir kararlarının gevşetilmesi sonucunda iş amaçlı gelen ziyaretçi

sayısı, % 64,07 oranında artış yaşamıştır. Böylece 2021 yılında iş amaçlı gelen ziyaretçi sayısı, 1.050.784 kişiye yükselmiştir. 2022 yılında ise iş amaçlı gelen ziyaretçi sayısı artarak devam etmiş ve 1.541.231 kişiye yükselmiştir. Diğer amaçlar (akraba ve arkadaş ziyareti, dini, eğitim, staj, sağlık ile ilgili, tıbbi nedenler, transit, alışveriş ve diğer nedenler) ile gelen ziyaretçi sayılarında da 2020 yılında düşüş yaşanmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında ise iş amaçlı gelen ziyaretçi sayısında olduğu gibi diğer amaçlarla gelen ziyaretçi sayılarında da artış yaşanmış ve ziyaretçi sayıları yükselerek devam etmiştir. COVID 19 salgın döneminde (2020 yılında) gelen ziyaretçilerin amaçlarındaki farklılık aşağıdaki grafikte gösterilmektedir:

Grafik 2: 2020 Yılında Gelen Ziyaretçilerin Geliş Amaçları



COVID 19 salgınının hem Türkiye hem de Dünya açısından ekonomik anlamda (özellikle turizm ve ulaşım sektöründe) olumsuz etkileri bulunmaktadır. 2019 yılında COVID 19 virüsünün görülmeye başlaması ve 2020 yılında da vaka sayılarının artması sonucunda dünya genelinde ülkelerde içe kapanma politikaları izlenmiştir. İçe kapanma politikaları, ülkelerde alınan yasak ve

tedbir kararları ile desteklenmiştir. COVID 19 virüsü, vatandaşların sağlıkları hakkında endişe ve korkuya neden olmuştur. Sınırların kapatılması, uçuşların iptal edilmesi, sosyal mesafe kuralları, değişen hijyen kuralları gibi alınan bir dizi koruma ve tedbir kararları ile vatandaşların sağlıkları hakkında duyduğu endişe ve korkulardan dolayı vatandaşlar mecbur kalmadıkça evlerinden dışarı çıkmamış ve evlerinde vakit geçirmeyi tercih etmişlerdir. Bu durum ise gelen ve çıkan ziyaretçi sayısında ve turizm gelirinde düşüşlerin yaşanmasına neden olmuştur. Ancak yukarıda gösterilen tablodan da anlaşıldığı üzere 2021 yılı ve sonrasında vaka sayılarının giderek azalması ve virüsün tamamen ortadan kalkması ile birlikte turizm sektörü eski haline dönmeye başlamıştır. Diğer bir ifade ile turizm sektörü eski haline dönmekle kalmamış, eski halinden de daha iyi bir duruma gelmiştir.

3.1.2.Literatür Taraması

Şirket değerlemesi, COVID 19 salgını ve turizm sektörü konuları kapsamında yapılan literatür taramasında çeşitli bilimsel çalışmalar olduğu tespit edilmiştir. Çalışmalarda COVID 19 salgınının, turizm sektöründeki paydaşlarının yönetim stratejileri üzerindeki etkisini, müşteri temin sorunlarını, turizm eğitimi alan öğrencilerin uzaktan öğrenime olan bakış açısını, su sporları ve gastronomi turizmine katılım oranları üzerindeki etkisi gibi neden olduğu sonuçların çimento, ulaşım vb. sektörler baz alınarak incelendiği görülmüştür. Çalışmalarda, zaman serisi analiz yöntemleri, anket yöntemleri, rasyo analiz yöntemleri, nitel araştırma yöntemleri, görüşme ve açık uçlu soru formu yöntemleri gibi çeşitli yöntemler kullanılmıştır.

Villiers (1997) çalışmasında, ekonomik katma değer üzerinde enflasyon sonucu oluşan çarpıklıkları incelemiştir. Çalışmada, enflasyon yaşanması durumunda finansal karar alma sürecinde ekonomik katma değer yöntemi yerine düzeltilmiş ekonomik katma değer yönteminin (AEVA) kullanılması önerilmiştir. Ayrıca düzeltilmiş ekonomik katma değer yönteminin, enflasyon yaşanması durumunda geleneksel tarihi maliyet hesaplamalarında gerçek karlılığı tahmin etmek içinde kullanılabildiği tespit edilmiştir.

Küçükkapılı (2011) çalışmasında, ekonomik katma değer yöntemi (EVA) ile pazar katma değer yöntemi (MVA) arasındaki ilişkiyi analiz ederek işletmelerin performanslarını incelemiştir. Çalışmada, ekonomik katma değer yöntemi ile pazar katma değer yöntemi arasında orta derece bir ilişkinin olduğu SPSS 16.0 programı kullanılarak tespit edilmiştir.

Aydın (2012) çalışmasında, felsefi temelleri dikkate alarak şirket değerlendirme yöntemlerini incelemiştir. Yapılan incelemede en yaygın kullanılan değerlendirme yöntemleri; indirgenmiş nakit akım yöntemi, göreceli değerlendirme yöntemi ve ekonomik katma değer yöntemi olarak

belirtilmiştir. Bu yöntemler kullanılarak şirket değeri hesaplanmış ve hesaplamalar sonucunda yapılan değerlemenin, yapılan zaman ile sınırlı olduğu tespit edilmiştir.

Altan ve Karahan (2016) çalışmasında, indirgenmiş nakit akım yöntemini, firmaya serbest nakit akım yöntemi (FCFF), öz sermayeye serbest nakit akım yöntemi (FCFE) ve ekonomik katma değer yöntemi (EVA) şeklinde üç kategoriye ayırarak incelemiştir. İncelenen üç yöntem Borsa İstanbul'a kote olan şirket örnekleri ile açıklanmıştır. Sonuç olarak ekonomik katma değer yönteminin teknoloji, enerji ve ulaştırma sektöründe piyasa değerine en yakın sonuç veren yöntem olduğu ve firmaya serbest nakit akım yönteminin ise gıda sektöründe piyasa değerine en yakın sonuç veren yöntem olduğu tespit edilmiştir.

Elmas, Yılmaz ve Yalçın (2017) çalışmasında, şirket değerlemesi konusunu, öz sermayeye göre nakit akım yöntemi ve indirgenmiş nakit akım yöntemi üzerinden BIST bilişim endeksinde yer alan iki şirketi baz alarak incelemiştir. Çalışmada, öz sermayeye göre nakit akım ve indirgenmiş nakit akım yönteminin, BIST bilişim sektörü üzerinde uygulanabilirliği test edilmiş ve anlamlı bir sonuç verip vermediği araştırılmıştır. BIST bilişim sektörü için öz sermayeye göre nakit akım yönteminin daha uygun olduğu tespit edilmiştir.

Masun (2017) çalışmasında, şirket değerlendirme yöntemlerini aktif bazlı yaklaşım, piyasa bazlı yaklaşım, gelir bazlı yaklaşım ve diğer yaklaşımlar olarak dört kategori şeklinde incelemiştir. Çalışmada, şirket değerlendirme yöntemleri detaylı bir şekilde incelendikten sonra indirgenmiş nakit akış ve net aktif değer yaklaşımları kullanılarak, otelcilik sektöründe bulunan bir şirketin değeri hesaplanmış ve analiz edilmiştir.

Ergin (2021) çalışmasında, kriz yönetim uygulamaları ile işverenlerin tercihleri arasındaki ilişkiyi, SPSS istatistiksel uygulama programını kullanarak analiz etmiştir. Çalışmada, iyimserlik ve işletmenin tüketici performansları hakkında korelasyon analizi yapılmıştır.

Nasıbov (2021) çalışmasında, COVID 19 salgınının Azerbaycan'ın turizm sektörü üzerindeki etkilerini incelemiştir. Azerbaycan'da yaşayan tüketiciler üzerinden yürütülen çalışmada, çevrim içi anket yöntemi kullanılarak veriler elde edilmiştir. Elde edilen veriler, SPSS ve SMART PLS istatistik programları kullanılarak analiz edilmiştir.

Adana (2022) çalışmasında, gıda, içecek ve tütün sektörüne ait bağımsız denetim raporlarında meydana gelen değişimleri incelemiştir. Yapılan incelemede, raporlardaki finansal tablo dipnotları dikkate alınmıştır. 66 üretim işletmesine ait olan finansal oranlar, çoklu diskriminant analiz yöntemi kullanılarak incelenmiş ve finansal başarısızlık tahmininde kullanılabilecek Z skoru modeli geliştirilmiştir.

Aslan (2022) çalışmasında, Türkiye'deki otellerin doluluk oranlarını, COVID 19 salgını nedeniyle otellerde alınan tedbirleri ve bu tedbirlere bağlı olarak arz ve talep durumlarında meydana gelen değişiklikleri incelemiştir. Ayrıca çalışmada, Türkiye'ye gelen ve giden ziyaretçi sayıları baz alınarak, ulaşım sektörü incelenmiş ve geçmiş yıllara göre karşılaştırması yapılmıştır.

Balseven (2022) çalışmasında, COVID 19 salgınının turizm sektörü üzerindeki etkilerini açıklamış ve olumsuz etkilere karşı çözüm önerilerinde bulunmuştur. Nitel araştırma yöntemleri kullanılan çalışmada, Muğla ili araştırma evreni olarak belirlenmiştir. Çalışmada, görüşme ve açık uçlu soru sorma teknikleri kullanılmış ve katılımcıların cevaplarına göre değerlendirmeler yapılmıştır.

Ekici (2022) çalışmasında, turizm sektörünün Türkiye'deki yerine değinmiştir. COVID 19 salgınının, Türkiye'nin makroekonomik değişkenlerine yansımaları ve turizm sektörü üzerindeki etkileri incelenmiştir. 2010 ve 2021 yılları arasındaki istihdam, milli gelir, turizm geliri ve ortalama harcama unsurlarının incelenmesinin yanında gıda, hava taşımacılık, acente, yiyecek ve içecek sektöründeki çalışan verileri de yorumlanmıştır.

Kırcalı (2022) çalışmasında, açık uçlu görüşme sorularını ve anket yöntemini kullanarak, COVID 19 salgınının Sultanahmet çevresindeki işletmelerde ne gibi etkilere neden olduğunu incelemiştir.

Kodaş (2022) çalışmasında, BIST 100 endeksinde işlem gören ve turizm sektöründe faaliyet gösteren 8 şirketi incelemiştir. Çalışmada, 2008 ve 2021 yılları arasında şirketlerin yayınladığı finansal tablolardan yararlanılarak, bazı finansal göstergeler elde edilmiştir. Çalışmada, panel veri regresyon analiz yöntemi kullanılmış ve COVID 19 salgınının, Türkiye bazında ekonomik büyüme, işsizlik, döviz kuru ve enflasyon üzerindeki etkilerine değinilmiştir.

Özaşık (2022) çalışmasında, COVID 19 döneminde alınan tedbirleri turistlerin bakış açısından değerlendirmiştir. Müşterilerin yeterli ya da eksik gördükleri, memnun ya da şikâyet ettikleri konular, mülakat şeklinde sorular sorularak incelenmiştir.

Seçkin (2022) çalışmasında, COVID 19 salgınının turizm sektörü üzerindeki etkilerini, Türkiye ve beş Avrupa Birliği ülkesini (Fransa, İtalya, Macaristan, Hırvatistan, Avusturya) baz alarak incelemiştir. Salgının, turizm sektörü üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerinin incelenmesinin yanında turizm sektörünün, baz alınan 6 ülkedeki yerine de değinilmiştir. Çalışmada, 2017, 2019 ve 2021 yılları baz alınarak karşılaştırmalı gelişim endeksleri kullanılmıştır.

Uçar (2022) çalışmasında, COVID 19 salgınının turizm sektöründeki çalışanlar üzerindeki sosyoekonomik etkilerini ve yapılması gereken politikaları, anket yöntemini kullanarak incelemiştir.

Yalçın (2022) çalışmasında, literatürde şirket değerlemesi hakkında olan çalışmalarda, daha çok indirgenmiş nakit akım yönteminin baz alındığını ancak uygulamada ise şirket değerinin hesaplanmasında daha çok piyasa bazlı yöntemlerin tercih edildiğini öne sürmüştür. Çalışmada, piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Şirket değerinin hesaplanmasında, piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri arasından en çok Şirket Değeri / FAVÖK çarpanının kullanıldığı tespit edilmiştir.

Yapılan çalışmalarda şirket değerlemesi konusunun, kavram ve yöntem bazında detaylı bir şekilde incelendiği görülmüştür. COVID 19 salgınının, turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketler üzerindeki etkisinin çeşitli yöntemler ile incelendiği ancak salgının, şirket değer tespiti üzerindeki etkisini baz alan çalışmaların daha kısıtlı olduğu tespit edilmiştir.

Uygulamada ise COVID 19 salgın dönemi ve Türkiye konaklama turizm sektörü baz alınmıştır. COVID 19 salgını nedeniyle meydana gelen ekonomik krizin, şirket değerleri üzerindeki etkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Uygulamada, şirket değerlendirme yöntemlerinden biri olan ekonomik katma değer yöntemi tercih edilmiştir.

3.1.3.Uygulamanın Amacı ve Kullanılan Yöntemler

COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin, şirketlerin ekonomik katma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesi konusunda literatürde bir boşluk tespit edilmiştir. COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin, turizm sektöründe bulunan şirketlerin ekonomik katma değerlerinin tespit edilmesi sonucunda yatırımcılara ve şirket yöneticilerine şirketin finansal durumu hakkında bilgi sağlanmaktadır. COVID 19 salgın dönemi gibi ekonomide rekabetin arttığı, sürekli değişikliklerin meydana geldiği zorlu bir ekonomide, pazar odaklı çalışmaların yerine maliyet odaklı çalışmaların kullanılmasının daha doğru sonuçlar sağlayacağı tespit edilmiştir. Bu sebeple uygulamada, maliyet unsurlarını da dikkate alan ekonomik katma değer yöntemi tercih edilmiştir.

Uygulamada, Türkiye Turizm sektöründe bulunan Borsa'ya kote olan iki şirket baz alınmıştır. Bu şirketler, Petrokent Turizm ve Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim şirketleridir. COVID 19 salgınının yaratmış olduğu ekonomik krizin, Türkiye turizm sektörü üzerindeki etkileri incelenmiştir. Uygulamada özellikle COVID 19 ekonomik krizinin, seçilen şirketler üzerinden Türkiye turizm şirket değerleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Uygulamada, şirketlerin, 2017 yılından 2022 yılına kadar olan verileri dikkate alınmıştır. Baz alınan dönemde,

şirket değerlerinde yaşanan kayıplar ve artışlar analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, Türkiye turizm sektörünün ilgili dönemdeki durumu hakkında bilgi sahibi olunulacaktır.

3.1.4.Uygulamanın Kapsamı

Uygulamada, ekonomik krizlerin şirket değerlemeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Uygulamada, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz baz alınarak, kriz dönemi sınırlandırılmıştır. COVID 19 salgınının şirket değerleri üzerindeki etkisi, Türkiye turizm sektöründe bulunan şirketler üzerinden açıklanmıştır. Diğer bir ifade ile uygulamanın kapsamı ülke olarak Türkiye, sektör olarak turizm konaklama sektörü şeklinde sınırlandırılmıştır. Konaklama sektöründe borsaya kote olan 9 şirket bulunmaktadır. Borsaya kote olan şirketler aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:

- Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.
- Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.
- Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş.
- Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.
- Martı Otel İşletmeleri A.Ş.
- Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.
- Petrokent Turizm A.Ş.
- Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.
- Ulaşlar Turizm Enerji Tarım Gıda ve İnşaat Yatırımları A.Ş.

Uygulamada, Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi ve Petrokent Turizm Anonim şirketleri kullanılmıştır. Diğer şirketler, pandemi döneminde yüksek tutarda maddi duran varlık alımı gerçekleştirmelerinden dolayı uygulamaya dahil edilmemiştir. Yapılan maddi duran varlık alımları, şirket değerinin hesaplanması için gerekli olan değerler üzerinde önemli değişikliklere neden olmuştur. Bu değişiklikler sonucunda oluşan şirket değerlerinin, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin etkilerini doğru bir şekilde göstermeyeceği düşünülmüştür.

Uygulamada, ekonomik katma değer yönteminin unsurlarından biri olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında öz sermaye maliyeti kullanılmıştır. Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında ise kullanılan iki yöntem vardır. Bu yöntemler; sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli ve arbitraj fiyatlandırma modelidir. Yayınlanan veriler üzerinden hesaplanan sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinde, şirketlerin hisse senedi fiyatları dikkate alınmaktadır. Hisse senetlerinin dikkate alınmasından dolayı sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin kullanılması sonucunda elde edilen değer, hata payının daha az olacağı ve bu sebeple modelin, öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılmasının daha doğru sonuç vereceği

düşünülmüştür. Uygulamada, öz sermaye maliyeti hesaplanmasında sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli tercih edilmiştir. Arbitraj fiyatlandırma modelinin tercih edilmeme nedeni ise modelin unsurlarından olan beklenen getiri ve risk değerlerinin hesaplanmasının karmaşık olmasıdır. Ayrıca uygulamada, beta ve öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan hisse senedi ve pazar portföyü getiri değerlerinin aylık ortalamaları alınarak, yıllık ortalamaları hesaplanmıştır.

3.1.5.Şirketler Hakkında Genel Bilgiler

Uygulamada, Türkiye turizm konaklama sektöründe bulunan ve borsaya kote şirketlerden olan Petrokent Turizm ve Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim şirketleri tercih edilmiştir. Uygulamada, şirketlerin değerinin ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak hesaplanmasından önce şirketler hakkında kısaca bilgi verilecektir.

3.1.5.1. Petrokent Turizm Anonim Şirketi

Petrokent Turizm Anonim Şirketi ticaret unvanı ile 01 Mart 1977 yılında kurulmuştur. Şirketin faaliyet konusu ise turizm yatırımı ve işletmeciliğidir. Şirketin merkezi, Barbaros Mahallesi Billur Sokak No:1/2 ÇANKAYA/ANKARA 'da bulunmaktadır. Şirket, Ankara Ticaret Sicil Memurluğuna bağlıdır. Şirketin ödenmiş sermayesi 24.883.200 TL iken, kayıtlı sermaye tavanı 50.000.000 TL'dir. Şirket'in internet adresi ise www.petrokent.com.tr 'dir. Şirketin hissedarları ve hissedarların ortaklık payları şu şekilde gösterilmektedir:

31.12.2022

Hissedarlar	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)
Nurullah ERCAN	22.356.856,08	89,85
Diğer Ortaklar	2.526.343,92	10,15
Toplam	24.883.200	100

Petrokent Turizm Anonim Şirketi, 1989 yılında Side Tatil köyünü ve 1991 yılında Abant Tatil köyünü hizmete açarak turizm sektöründe faaliyetlerine başlamıştır. Şirketin üretimde bulunduğu tesisler; Von Resort Golden Beach ve Von Resort Abant şeklinde sıralanmaktadır. Üretim tesislerinin adresleri ise şu şekilde gösterilmektedir:

- Von Resort Golden Beach Adres: Cumhuriyet Cad. No:6 Çolaklı Mah. Manavgat/ANTALYA

- Von Resort Abant Adres: Abant Sapağı 3. Km ABANT/BOLU

3.1.5.2.Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi

Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi ticaret unvanı ile 1966 yılında kurulmuştur. Şirketin fiili faaliyet konusu; bungalov, villa, pansiyon, otel, motel odaları ve benzeri turistik ikamet ünitelerini inşa etmek, satın almak ve kiralamak suretiyle işletmek ve bu kapsamda her türlü turistik emtianın alım ve satımını gerçekleştirmektir. Şirketin merkezi, Bayraklıdede Mah. Otuzbirler Plaj Mevkii Kuşadası/AYDIN 'da bulunmaktadır. Şirket, konaklama sektöründe bulunmakta olup süresi sınırsızdır. Şirketin ödenmiş sermayesi 4.244.587 TL'dir. Şirketin internet adresi ise www.kusturclub.com 'dur. Şirketin çalışan sayısı, 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla 52 kişi olarak belirtilmiştir. Şirketin hissedarları ve hissedarların ortaklık payları şu şekilde gösterilmektedir:

31.12.2022		
Hissedarlar	Pay Tutarı	Pay Oranı
Emine Tünay KAVASOĞLU	1.667.481	39,28%
Ebru KAVASOĞLU	874.232	20,60%
H. Arzu ÇAVUŞ	874.232	20,60%
Diğer Ortaklar	828.642	19,52%
Toplam	4.244.587	100%

2022 yılı turizm sezonunda Kuştur Tatil Köyü, Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi tarafından işletilmektedir.

3.1.6.Ekonomik Katma Değer Yöntemi ile Şirketlerin Değer Tespiti

Günümüzde şirket değer tespitleri genel olarak piyasa bazlı yöntemler kullanılarak yapılmaktadır. Ancak piyasa bazlı yöntemlerin, artan rekabet ortamlarında piyasa odaklı olmasından ve şirketlerin risk ve maliyetlerini içermemesinden dolayı bu yöntemlerin doğru sonuçlar vermediği öngörülmektedir. Ayrıca COVID 19 salgınının turizm sektörü üzerindeki etkileri hakkında yapılan literatür taramasında ekonomik katma değer yöntemi ile şirket değer tespitinin yapılmadığı görülmüştür. Bu uygulama, literatürde bulunan bu boşluğun tamamlanması üzerine odaklanmıştır. Uygulamada, ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak şirket değeri hesaplanmasına ilk olarak Petrokent Turizm Anonim şirketi ile başlanacak ve sonrasında ise Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim şirketi ile devam edilecektir. En son ise hesaplama

sonucunda elde edilen değerler analiz edilecek ve şirketlerin karlılık durumları, Türkiye turizm sektörünün kar durumu ile karşılaştırılacaktır.

3.1.6.1. Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin Değer Tespiti

Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 yılları arasındaki ekonomik katma değerleri tespit edilecek ve analizi yapılacaktır.

Ekonomik katma değer tespitinin hesaplanmasında 3 önemli faktör bulunmaktadır:

1. Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı - VSNFT (Net Operating Profit After Tax - NOPAT)
2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti – AOSM (Weighted Average Capital Cost- WACC)
3. Yatırılan Sermaye

Ekonomik katma değer hesaplamasına, vergi sonrası net faaliyet kar değerlerinin hesaplanması ile başlanılacaktır. Vergi sonrası net faaliyet karının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Yıldız, 2008: 165):

Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı = NOPAT

NOPAT = Faaliyet Karı - Vergi

Uygulamanın bu kısmından sonra vergi sonrası net faaliyet karı yerine kullanımda daha yaygın olan NOPAT kısaltması kullanılacaktır. 2017 ve 2022 yılları arasındaki NOPAT değerlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 10: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin NOPAT Değerlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Faaliyet Karı (1)	1.114.412	-11.272.134	19.929.540	-4.687.945	32.962.921	95.434.097
Vergi (2)	0	0	1.965	0	5.924.647	23.148.083
NOPAT (1-2)	1.114.412	-11.272.134	19.927.575	-4.687.945	27.038.274	72.286.014

Yukarıdaki tabloda vergi gideri olarak finansal durum tablosunda yayınlanan dönem karı vergi yükümlülükleri değerleri esas alınmıştır. Tablo incelendiğinde şirketin faaliyet karının, 2017 yılında 1.114.412 TL iken 2018 yılında keskin bir düşüş yaşayarak, -11.272.134 TL'ye gerilediği görülmektedir. 2018 yılında faaliyet karında yaşanan bu düşüş özellikle kambiyo zararlarından, reeskont faiz giderlerinden ve kıdem tazminatı karşılık giderlerinden kaynaklanmıştır. Bu gider kalemlerinde yaşanan artışlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 11: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2018 Yıllarında En Çok Artış Gösteren Gider Kalemleri

Gider Kalemleri	Yıllar	
	2017	2018
Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri	301.240	2.364.009
Kambiyo Zararları	-1.091.486	-14.221.311
Reeskont Faiz Gideri	-19.581	-2.342.277

Kıdem tazminatı karşılık giderleri kalemi, ilgili dönemde işten ayrılan çalışana fiili olarak ödenen tazminat giderlerini kapsamaktadır. Tanıma göre şirketin, 2018 yılında işten ayrılan çalışan sayısında artışlar meydana geldiği ve işten ayrılmalardan dolayı ödenen tazminat değerlerinin de artış gösterdiği anlaşılmaktadır. Ödenen tazminat değerlerinin artması ise şirketin kıdem tazminatı karşılık giderleri kaleminde artışa neden olmuştur. Şirketin turizm sektöründe faaliyet göstermesine bağlı olarak müşteri portföyünün çoğunluğunun yabancı ziyaretçilerden oluştuğu belirtilmiştir. Bundan dolayı şirket, kur riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar ise kur farkı (kambiyo) zararlarını ortaya çıkarmaktadır. Bu duruma göre 2017 yılında - 1.091.486 TL olan kur farkı zararları, 2018 yılında kur riskinin oluşması sonucunda önemli bir şekilde artış göstermiş ve - 14.221.311 TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı şekilde 2017 yılında -19.581 TL olan reeskont faiz gider kalemi de 2018 yılında artış göstermiş ve - 2.342.277 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu durum ise şirketin borç senetleri reeskontunun yeni dönem başlangıcında iptallerinin arttığı şeklinde ifade edilmektedir.

2019 yılında ise şirket, kendini toparlamıştır. Ancak 2020 yılında Türkiye’de COVID 19 vakalarının ortaya çıkması sonucunda şirketin satışları azalmıştır. Satışlarda % 64 oranında azalış yaşanırken, satışların maliyeti kaleminde % 47 oranında azalış yaşanmıştır. Satışların, maliyetlere göre daha yüksek oranda düşmesi, şirketin esas faaliyet zararı elde etmesine neden olmuştur. Bu sebeple şirketin finansal durumu tekrardan kardan zarara dönmüştür. Şirketlerin esas faaliyet zararı elde etmesinin yanında artan vaka sayısı, alınan kısıtlama ve yasak kararları sonucunda turizm sektörü durma noktasına gelmiştir. 2021 yılında ise COVID 19 vaka sayıları giderek azalmış ve 2022 yılında sıfıra yaklaşmıştır. 2020 yılında zarar eden şirket, 2021 ve 2022 yıllarında zararını kara döndürmüş ve finansal durumunu toparlamıştır. Artık şirket, esas faaliyetlerinden kar elde etmeye başlamıştır. Diğer bir ifade ile şirketin esas faaliyetlerinden elde ettiği karı, 2021 yılında % 803 oranında artarak, 32.962.921 TL’ye yükselmiştir. 2022 yılında da faaliyet karı tekrardan % 189 oranında artarak, 95.434.097 TL’ye yükselmiştir.

En son ise faaliyet karı ve vergi giderleri (dönem karı vergi yükümlülükleri) kullanılarak yıllara göre NOPAT değerleri hesaplanmıştır. Tablo incelendiğinde şirketin NOPAT değerlerinin, 2017 yılından 2019 yılına kadar ciddi ölçüde düştüğü görülmektedir. Esas faaliyet karı üzerinde etkili olan nedenler, NOPAT değerleri üzerinde de etkili olmuştur. COVID 19 salgını zamanında satışların düşmesi ve maliyetlerin satışlara göre daha düşük oranda düşmesi sonucunda NOPAT değerleri, 2019 yılında pozitif bir değer olarak hesaplanırken, COVID 19 virüsünün Türkiye’de görülmeye başladığı 2020 yılında ise negatif bir değere dönmüş ve zarar olarak hesaplanmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında ise salgının etkisini azaltmak için gerek şirketlerin izlediği politikalar gerekse dünyada izlenen politikalar sonucunda NOPAT değerlerinde artış yaşanmıştır. COVID 19 vaka sayılarının azalması, bireylerin sağlıkları hakkındaki endişe ve korkularından kurtulması, seyahat yasakları gibi birçok yasak ve kısıtlama kararının kalkması, satışların artmasına neden olmuştur. Satışların artması ile birlikte NOPAT değerleri, pozitif yönde artış göstermiştir. Diğer bir ifade ile 2021 yılında NOPAT değeri, 27.038.274 TL’ye yükselmiş ve 2022 yılında da % 167 oranında artış göstererek, 72.286.014 TL’ye yükselmiştir.

NOPAT değerleri hesaplandıktan sonra ikinci unsur olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplanacaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir (Gümüş, 2018: 154):

$$\text{AOSM} = (\text{Borcun Kaynaklar İçindeki Ağırlığı}) * (\text{Borç Oranı}) * (1 - \text{Vergi Oranı}) + (\text{Öz Sermayenin Kaynak İçerisindeki Ağırlığı}) * (\text{Öz Sermaye Maliyeti})$$

Borç Oranı: Finansman Giderleri / Toplam Yükümlülükler²

Borcun Kaynaklar İçindeki Ağırlığı: Kısa + Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Kaynaklar

Öz Sermayenin Kaynak İçerisindeki Ağırlığı: Öz Sermaye / Toplam Kaynaklar

Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında şirketin hisse senedi fiyatlarını dikkate alan sermaye varlıkları fiyatlandırma yöntemi tercih edilmiştir. Bu yöntemin hesaplanmasında kullanılan unsurlar; risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve beta değeridir. Risksiz faiz oranı için uygulamada, Türkiye’nin 10 yıllık tahvil getirisi (devlet tahvili faiz oranı) baz alınmıştır. Bu oran yıllara göre değişiklik göstermektedir. Pazar risk primi için ise Türkiye’nin 5 yıllık kredi risk primi (CDS) tutarları baz alınmış ve aralık ayındaki değerleri dikkate alınmıştır. Sermaye varlıkları fiyatlandırma yönteminde kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti} = k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

² Borç oranı için seçilen bu formülün kullanımı ile beraber şirketlerin tahvil faiz giderleri, kur riski vb. giderlerinden kaynaklanan finansman giderleri ihmal edilmiştir.

ke : Öz Sermaye Maliyeti (Yatırımdan Beklenen Getiri)

krf : Risksiz Faiz Oranı

km : Pazarın Beklenen Getirisi

(km - krf) : Pazar (Piyasa) Risk Primi

B : Beta Katsayısı (Sistemik Risk)

Beta katsayısının hesaplanmasında kullanılan formül ise şu şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Beta} = \text{cov}(r_i, r_m) / \text{var}(r_m)$$

Ri : **i Hisse Senedinin Getirisi** : (Bulunduğu Ayın Hisse Senedi Piyasa Fiyatı - Bir Önceki Ayın Piyasa Fiyatı) - 1

Rm : **Pazar Portföyünün Getirisi** : (Bulunduğu Ayın Pazar Portföyü Değeri - Bir Önceki Ayın Pazar Portföyü Değeri) - 1

Rm değeri için BIST100 Pazar portföyü değerleri baz alınmıştır. Şirketin, kurumlar vergisi, finansman giderleri ve kaynakları hakkındaki bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 12: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Kurumlar Vergisi Oranı, Finansman Giderleri ve Kaynak Verileri

Kaynakların Oranı:	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kurumlar Vergisi Oranı	0,20	0,22	0,22	0,22	0,25	0,23
Finansman Giderleri	-3.004.707	-2.660.580	-10.150.355	-11.697.788	-4.051.453	-8.666.018
KVYK	30.648.987	41.892.445	18.039.689	19.203.063	29.200.752	62.374.922
UZYK	1.057.975	3.603.823	5.380.521	5.490.443	9.878.846	17.141.704
Toplam Yükümlülükler	31.706.962	45.496.268	23.420.210	24.693.506	39.079.598	79.516.626
Öz Sermaye	12.247.357	30.209.582	38.938.039	38.364.624	120.303.087	251.959.700
Toplam Kaynaklar	43.954.319	75.705.850	62.358.249	63.058.130	159.382.685	331.476.326

Yukarıdaki tablo incelendiğinde ise şirketin, 2017 ve 2019 yılları arasında kısa vadeli borçlanma politikasından, uzun vadeli borçlanma politikasına yöneldiği görülmektedir. 2019 yılından sonra günümüze gelindikçe, COVID 19 ekonomik krizinin de ortaya çıkması sonucunda şirketin, yararlandığı borçlanma tutarını arttırdığı ancak faaliyetlerini çoğunlukla öz sermayeden

yararlanılarak döndürdüğü görülmektedir. Diğer bir ifade ile şirket, faaliyetlerini döndürebilmek için hem borç tutarlarını hem de öz sermaye tutarlarını arttırmıştır. Şirketin 2017 ve 2022 yılları arasındaki borç ve öz sermaye ağırlıkları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 13: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Kaynak Ağırlıkları

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	69%	55%	28%	30%	18%	18%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4%	6%	10%	10%	7%	6%
Toplam Yükümlülükler	73%	61%	38%	40%	25%	24%
Özsermaye	27%	39%	62%	60%	75%	76%
Toplam Kaynaklar	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tablo incelendiğinde şirketin, COVID 19 ekonomik krizi öncesinde faaliyetlerini sürdürebilmek için % 60-70 oranında borçlanmadan yararlandığı görülmektedir. 2019 ve 2020 yılında (COVID 19 ekonomik krizi döneminde) ise şirket, borçlanma payını düşürmüş olsa da faaliyetlerini sürdürebilmek için borçlanmadan yararlanmaya devam etmiştir. Ancak COVID 19 ekonomik krizi sonrasında şirket, borçlanma oranlarını düşürmüştür. Diğer bir ifade ile 2021 yılı ve sonrasında şirket, faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini yatırılan öz sermayeden sağlamış ve borçlanma düzeyini azaltıcı politika uygulamıştır.

Kaynak ağırlıklarının incelenmesinden sonra ise borçlanma maliyetleri hesaplanacaktır. Uygulamada, borçlanma maliyetinin unsurlarından biri olan borç oranının hesaplanmasında finansman giderleri / toplam yükümlülükler formülü kullanılmıştır. Borçlanma maliyetlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 14: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Borçlanma Maliyetlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansman Giderleri / Toplam Yükümlülükler (1)	0,09	0,06	0,43	0,47	0,10	0,11
1-T (2)	0,80	0,78	0,78	0,78	0,75	0,77
Borçlanma Maliyeti (1*2)	0,08	0,05	0,34	0,37	0,08	0,08

Tablo incelendiğinde borçlanma maliyetlerinin, 2017 yılından 2019 yılına kadar azaldığı görülmektedir. Bu durum, şirketin borçlanma düzeyini azaltıcı politika uygulamasından kaynaklanmıştır. Diğer bir ifade ile şirket, faaliyetlerini borç alarak sürdürmekten uzaklaşmaya başlamıştır. Ancak 2019 ve 2020 yıllarında borçlanma maliyetlerinde önemli bir artış görülmektedir. Yaşanan bu artış şirketin toplam yükümlülüklerinin 2018 yılına göre önemli bir şekilde düşmesi ve finansman giderlerinde artış yaşanmasından kaynaklanmıştır. Borç oranında artış yaşanması, borçlanma maliyetinde artış yaşanmasına neden olmuştur. 2021 ve 2022 yıllarında şirketin toplam yükümlülüklerinde artış yaşanırken, finansman giderlerinde düşüş yaşanmıştır. Yaşanan bu düşüş, borçlanma maliyetlerinde düşüşe neden olmuştur. Diğer bir ifade ile şirket, 2021 ve 2022 yıllarında daha az borçlanma maliyetine katlanmıştır.

Borçlanma maliyetlerinin hesaplanmasından sonra öz sermaye maliyetleri hesaplanacaktır. 2017 ve 2022 yılları arasındaki öz sermaye maliyetlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 15: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Öz Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risksiz Faiz Oranı (1)	0,11	0,15	0,15	0,12	0,17	0,17
Pazar Risk Primi (2)	0,02	0,03	0,04	0,05	0,04	0,07
Beta (3)	0,85	-0,24	0,05	-0,57	-0,37	-0,42
B*(Km-Kf) (2*3)	0,02	-0,01	0,002	-0,03	-0,02	-0,03
Öz Sermaye Maliyeti (1+(2*3))	0,12	0,15	0,15	0,10	0,16	0,14

Yukarıdaki tabloda virgülden sonraki iki basamak dikkate alınarak değerler yazılmıştır. Tablo incelendiğinde risksiz faiz oranının, 2018 yılında 2017 yılına göre artış gösterdiği, 2020 yılında ise azalış gösterdiği görülmektedir. Risksiz faiz oranı, yatırımcının sıfır risk düzeyinde bir yatırımdan kazanmayı beklediği faiz oranı olarak ifade edilmektedir. Risksiz faiz oranı, ekonomik krize bağlı olarak değişim göstermektedir. Kriz döneminde belirsizlik oluşması nedeniyle risksiz faiz oranında düşüş meydana gelmiştir. Risksiz faiz oranının düşmesi ise ülke getirisinde düşüşe neden olmaktadır.

Kredi risk primi olarak alınan pazar risk primi ise alınan kredinin (borç enstrümanının) geri ödenmeme durumunda sigortalanmasını ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile kredinin (borç

enstrümanının) sigorta poliçesidir. Bu oranın yüksek olduğu ülke ekonomilerinin, aşırı kırılğan ve dış faktörlere açık olduğu belirtilmektedir. Tablo incelendiğinde Türkiye'nin pazar risk priminin, COVID 19 ekonomik kriz dönemine doğru arttığı görülmektedir. Pazar risk priminin artması ise kredilerin ödenmeme ihtimalinin arttığını ifade etmektedir. Genel olarak tablo incelendiğinde Türkiye'de kredilerin ödenmeme ihtimalinin, 2017 ve 2022 yılları arasında arttığı görülmektedir.

Beta değeri ise şirketin risk primini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile hisse senedinin pazarla ne ölçüde birlikte hareket ettiğini göstermektedir (Çırak, 2018: 114). Şirketin, alacağı borçlarını geri ödememe riskini ve şirkete yapılacak yatırımlardan getiri elde etmeme riskini ortaya koymaktadır. Genel olarak tablo incelendiğinde şirketin beta değerlerinin 1'in altında olduğu görülmektedir. Buradan şirketin hisse senedinin piyasadan daha yavaş hareket ettiği anlaşılmaktadır. Diğer bir ifade ile şirketin hisse senetleri az riskli ve düşük volatilité (belirsizlik hali) şeklinde değerlendirilmiştir.

Tüm bu hesaplamalar sonucunda bulunan öz sermaye maliyeti ise şirketin ve yatırımcıların yatırmış oldukları sermayelerden elde etmek istedikleri değeri göstermektedir. Şirketin, öz sermaye maliyetleri incelendiğinde, 2017 ve 2021 yılları arasında keskin bir artış veya düşüş yaşanmadığı görülmektedir. 2021 yılında ise şirket, sermayeyi arttırma kararı almıştır. Sermayeyi arttırma kararının alınması sonucunda şirketin öz sermaye maliyeti artış göstermiştir. Kısaca, şirketin yatırdıkları sermayeden elde etmek istedikleri değerin, COVID 19 virüsünün ortaya çıktığı 2020 yılında, yüksek belirsizlik halinin baskın olmasından dolayı düştüğü görülmektedir. Sonrasında ise salgının etkilerinin ve belirsizlik durumunun azalması sonucunda şirketin yatırımlarından elde etmek istediği değerin arttığı görülmektedir.

Yapılan hesaplamalar sonucunda elde edilen değerler dikkate alınarak şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanacaktır. Şirketin, 2017 ve 2022 yılları arasındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 16: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Borçlar / Toplam Kaynaklar	0,72	0,60	0,38	0,39	0,25	0,24
Öz Sermaye / Toplam Kaynaklar	0,28	0,40	0,62	0,61	0,75	0,76

Borçlanma Maliyeti * Borç Oranı (1)	0,05	0,03	0,13	0,14	0,02	0,02
Öz Sermaye Maliyeti * Öz Sermaye Oranı (2)	0,03	0,06	0,09	0,06	0,12	0,11
AOSM (1+2)	0,09	0,09	0,22	0,20	0,14	0,13

Yukarıdaki tabloda Borçlar / Toplam Kaynaklar oranı borç oranını, Öz Sermaye / Toplam Kaynaklar oranı ise öz sermaye oranını temsil etmektedir. Yukarıdaki tablo incelendiğinde şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin 2017 ve 2018 yıllarında değişiklik yaşamadığı ve 0,09 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. 2019 yılında ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, % 144 oranında ciddi bir artış yaşamış ve 0,22 seviyesine yükselmiştir. 2020 yılında ise oranda önemli bir değişiklik yaşanmamıştır. 2021 ve 2022 yıllarında ise borçlanma maliyetlerinin önemli ölçüde azalmasından dolayı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, % 30 oranında düşüş yaşamıştır. Diğer bir ifade ile COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz döneminden sonra şirketin finansal yükümlülüklerinin ortalama maliyetleri azalmıştır.

NOPAT ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değerlerinin hesaplanmasından sonra yatırılan sermaye değeri hesaplanacaktır. Yatırılan sermaye değerinin hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

$$\text{Yatırılan Sermaye} = \text{Net İşletme Sermayesi} + \text{Duran Varlıklar}$$

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = \text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Şirketin, 2017 ve 2022 yılları arasındaki yatırılan sermaye değerlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 17: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Yatırılan Sermaye Değerlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar (1)	12.881.645	40.487.962	24.447.299	23.561.218	62.299.428	151.176.826
Kısa Vadeli Borçlar (2)	30.648.987	41.892.445	18.039.689	19.203.063	29.200.752	62.374.922
Net İşletme Sermayesi (1-2)	-17.767.342	-1.404.483	6.407.610	4.358.155	33.098.676	88.801.904
Duran Varlıklar (3)	31.072.674	35.217.888	37.910.950	39.496.912	97.083.257	180.299.500
Yatırılan Sermaye ((1-2)+3)	13.305.332	33.813.405	44.318.560	43.855.067	130.181.933	269.101.404

Yukarıdaki tablo incelendiğinde şirketin dönen varlıklarının 2018 yılında, 2017 yılına göre % 214 oranında önemli bir artış yaşayarak, 12.811.645 TL'den 40.487.962 TL'ye yükseldiği görülmektedir. Yaşanan bu artış, alacak senetlerinin % 555 oranında ciddi bir şekilde artmasından kaynaklanmıştır. Diğer bir ifade ile 2018 yılında şirketin satışları nakit olarak değil, kredili şekilde gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise şirket, alacak senetlerinin bir kısmını tahsil edebilmiştir. Alacak senetlerinin bir kısmının tahsil edilmesinden dolayı dönen varlık değerleri yarı yarıya azalmıştır. 2020 yılında ise göze çarpan bir değişiklik gerçekleşmemiş ve dönen varlık oranları stabil kalmıştır. Ancak 2021 ve 2022 yıllarına gelindiğinde, dönen varlıklarda önemli bir artış yaşanmıştır. Dönen varlıklarda yaşanan bu önemli artış, nakit ve nakit benzeri, peşin ödenmiş gider ve diğer dönen varlıklardan kaynaklanmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında şirket nakit tutma politikasına yönelmiştir. Ayrıca 2022 yılında yaşanan artışın nedenlerinden bir diğeri ise şirketin Re-Pie Portföy Yönetimi Anonim Şirketine yaptığı girişim sermayesi yatırım fonudur. Stoklama değerleri incelendiğinde ise kriz ortamından kaynaklı ithalat vb. diğer vergilerin, satın alma fiyatlarının ve nakliye ücretlerinin artmasından dolayı şirket stoklama politikasına yönelmiştir. Özellikle 2022 yılında şirket, stok değerini 7 kat arttırmıştır. Dönen varlıklarda yaşanan artışın son önemli nedeni ise 2021 yılında devreden katma değer vergisinin, 2022 yılında ise peşin ödenen vergi ve fonlar hesabının yüksek oranda artış göstermesidir. Şirket, kısa süreli varlıklar üzerinde yoğunlaşmıştır. Kısa vadeli yükümlülüklerden daha önceden bahsedildiği için tekrardan analizi yapılmayacaktır. Dönen varlık değerinden, kısa vadeli yükümlülükler çıkarıldıktan sonra net işletme sermayesi elde edilmektedir.

Net işletme sermayesi, şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli kaynaklarını karşılama gücünü göstermektedir. Diğer bir ifade ile faaliyetlerini sürdürebilmek için sahip olduğu sermayeyi ifade etmektedir. Tablo incelendiğinde, 2017 ve 2018 yıllarında şirketin günlük faaliyetlerini sürdürmekte zorlandığı yani günlük faaliyetlerini karşılayamadığı görülmektedir. Ancak 2019 yılında şirketin dönen varlıkları, kısa vadeli yükümlülüklerinden fazladır. Böylece şirket, pozitif bir net işletme sermayesi elde etmiştir. Diğer bir ifade ile şirket artık günlük faaliyetlerini sürdürebilme gücüne sahiptir. 2020 yılında ise COVID 19 salgınının başlamasından dolayı şirketin faaliyetlerini sürdürebilme gücü % 31 oranında azalmıştır. Ancak şirket hala günlük faaliyetlerini karşılayabilecek güçtedir. 2021 yılında ise şirketin net işletme sermayesi, 2020 yılına göre % 659 oranında ve 2022 yılında ise 2021 yılına göre % 168 oranında artış yaşamıştır. Kısaca; şirket, COVID 19 salgınının etkilerinin azaldığı 2021 ve 2022 yıllarında, toplumunda normalleşmeye başlaması ile birlikte finansal açıdan kendini toparlamış ve günlük faaliyetlerini sürdürebilme gücünü arttırmıştır.

Tablo incelendiğinde şirketin duran varlıklar kaleminin, 2017 ve 2021 yılları arasında durağan bir seyir izlediği görülmektedir. 2021 yılında ise şirketin duran varlıkları, % 145 oranında önemli bir artış yaşayarak, 39.496.912 TL'den 97.083.257 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında ise bu değer, 2021 yılına göre % 85 oranında artış göstererek, 97.083.257 TL'den 180.299.500 TL'ye yükselmiştir. Son iki yılda duran varlıklarda yaşanan bu artışın en önemli nedeni olarak maddi duran varlık kaleminde yaşanan artış gösterilmiştir. Maddi duran varlıkların 2020, 2021 ve 2022 yılları arasındaki değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 18: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2020, 2021 ve 2022 Yıllarındaki Maddi Duran Varlık Değerleri ve Değişimleri

Unsur	Yıllar			% Değişim	
	2020	2021	2022	2020/2021	2021/2022
Maddi Duran Varlıklar	35.661.333	90.881.985	172.989.784	154	90

Tablodan anlaşıldığı üzere şirketin maddi duran varlık kalemi, 2021 yılında % 154 oranında artış göstererek, 35.661.333 TL'den 90.881.985 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında ise yine % 90 oranında artış göstererek, 172.989.784 TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında maddi duran varlık kaleminde yaşanan bu artış, arazi, arsa, demirbaş ve taşıt alımından ve yapılmakta olan yatırımlardan kaynaklanmıştır. Sıralanan nedenlere bakıldığında şirketin yapımı süren daha tamamlanmamış yatırımlarının bulunduğu anlaşılmıştır. Şirket, arazi, arsa, taşıt ve demirbaş alımı yaparak yatırımlarını değerlendirmiştir. 2021 yılında şirketin maddi duran varlıklar kaleminde yaşanan artışın ana nedenleri 2022 yılında da geçerlidir. Ancak 2022 yılında yaşanan artışın en önemli nedeni olarak yapılmakta olan yatırım ve bina kalemlerinde meydana gelen artış gösterilmiştir. 2022 yılında ise şirketin bina kalemi % 92 oranında artarak, 107.545.222 TL'den 207.478.695 TL'ye yükselmiştir. Diğer bir ifade ile şirket, bina satın almış veya yapılmakta olan binalarını tamamlamıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda elde edilen değerler dikkate alınarak şirketin yatırılan sermaye değerleri hesaplanmıştır. 2017 yılında 13.305.332 TL olan yatırılan sermaye değeri, 2018 yılında % 154 oranında artış göstererek, 33.813.405 TL'ye yükselmiştir. 2019 yılında da % 31 oranında artış gösteren yatırılan sermaye değeri, 44.318.560 TL olarak hesaplanmıştır. Ancak Türkiye'de COVID 19 virüsünün görülmeye başladığı 2020 yılında, kriz ortamının oluşmasından dolayı yatırılan sermaye değerinde artış yaşanmamış aksine azalış yaşanmıştır. Bu sebeple 2020 yılında yatırılan sermaye değeri, 43.855.067 TL'ye gerilemiştir. 2020 yılında, şirketin yatırılan sermayesinin durağanlaştığı görülmektedir. Ancak turizm sektöründe görülen iyileşmeler sonucunda şirketin yatırılan sermaye değeri, 2021 yılında % 196 oranında, 2022

yılında ise % 106 oranında önemli bir artış yaşamıştır. Yaşanan bu artışlar sonucunda yatırılan sermaye değeri, 2021 yılında 130.181.933 TL'ye, 2022 yılında ise 269.101.404 TL'ye yükselmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda 2017 yılından 2022 yılına kadar, yatırımcı veya şirket hissedarlarının şirkete yatırmış oldukları sermayeden getiri elde ettiği ortaya çıkmıştır. Hesaplamalar sonucunda elde edilen değerler kullanılarak şirketin ekonomik katma değeri hesaplanacaktır. Ekonomik katma değer hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde gösterilmektedir:

Ekonomik Katma Değer (EVA): NOPAT - (AOSM * Yatırılan Sermaye)

Şirketin, 2017 ve 2022 yılları arasındaki ekonomik katma değerlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 19: Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Ekonomik Katma Değerlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT (1)	1.114.412	-11.272.134	19.927.575	-4.687.945	27.038.274	72.286.014
AOSM (2)	0,09	0,09	0,22	0,20	0,14	0,13
Yatırılan Sermaye (3)	13.305.332	33.813.405	44.318.560	43.855.067	130.181.933	269.101.404
Ekonomik Katma Değer (1-(2*3))	-74.589	-14.159.300	10.096.288	-13.628.434	8.951.558	37.911.979
Eva İndirgenmiş Değerler Toplamı	29.097.502					

Ekonomik katma değer, şirketin faaliyet karı ile bu karı elde etmek için kullandığı sermayenin maliyeti arasındaki fark olarak açıklanmaktadır (Figankaplan, 2020: 48). Tablo incelendiğinde şirketin, ekonomik katma değerleri ile ilgili şu ifadeler kullanabilmektedir; 2017 yılından 2019 yılına kadar şirketin ekonomik katma değeri, negatif olarak hesaplanmıştır. Şirket bu yıllar arasında ekonomik katma değer elde edememiştir. Diğer bir ifade ile ilgili dönemlerde şirketin sermaye maliyeti, elde edilen faaliyet karından büyüktür. Öyle ki şirketin ekonomik katma değeri, 2018 yılında önemli bir azalış göstererek, -14.159.300 TL'ye kadar gerilemiştir. 2019 yılında ise şirket, daha fazla kar elde etmiştir. Şirketin, elde ettiği karın artmasından dolayı ekonomik katma değeri yükselmiş ve şirket, pozitif bir ekonomik katma değer elde etmiştir. Şirket, 2019 yılında kendini toparlamaya başlamıştır. Ancak 2020 yılında COVID 19 virüsünün bir anda ortaya çıkıp, hızla yayılması sonucunda alınan kısıtlama ve tedbir kararları, fiyat artışları,

turistlerin sağlıkları hakkındaki endişelerinden dolayı seyahatlerini ertelemeleri vb. etmenler sonucunda şirketin ekonomik katma değeri, 2020 yılında keskin bir şekilde düşmüş ve -13.628.434 TL'ye gerilemiştir. Şirket, 2020 yılında ekonomik katma değer yaratmakta yetersiz kalmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında salgının azalması ile birlikte seyahat ve sokağa çıkma yasaklarının kalkması sonucunda seyahatlere olan talep artmıştır. Seyahatlere olan talebin artması, şirketin 2021 yılında elde ettiği ekonomik katma değerini, % 166 oranında arttırarak, 8.951.558TL'ye yükseltmiştir. Buradan anlaşılaçağı üzerine şirket, artık ekonomik katma değer elde etmektedir. Diğer bir ifade ile şirketin elde ettiği faaliyet karı, bu karı elde ederken kullandığı sermayenin maliyetinden büyüktür. 2022 yılında da ekonomik katma değer, % 324 oranında artış göstererek, 37.911.979 TL'ye yükselmiştir. Şirket, pozitif bir ekonomik katma değer elde ettiği 2021 ve 2022 yıllarında, kaynak maliyeti üzerinde bir gelir sağlamıştır. İncelenen yıllar içerisindeki şirket, en yüksek ekonomik katma değeri 2022 yılında elde etmiştir.

3.1.6.2.Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin Değer Tespiti

Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketinde de ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak şirket değeri hesaplanacaktır. Ekonomik katma değer tespitinin hesaplanmasında kullanılan 3 önemli unsur yine aynı sıra ile hesaplanacaktır:

1. Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax – NOPAT)
2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - AOSM
3. Yatırılan Sermaye

Şirket'in NOPAT değerlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 20:Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki NOPAT Değerlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Faaliyet Karı (1)	4.705.841	16.526.289	14.380.291	-6.212.971	5.873.645	53.234.393
Vergi (2)	1.093.406	3.941.138	39.952	416.951	0	13.627.367
NOPAT (1-2)	3.612.435	12.585.151	14.340.339	-6.629.922	5.873.645	39.607.026

Yukarıdaki tabloda vergi gideri olarak finansal durum tablosunda yayımlanan dönem karı vergi yükümlölükleri değerleri esas alınmıştır. Tablo incelendiğinde şirketin esas faaliyet karının, 2018 yılında 2017 yılına göre % 251 oranında artış göstererek, 4.705.841 TL'den, 16.526.289

TL'ye yükseldiği görülmektedir. 2018 yılında esas faaliyet karında yaşanan bu artış, şirketin satışlarının iki katı oranında artmasından kaynaklanmıştır. Satışlar, 2017 yılında 15.008.026 TL iken 2018 yılında 31.966.496 TL'ye yükselmiştir. 2019 yılında ise şirketin faaliyetlerinden elde ettiği karda, radikal bir değişim yaşanmamıştır. Ancak COVID 19 salgınının Türkiye'de görülmeye başladığı 2020 yılında, Kuştur Kuşadası şirketinin esas faaliyet karı, -% 143 oranında önemli ölçüde azalmış ve -6.212.971 TL'ye gerilemiştir. Burada yaşanan düşüşün en önemli nedeni ise alınan kısıtlama ve tedbir kararları ile vatandaşların sağlıkları hakkındaki endişelerinin artmasından dolayı seyahatlerde azalış yaşanmasıdır. Bu durum ise satışlarda keskin bir düşüşün yaşanmasına neden olmuştur. Öyle ki 2019 yılında 38.510.554 TL olan satış kalemi, -% 89 oranında önemli bir düşüş yaşayarak, 2020 yılında 4.146.413 TL'ye gerilemiştir. Virüsün etkisinin azaldığı 2021 ve 2022 yıllarında ise şirket, kendini toparlamaya başlamış ve satışlarını arttırmıştır. Bu durum şirketin esas faaliyet karını 2021 yılında, % 194 oranında arttırarak, 5.873.645 TL'ye yükseltmiştir. Böylece şirket, yeniden faaliyetlerinden kar elde etmeye başlamıştır. 2022 yılında ise şirket esas faaliyet karını, % 806 oranında arttırmış ve 53.234.393 TL'ye yükseltmiştir. Şirketin finansal durumu iyileşmeye başlamıştır. 2022 yılında yaşanan bu önemli artışın ana nedeni, yine satışlarda artış yaşanmasıdır. Satışlar, 2021 yılında 19.841.101 TL iken, 2022 yılında % 421 oranında önemli ölçüde artmış ve 103.411.221 TL'ye yükselmiştir.

En son ise faaliyet karı ve vergi giderleri (dönem karı vergi yükümlülükleri) kullanılarak yıllara göre NOPAT değerleri hesaplanmıştır. Tablo incelendiğinde şirketin NOPAT değerlerinin, 2017 yılından 2020 yılına kadar pozitif bir değer olduğu görülmektedir. Esas faaliyet karı üzerinde etkili olan nedenler, NOPAT değerleri üzerinde de etkili olmuştur. COVID 19 salgını zamanında satışların düşmesi ve maliyetlerin satışlara göre daha düşük oranda düşmesi sonucunda NOPAT değeri, COVID 19 virüsünün Türkiye'de görülmeye başladığı 2020 yılında negatif bir değere dönmüş ve zarar olarak hesaplanmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında ise salgının etkisini azaltması ile birlikte NOPAT değerlerinde artış yaşanmış ve pozitif bir değer olarak gerçekleşmiştir. Öyle ki 2021 yılında NOPAT değeri, 5.873.645 TL'ye yükselmiş ve 2022 yılında da % 574 oranında artış göstererek, 39.607.026 TL'ye yükselmiştir.

NOPAT değerleri hesaplandıktan sonra ikinci unsur olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplanacaktır. Şirketin hesaplamada kullanılan kurumlar vergisi, finansman giderleri ve kaynakları hakkındaki bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 21: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Kurumlar Vergisi Oranı, Finansman Giderleri ve Kaynak Verileri

Kaynakların Oranı:	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kurumlar Vergisi Oranı	0,20	0,22	0,22	0,22	0,25	0,23
Finansman Giderleri	-1.662.562	-9.983.270	-2.496.774	-2.881.362	-1.358.912	-1.814.114
KVYK	2.082.941	8.637.426	2.982.372	1.779.436	2.398.297	25.790.588
UZYK	372.352	483.490	703.982	577.619	687.700	1.579.383
Toplam Yükümlülükler	2.455.293	9.120.916	3.686.354	2.357.055	3.085.997	27.369.971
Öz Sermaye	35.637.531	48.987.988	49.309.104	47.400.046	64.008.121	103.435.461
Toplam Kaynaklar	38.092.824	58.108.904	52.995.458	49.757.101	67.094.118	130.805.432

Kurumlar vergisi oranı olarak Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından yayınlanan kurumlar vergisi oranları baz alınmıştır. Şirketin borç yapısı incelendiğinde ise, genel olarak uzun vadeli borçlanmalardan kaçındığı ve kısa vadeli borçlanmaları tercih ettiği görülmektedir. 2018 yılında şirketin kısa vadeli borçları, % 314 oranında artış göstererek, 8.637.426 TL'ye yükselmiştir. Bu artışın ana nedenleri ise aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 22:Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2018 Yılında Kısa Vadeli Borçlarında Yaşanan Artışın Ana Nedenleri

Uysurlar	Yıllar		% Değişim
	2017	2018	
Ticari Borçlar	391.949	801.203	104
Borç Senetleri	1.124.682	1.733.576	54
Toplam	1.518.648	2.536.797	67

2018 yılında şirketin, kısa vadeli borçlarında yaşanan artışın en önemli nedeni olarak ticari borç kalemi gösterilmiştir. Ticari borç kaleminin genel toplamı, 2017 yılında 1.518.648 TL iken, 2018 yılında % 67 oranında artış göstererek, 2.536.797 TL'ye yükselmiştir. Bu unsur incelendiğinde ise şirketin ticari borçlarının, 2018 yılında % 104 oranında artış göstererek, 391.949 TL'den, 801.203 TL'ye yükseldiği görülmektedir. Aynı şekilde şirketin borç senetleri kalemi de 2017 yılında 1.124.682 TL iken, 2018 yılında % 54 oranında artış göstererek, 1.733.576 TL'ye yükselmiştir. Bu artışlar incelendiğinde şirketin, bu dönemde mal ve hizmet alımı

karşılığında borç senedi verdiği ve alımlar için vadesi gelen ödemelerini ötelediği anlaşılmıştır. Şirket, 2018 yılından 2022 yılına kadar ise kısa vadeli borçlarını azaltma politikası yürütmüş ve başarılı olmuştur. 2022 yılı incelendiğinde ise şirketin, tekrardan kısa vadeli borçlanma politikasına yöneldiği ve kısa vadeli yükümlülüklerinde artış yaşandığı görülmüştür. Öyle ki 2021 yılında 2.398.297 TL olan kısa vadeli yükümlülükler kalemi, 2022 yılında % 975 oranında ciddi bir şekilde artış göstererek, 25.790.588 TL'ye yükselmiştir. Şirketin uzun vadeli yükümlülükler kalemi de 2022 yılında % 129 oranında önemli bir artış göstererek, 687.700 TL'den, 1.579.383 TL'ye yükselmiştir. Diğer bir ifade ile 2022 yılında şirketin borç yükü artmıştır. 2022 yılında şirketin kısa ve uzun vadeli yükümlülükler kaleminde yaşanan artışın ana nedenleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 23: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2022 Yılındaki Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülüklerindeki Artışın Ana Nedenleri

Kaynaklar	Uruslar	Yıllar		% Değişim
		2021	2022	
KVYK	Diğer Finansal Yükümlülükler	230	1.855.412	806.601
	Ticari Borçlar	158.908	6.398.791	3.927
	Diğer Borçlar	824.687	1.650.345	100
	Ertelenmiş Gelirler	357.146	1.131.357	217
	Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	13.627.367	1.362.736.700
UVYK	Uzun Vadeli Karşılıklar	687.700	1.579.383	130

Şirketin, kısa vadeli yükümlülükleri incelendiğinde 2022 yılında yaşanan artışın ana nedenleri olarak diğer finansal yükümlülükler, ticari borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler ve dönem karı vergi yükümlülüğü kalemlerinde yaşanan artışlar gösterilmiştir. Şirketin diğer finansal yükümlülükler kalemi, 2021 yılında 230 TL iken, 2022 yılında ciddi ölçüde değişiklik göstermiş ve 1.855.412 TL'ye yükselmiştir. Ticari borçlar kalemi de, 2022 yılında önemli bir artış göstererek, 158.908 TL'den 6.398.791 TL'ye yükselmiştir. Diğer borçlar kalemi de yine 2021 yılında 824.687 TL iken, 2022 yılında % 100 oranında artış göstererek, 1.650.345 TL'ye yükselmiştir. Şirketin ertelenmiş gelirler kalemi ise 2021 yılında 357.146 TL iken, 2022 yılında % 217 oranında artış göstererek, 1.131.357 TL'ye yükselmiştir. Kısa vadeli yükümlülükler kaleminde yaşanan artışın ana nedenlerinden sonuncusu ise, dönem karı vergi yükümlülüğü kaleminin artış göstermesidir. 2021 yılında sıfır olan dönem karı vergi yükümlülüğü kalemi, 2022 yılında 13.627.367 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında uzun vadeli yükümlülüklerde yaşanan artışın en önemli nedeni ise uzun vadeli karşılıklar kaleminin % 130 oranında artış göstermesidir. Kısaca, 2022 yılında şirketin borç yükünün oldukça arttığı tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile şirket,

faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini sağlayabilmek için borç ağırlığını arttırmıştır. Şirketin, 2017 ve 2022 yılları arasındaki borç ve öz sermaye ağırlıkları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 24: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin Kaynak Ağırlıkları

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
KVYK	5,00	15,00	6,00	4,00	4,00	20,00
UVYK	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Toplam Yükümlülükler	6,00	16,00	7,00	5,00	5,00	21,00
Öz Sermaye	94,00	84,00	93,00	95,00	95,00	79,00
Toplam Kaynaklar	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Tablo incelendiğinde şirketin faaliyetlerini ağırlıklı olarak öz sermaye ile döndürdüğü görülmektedir. 2022 yılına kadar şirketin borç ağırlığı çok düşük kalmıştır. Bu durum ise şirketin mecbur kalmadıkça borçlanma yoluna gitmediğini ve kendini riske sokmak istemediğini göstermektedir. 2022 yılında ise şirketin borç ağırlığı, diğer yıllara göre oldukça yükselmiş ve % 21 seviyesine çıkmıştır. Borç ağırlığında yaşanan bu artışın aksine şirketin öz sermaye ağırlığı ise % 79 seviyesine gerilemiştir. Şirket, son dönemde borçlanmayı tercih etmiştir. Şirketin, kaynak ağırlıkları incelendikten sonra borçlanma maliyetleri hesaplanacaktır. 2017 ve 2022 yılları arasındaki borçlanma maliyetlerinin hesaplanması aşağıda tabloda gösterilmektedir:

Tablo 25: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Borçlanma Maliyetlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansman Giderleri / Toplam Yükümlülükler (1)	0,68	1,09	0,68	1,22	0,44	0,07
1-T (2)	0,80	0,78	0,78	0,78	0,75	0,77
Borçlanma Maliyeti (1*2)	0,54	0,85	0,53	0,95	0,33	0,05

Yukarıdaki tabloda finansman giderleri / toplam yükümlülükler oranı borç oranını ifade etmektedir.³ Tablo incelendiğinde şirketin borçlanma maliyetlerinin, 2018 yılında 2017 yılına göre % 57 oranında artış göstererek, 0,85 seviyesine yükseldiği görülmektedir. Şirket, 2018

³ Borç oranı için seçilen bu formülün kullanımı ile beraber şirketlerin tahvil faiz giderleri, kur riski vb. giderlerinden kaynaklanan finansman giderleri ihmal edilmiştir.

yılında 2017 yılına göre daha fazla borç almış ve bu sebeple daha fazla faiz ve diğer giderlere katlanmak zorunda kalmıştır. 2019 yılında ise 0,53 seviyesine düşen borçlanma maliyeti, 2020 yılında % 79 oranında artış göstererek, 0,95 seviyesine yükselmiştir. Bu yükseliş finansman giderlerinde artış yaşanırken, toplam yükümlülüklerde azalış yaşanmasından kaynaklanmıştır. COVID 19 salgını döneminde borçlanma maliyetlerinde yaşanan artış üzerinde kur farkı giderlerinin de artış göstermesi oldukça etkili olmuştur. 2020 yılından sonra ise borçlanma maliyetleri, önemli ölçüde düşüş göstermiştir. Yaşanan düşüşlerden şirketin, daha az kredi yolu ile borçlandığı ve böylece şirketin finansman giderinde azalış yaşandığı söylenebilmektedir. Diğer bir ifade ile şirketin borç yükü artarken, finansman giderinin azalması sonucunda şirketin borçlanma maliyetleri, 2021 yılı ve sonrasında ciddi ölçüde düşüş göstermiştir. Şirketin borçlanma maliyeti hesaplandıktan sonra öz sermaye maliyeti hesaplanacaktır. Şirketin 2017 ve 2022 yılları arasındaki öz sermaye maliyetlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 26: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Öz Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risksiz Faiz Oranı (1)	0,11	0,15	0,15	0,12	0,17	0,17
Pazar Risk Primi (2)	0,02	0,03	0,04	0,05	0,04	0,07
Beta (3)	-0,31	1,12	-0,63	0,19	-0,15	0,60
B*(Km-Kf) (2*3)	-0,01	0,03	-0,02	0,01	-0,01	0,04
Öz Sermaye Maliyeti (1+(2*3))	0,10	0,19	0,13	0,13	0,17	0,21

Yukarıdaki tabloda virgülden sonraki iki basamak dikkate alınarak değerler yazılmıştır. Tablo incelendiğinde şirketin beta değerinin, 2019 yılında düşük seviyede olduğu ve COVID 19 virüsünün Türkiye’de görülmeye başlaması ile birlikte, değerın yükseldiği görülmüştür. Ancak COVID 19 salgınının oluşturduğu belirsizlik durumunun devam ettiği 2021 yılında, şirketin beta değeri, yeniden negatif bir değere dönmüş ve -0,15 seviyesine gerilemiştir. Diğer bir ifade ile salgının hisse senedi değerleri üzerindeki etkisi, asıl 2021 yılında ortaya çıkmıştır. 2022 yılında ise şirketin beta değeri yükselmiş ve borç enstrümanının (kredinin) geri ödenmeme riski düşmüştür. Tüm bu değerler dikkate alınarak öz sermaye maliyeti hesaplanacaktır. Şirketin öz sermaye maliyeti, 2018 yılında % 90 oranında artış göstererek, 0,19 seviyesine yükselmiştir. Diğer bir ifade ile 2018 yılında hissedarların veya yatırımcıların şirkete yatırmış oldukları

sermayeden elde ettikleri getiri artmıştır. 2019 ve 2020 yılları incelendiğinde ise öz sermaye maliyetlerinin düştüğü görülmüştür. Öz sermaye maliyetlerinde yaşanan bu düşüşün ana nedeni olarak, risksiz faiz oranlarında meydana gelen düşüş gösterilmiştir. 2021 yılında ise hissedarlar veya yatırımcılar, şirkete yatırmış oldukları sermayeden % 30 oranından daha fazla getiri elde etmiştir. 2022 yılında da öz sermaye maliyeti artış göstermiş ve yatırılan sermayeden daha fazla getiri elde edilmiştir. Borçlanma ve öz sermaye maliyeti değerleri dikkate alınarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanacaktır. 2017 ve 2022 yılları arasındaki şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 27: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Borçlanma Maliyeti * Borç Oranı (1)	0,03	0,13	0,04	0,05	0,02	0,01
Öz Sermaye Maliyeti * Öz Sermaye Oranı (2)	0,09	0,16	0,12	0,13	0,16	0,16
AOSM (1+2)	0,13	0,29	0,16	0,17	0,18	0,18

Tablo incelendiğinde şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, 2018 yılında % 123 oranında artış göstererek, 0,13 seviyesinden 0,29 seviyesine yükseldiği görülmektedir. Diğer bir ifade ile şirket, 2017 yılına göre 2018 yılında, finansal yükümlülüklerinden kaynaklanan daha fazla bir maliyete katlanmıştır. Yaşanan bu artış, esas olarak borçlanma düzeyinde meydana gelen artıştan kaynaklanmıştır. Şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, 2018 yılından 2020 yılına kadar düşüş göstermiştir. 2020 yılında 0,17 seviyesinde gerçekleşen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, 2021 yılında % 6 oranında artış göstererek, 0,18 seviyesine yükselmiştir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, 2022 yılında da sabit kalarak aynı düzeyde devam etmiştir. COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz döneminden sonra şirketin finansal yükümlülüklerinin ortalama maliyetinde radikal bir değişim yaşanmamıştır.

NOPAT değerleri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri hesaplandıktan sonra şirketin yıllara göre yatırılan sermaye değerleri hesaplanacaktır. Şirketin, 2017 ve 2022 yılları arasındaki yatırılan sermaye değerlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 28: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2017 ve 2022 Yılları Arasındaki Yatırılan Sermaye Değerlerinin Hesaplanması

Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar (1)	13.559.024	31.402.404	25.082.244	20.562.316	39.843.483	94.128.892
Kısa Vadeli Borçlar (2)	2.082.941	8.637.426	2.982.372	1.779.436	2.398.297	25.790.588
Net İşletme Sermayesi (1-2)	11.476.083	22.764.978	22.099.872	18.782.880	37.445.186	68.338.304
Duran Varlıklar (3)	24.533.800	26.706.500	27.913.214	29.194.785	27.250.635	36.676.540
Yatırılan Sermaye ((1-2)+3)	36.009.883	49.471.478	50.013.086	47.977.665	64.695.821	105.014.844

Yukarıdaki tablo incelendiğinde şirketin dönen varlık kaleminin, 2018 yılında 2017 yılına göre % 131 oranında önemli bir artış göstererek, 13.559.024 TL'den 31.402.404 TL'ye yükseldiği görülmüştür. 2018 yılında dönen varlık kaleminde yaşanan bu önemli artışın ana nedenleri olarak nakit ve nakit benzeri, stoklar ve ticari alacak kalemlerinde meydana gelen artışlar gösterilmiştir. Diğer bir ifade ile şirketin satışlarını, nakit yerine senet karşılığında yapmasından dolayı ticari alacaklarının ve stoklama eğilimine yöneldiğinden dolayı da stoklarının arttığı görülmüştür. Şirket, 2018 yılında elinde tuttuğu nakit miktarını arttırmıştır. 2018 yılından 2021 yılına kadar ise dönen varlıklarda azalış yaşanmıştır. Ancak 2021 yılında şirket, dönen varlıklarını % 93 oranında artırarak, 39.843.483 TL'ye yükseltmiştir. 2022 yılında ise bu kalem, % 136 oranında artış göstererek, 94.128.892 TL'ye yükselmiştir. Özellikle 2020 yılından sonra şirket, nakit tutma politikasına yönelmiştir. Genel olarak bakıldığında şirketin, nakit tutmayı seven ve riske girmekten çekinen bir şirket olduğu söylenebilmektedir. 2021 ve 2022 yılında dönen varlıklarda yaşanan önemli artışın ana nedenleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 29: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin 2021 ve 2022 Yıllarında Dönen Varlık Kaleminde Yaşanan Artışın Ana Nedenleri

Unsurlar	Yıllar		
	2020	2021	2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.560.840	37.022.313	71.121.448
Ticari Alacaklar	38.884	7.856	959.526
Stoklar	1.807.423	1.368.173	4.208.937
Peşin Ödenmiş Giderler	57.498	553.551	4.619.713

Yukarıdaki tablo incelendiğinde şirketin, 2021 ve 2022 yıllarında nakit tutma politikasına yöneldiği görülmektedir. Öyle ki 2020 yılında, 17.560.840 TL olan nakit ve nakit benzeri kalemi, 2021 yılında % 110 oranında artış göstererek, 37.022.313 TL'ye; 2022 yılında da % 92 oranında artış göstererek, 71.121.448 TL'ye yükselmiştir. Şirket, son yıllarda nakit tutmayı sevmeye başlamış ve nakit ve nakit benzeri kalemini her yıl arttırmıştır. Diğer bir ifade ile şirket, kısa vadeli ve nakde kolayca çevrilebilen kalemlerini arttırmıştır. Şirketin bu şekilde riskini azaltmayı hedeflediği öngörülmektedir. Şirketin ticari alacak kalemi ise 2020 yılında, 38.884 TL iken 2021 yılında 7.856 TL'ye düşmüştür. Şirket, 2021 yılında ticari ilişkilerinden doğan alacaklarının çoğunu nakde çevirmiştir. Ancak 2022 yılında ticari alacak kalemi, 959.526 TL'ye yükselmiştir. Ticari alacak kaleminde yaşanan bu artış, şirketin satışları karşılığında nakit almadığını, ticari ilişkileri nedeniyle daha çok 1 yıldan kısa süreli kredili işlemlerle alacaklarını tahsil ettiğini göstermektedir.

Stoklar incelendiğinde ise stoklar kaleminin de ticari alacak kalemi gibi bir seyir izlediği görülmektedir. 2021 yılında şirket, stoklarını eritmiş ve nakde çevirmiştir. Ancak 2022 yılında stoklar kalemi, % 207 oranında artış göstererek, 4.208.937 TL'ye yükselmiştir. Diğer bir ifade ile 2022 yılında şirket, 2021 yılına göre 3 kat oranında stoklarını arttırmıştır. Genel olarak bakıldığında şirketin stoklarının, ilk madde ve malzemelerden oluştuğu görülmüştür. Peşin ödenmiş gider kalemi ise 2021 ve 2022 yıllarında artarak devam etmiştir. Peşin ödenmiş gider kaleminde yaşanan artışın nedeni ise, verilen sipariş avanslarında meydana gelen artıştır. Şirketin bu dönemde, döviz dalgalanmalarından etkilenmemek için satın alımlarda anlaşılarak, avans ödemesi yaptığı ve bu şekilde gelecek fiyat artışlarından en az şekilde etkilenmeyi planladığı söylenebilmektedir. Önceki kısımlarda şirketin, kısa vadeli yükümlülüklerinin analizinin yapılmasından dolayı tekrardan ilgili kalem incelenmeyecektir. Dönen varlık kaleminden, kısa vadeli yükümlülükler çıkarıldıktan sonra net işletme sermayesi elde edilmektedir. Net işletme sermayesi, dönen varlıkların, kısa vadeli yükümlülükleri karşılama gücünü göstermektedir. Şirketin, 2017 ve 2022 yılları arasındaki net işletme sermayesi incelendiğinde, ilgili yıllarda pozitif bir değer olduğu görülmüştür. Diğer bir ifade ile şirket, sermayesi ile faaliyetlerini kolayca döndürebilmiş ve dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmiştir. 2022 yılına doğru ise şirketin faaliyetlerini karşılama gücü giderek artmıştır. 2022 yılında şirket, 2020 yılına göre net işletme sermayesini 2-3 kat oranında arttırmıştır. COVID 19 salgınından sonra şirket, finansal açıdan daha iyi bir duruma gelmiştir.

Tablo incelendiğinde ise şirketin duran varlıkları kaleminin, 2017 ve 2021 yılları arasında durağan bir seyir izlediği görülmüştür. Ancak 2022 yılında şirket, duran varlıklarını % 34 oranında arttırarak, 27.250.635 TL'den 36.676.540 TL'ye yükseltmiştir. 2022 yılında yaşanan bu

artış, maddi duran varlıklardan kaynaklanmıştır. Maddi duran varlık kaleminde yaşanan artışın nedeni olarak, taşıt ve demirbaş kalemlerinde meydana gelen artış gösterilmiştir. Şirket, 2022 yılında taşıt ve demirbaş alımı gerçekleştirmiştir.

Yapılan hesaplamalar sonucunda elde edilen değerler dikkate alınarak yatırılan sermaye değerleri hesaplanmıştır. Şirketin yatırılan sermaye değeri, 2017 yılından 2020 yılına kadar düzenli bir şekilde artmıştır. 2020 yılında, COVID 19 salgınının başlaması sonucunda yatırılan sermaye değeri, küçük ölçüde düşüş göstermiştir. 2019 yılında 50.013.086 TL olan yatırılan sermaye değeri, 2020 yılında % 4 oranında azalış göstererek, 47.977.665 TL'ye gerilemiştir. Ancak yaşanan bu küçük azalıştan sonra şirketin yatırılan sermaye değeri, 2021 yılında % 34 oranında artış yaşamıştır. Böylece şirketin yatırılan sermaye değeri, 64.695.821 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında ise yatırılan sermaye değeri, % 62 oranında artış göstererek, 105.014.844 TL'ye yükselmiştir. Kısaca, 2017 yılından 2022 yılına kadar yatırımcı veya hissedarlar, şirkete yatırmış oldukları sermayeden getiri elde etmiştir. Hesaplanan tüm bu değerler dikkate alınarak ekonomik katma değer hesaplanacaktır. Şirketin 2017 ve 2022 yılları arasındaki ekonomik katma değerlerinin hesaplanması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 30: Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin Ekonomik Katma Değerlerinin Hesaplanması

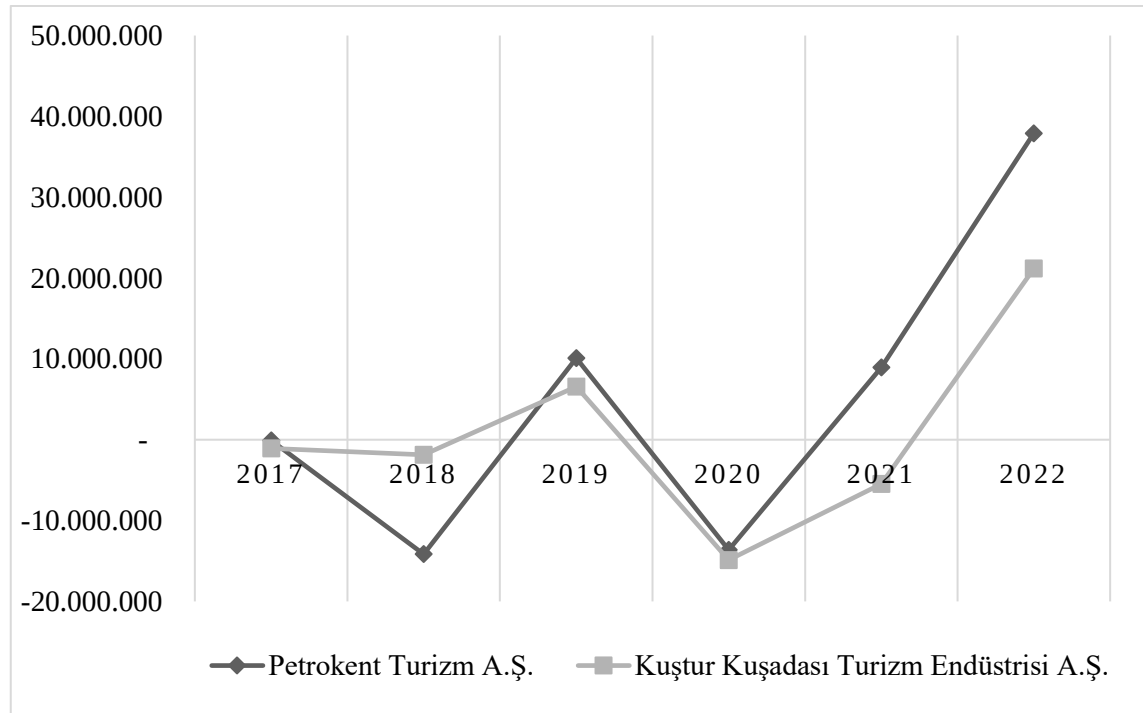
Unsurlar	Yıllar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT (1)	3.612.435	12.585.151	14.340.339	-6.629.922	5.873.645	39.607.026
AOSM (2)	0,13	0,29	0,16	0,17	0,18	0,18
Yatırılan Sermaye (3)	36.009.883	49.471.478	50.013.086	47.977.665	64.695.821	105.014.844
Ekonomik Katma Değer (1-(2*3))	-1.058.296	-1.847.509	6.584.349	-14.880.406	-5.472.839	21.168.253
Eva İndirgenmiş Değerler Toplamı	4.493.550					

Yukarıdaki tablo incelendiğinde 2017 ve 2018 yıllarında şirketin, ekonomik katma değer yaratma da yetersiz kaldığı görülmektedir. Diğer bir ifade ile şirket, 2017 ve 2018 yıllarında ekonomik katma değer elde edememiştir. Öyle ki şirket, 2018 yılında yatırılan sermaye ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde yaşanan artıştan dolayı değer kaybetmiştir. Ancak 2019 yılında şirket, pozitif bir ekonomik katma değer elde etmiştir. Diğer bir ifade ile şirketin 2019 yılında elde ettiği faaliyet karı, bu karı elde etmek için kullandığı sermayeden büyüktür. Şirketin ekonomik katma değeri, 2019 yılında 2018 yılına göre % 456 oranında artış göstererek, 6.584.349

TL'ye yükselmiştir. Şirket, 2019 yılında finansal durumunu toparlamaya başlamıştır. Ancak 2020 yılında, COVID 19 virüsünün ortaya çıkması ve hızla yayılması sonucunda alınan kısıtlama ve tedbir kararları, fiyat artışları ve vatandaşların sağlıkları hakkındaki endişelerinden dolayı seyahatlerini erteleme kararları, Kuştur Kuşadası Anonim şirketi üzerinde de olumsuz etkilere neden olmuştur. 2020 yılında şirketin ekonomik katma değeri, tekrardan negatif bir değere dönmüş ve % 326 oranında ciddi ölçüde düşüş göstererek, -14.880.406 TL'ye gerilemiştir. Şirket, COVID 19 salgını döneminde faaliyetlerinden ekonomik katma değer elde edememiştir. Diğer bir ifade ile şirketin, COVID 19 salgını döneminde elde ettiği faaliyet karı, bu karı elde ederken kullandığı sermayenin maliyetinden küçüktür. 2020 yılında şirket, elde ettiği kardan daha fazla maliyete katlanmıştır. COVID 19 vakalarının azaldığı 2021 yılında ise şirketin finansal durumunda iyileşmeler görülmüştür. Ancak şirket, bu dönemde de ekonomik katma değer elde edememiştir. 2022 yılında ise şirket, ekonomik katma değerini % 487 oranında arttırmış ve pozitif bir ekonomik katma değer elde etmiştir. Şirketin ekonomik katma değeri, 21.168.253 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında şirket, kaynak maliyetleri üzerinde gelir sağlamıştır. Diğer bir ifade ile artık şirket, faaliyetlerinden kar elde ederek sürdürülebilirliğini sağlamaktadır. 2022 yılında şirketin ekonomik katma değeri, istenilen ölçülerin üzerine çıkmıştır.

Petrokent ve Kuştur Kuşadası şirketlerinin, ekonomik katma değerlerinin yıllar içerisindeki değişimi aşağıdaki grafikte daha net bir şekilde gösterilmektedir:

Grafik 3: Petrokent ve Kuştur Kuşadası Anonim Şirketi'nin Yıllar İçerisindeki Ekonomik Katma Değerleri



Grafik incelendiğinde COVID 19 salgınının neden ekonomik kriz döneminde, Petrokent ve Kuştur Kuşadası şirketlerinin aynı seyri izledikleri görülmektedir. COVID 19 salgınından şirketler, olumsuz bir şekilde etkilenmiştir. Kriz döneminde, şirketlerin kar ve ekonomik katma değerlerinde keskin bir düşüş yaşanmış ve şirketler ekonomik katma değer elde edememişlerdir. Kriz döneminde şirketlerin elde ettiği gelir veya getiri, kaynak maliyetlerini karşılayamamış ve şirketler değer kaybetmiştir. Ancak yapılan hesaplamalar sonucunda 2021 yılı itibari ile şirketlerin finansal durumlarını iyileştirdiği görülmüş ve Petrokent şirketi, pozitif bir ekonomik katma değer elde etmeye başlamıştır. Diğer bir ifade ile 2021 yılında şirket, faaliyetlerinden kar elde ederek sürdürülebilirliğini sağlamıştır. 2021 ve 2022 yıllarında şirketlerin ekonomik katma değerleri, pozitif yönde değişmiş ve özellikle 2022 yılında şirketler, ekonomik katma değer elde etmiştir. Şirketler, kaynak maliyetlerinden daha fazla gelir sağlamış ve ekonomik katma değer yaratmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında şirketler, yatırımcılar için daha cazip hale gelmiştir. Kısaca; COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin, şirketler üzerindeki etkilerinin aynı olduğu tespit edilmiştir.

3.1.6.3.Şirketlerin ve Türkiye Turizm Sektörünün Karlılık Durumlarının Karşılaştırılması

Bu bölümde ekonomik katma değer tespiti yapılan iki şirketin karlılık durumları, Türkiye’deki turizm sektörünün kar durumu ile karşılaştırılacak ve analizi yapılacaktır. Yapılan analizde şirketlerin kar durumlarının, sektör ile aynı yönde olup olmadığı ve sektörde ne gibi farklılıklar yaşandığı ortaya koyulacaktır. Şirketlerin ve Türkiye’nin, 2018 ve 2022 yılları arasındaki kar değerleri ve değişimleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 31: Petrokent A.Ş. & Kuştur Kuşadası A.Ş. & Türkiye Turizm Sektörünün Karlılık Durumları ve Değişimleri

Yıllar	Birimler			% Değişim		
	Petrokent	Kuştur Kuşadası	Türkiye	Petrokent	Kuştur Kuşadası	Türkiye
2018	-11.272.134	12.585.151	2.390.407.790.425	-11,11	2,48	-1,00
2019	19.927.575	14.340.339	7.917.727.724.713.750	2,77	0,14	3.311,29
2020	-4.687.945	-6.629.922	1.022.280.685.002	-1,24	-1,46	-1,00
2021	27.038.274	5.873.645	16.695.335.812.706.400	6,77	1,89	16.330,46
2022	72.286.014	39.607.026	-	1,67	5,74	-

Tablodaki veriler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve şirketlerin sitelerinde yayınlanan verilerden alınmıştır. TCMB tarafından, 2022 yılına ait sektör gelir tablosu yayımlanmadığı için ilgili yıl karşılaştırmaya dahil edilmemiştir.

Tablo incelendiğinde şirketlerin karlılık durumlarında yaşanan dalgalanmaların, Türkiye turizm sektörünün karlılık durumunda yaşanan dalgalanma ile aynı yönde olduğu görülmüştür. Petrokent şirketinin vergi sonrası net faaliyet karı (NOPAT), 2018 yılında 2017 yılına göre -11,11 kat azalış gösterirken, 2019 yılında 2,77 kat artış göstermiştir. Böylece 2019 yılında Petrokent şirketinin vergi sonrası net faaliyet karı, 19.927.575 TL'ye yükselmiştir. 2019 yılında Petrokent şirketinin karında, 2,77 kat artış yaşanırken, Kuştur Kuşadası şirketinin karında, 0,14 kat artış yaşanmıştır. Türkiye turizm sektörünün karında ise 3.311,29 kat ciddi bir artış yaşanmış ve sektörün karı, 7.917.727.724.713.750 TL'ye yükselmiştir. Ancak COVID 19 virüsünün görülmeye başladığı 2020 yılında, piyasada belirsizlik sürecinin yayılmaya başlaması sonucunda kriz ortamı oluşmuş ve kar değerleri ciddi ölçüde düşüş göstermiştir. Öyle ki 2020 yılında Petrokent şirketinin vergi sonrası net faaliyet karı, -1,24 kat azalış göstererek, -4.687.945 TL'ye; Kuştur Kuşadası şirketinin vergi sonrası net faaliyet karı ise, -1,46 kat azalış göstererek, -6.629.922 TL'ye gerilemiştir. Türkiye'de de aynı seyir görülmüştür. Türkiye turizm sektörünün vergi sonrası net faaliyet karı, -1,00 kat azalış göstererek, 1.022.280.685.002 TL'ye gerilemiştir. Hayatın bir nebze de olsa normale dönmeye başladığı 2021 yılında ise hem şirketlerin hem de sektörün kendini toparlamaya başladığı görülmektedir. Yaşanan iyileşmeler sonucunda şirketlerin vergi sonrası net faaliyet kar durumlarında artışlar meydana gelmiştir. Öyle ki 2021 yılında Petrokent şirketinin vergi sonrası net faaliyet karı, 6,77 kat artış göstererek, 27.038.274 TL'ye; Kuştur Kuşadası şirketinin vergi sonrası net faaliyet karı ise, 1,89 kat artış göstererek, 5.873.645 TL'ye yükselmiştir. 2021 yılı itibarıyla şirketlerin kar durumları, pozitif bir değere dönmüştür. Türkiye turizm sektörünün kar durumu ise 16.330,46 kat artış göstererek, 16.695.335.812.706.400 TL'ye yükselmiştir. Kısaca; şirketlerin ve Türkiye turizm sektörünün, 2021 yılı ve sonrasında karlarının arttığı ve finansal performanslarında iyileşmelerin yaşandığı tespit edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda şirketlerin ve turizm sektörünün, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik kriz ortamından, önemli ölçüde olumsuz bir şekilde etkilendiği ve sonrasında ise hızlı bir şekilde toparlanmaya başladığı görülmüştür. Aynı zamanda turizm sektörünün karlılık durumundaki değişimin, Petrokent ve Kuştur Kuşadası şirketlerinin karlılık durumlarındaki değişim ile aynı olmasından dolayı şirketlerin finansal durumlarının normal bir seyir izlediği söylenebilmektedir.

4. SONUÇ

Çalışmada, değerlendirme ve kriz kavramının kökeni, kavramların gelişim süreçleri, türleri, kullanım alanları, özellikleri, kavramlar üzerinde etkili olan unsurlar, yaşanan önemli ekonomik krizler ve şirket değerlendirme yöntemleri detaylı bir şekilde anlatılmıştır. Şirket değerlemesi kavramı, geçmişten günümüze kadar yeni yöntemler eklenerek, oldukça genişletilmiştir. Çalışmada ise şirket değerlendirme yöntemleri; aktif bazlı değerlendirme yöntemleri, piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri, gelir bazlı değerlendirme yöntemleri ve alternatif değerlendirme yöntemleri olarak dört ana gruba ayrılmıştır. Çalışmada, şirket değerlendirme yöntemlerinin hesaplamalarındaki farklılıklar vurgulanarak, güçlü ve zayıf yönleri ortaya konulmuştur.

Çalışmada, ekonomik krizlerin şirket değerleri üzerindeki etkisi, ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak seçilen şirketler üzerinden ortaya konulmuştur. Ekonomik katma değer yönteminin seçilmesinin nedeni ise, şirketin yatırdığı yatırımlardan elde ettiği veya kaybettiği getiriyi kolayca ortaya konulmasını sağlamasıdır. Ayrıca tez literatüründe, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin şirket değerleri üzerindeki etkisinin, ekonomik katma değer yöntemi (EVA) ile belirlenmesi konusunda bir boşluk bulunmaktadır. Uygulamanın asıl amacı, COVID 19 ekonomik krizinin, konaklama turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerleri üzerindeki etkisinin ekonomik katma değer yöntemi kullanarak ortaya konulmasıdır. Çalışmada, Türkiye'deki konaklama turizm sektöründe faaliyet gösteren Petrokent Turizm A.Ş. ve Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş. şirketleri baz alınmıştır. Bu şirketlerin pandemi dönemi, öncesi ve sonrası için ekonomik katma değerleri hesaplanmış ve analiz edilmiştir. Şirketlerin ekonomik katma değerleri analiz edildikten sonra baz alınan şirketlerin karlılık durumları, Türkiye'deki konaklama turizm sektörünün kar durumu ile karşılaştırılmış ve analiz edilmiştir.

Pandemi öncesi dönem olarak 2017, 2018 ve 2019 yılları baz alınmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucunda, şirketlerin ekonomik katma değerlerinin 2019 yılından önce negatif bir değer olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile şirketler, 2019 yılından önce ekonomik katma değer elde edememiştir. Pandemi öncesinde şirketlerin karları, maliyetlerinden daha düşük gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise şirketlerin ekonomik katma değerlerinde iyileşmelerin meydana geldiği görülmüştür. Kısaca; yapılan hesaplamalar sonucunda pandemi öncesinde şirketlerin finansal durumunun iyi olmadığı ancak 2020 yılına doğru finansal durumlarında düzeltilmelerin meydana geldiği bulgusuna ulaşılmıştır. 2020 ve 2021 yılları ise pandemi dönemi olarak belirlenmiştir. Pandemi dönemi incelendiğinde, COVID 19 virüsünün Türkiye'de görülmeye başlaması ile birlikte konaklama turizm sektörünün ve bu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin,

finansal performanslarının olumsuz bir şekilde etkilendiği ve değerlerinde düşüşler meydana geldiği tespit edilmiştir. Öyle ki şirketlerin ekonomik katma değerleri, negatif bir değere dönmüştür. Diğer bir ifade ile şirketler, COVID 19 virüsü nedeniyle ekonomik katma değer elde edememiştir. Yapılan hesaplama sonucunda şirketlerin pandemi döneminde, maliyetlerinden daha düşük düzeyde kar elde ettikleri ve faaliyetlerinden elde ettikleri getirilerinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Edinilen bulgular incelendiğinde COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizden, şirketlerin ve Türkiye'deki turizm sektörünün, aynı doğrultuda olumsuz bir şekilde etkilendiği görülmüştür. Kısaca; COVID 19 ekonomik krizi, Türkiye'deki turizm sektörünün ve sektörde faaliyet gösteren şirketlerin, karlarını ve yatırımlardan elde ettikleri getirilerini olumsuz bir şekilde etkilemiş ve bu değerlerde düşüşlerin yaşanmasına neden olmuştur. 2022 yılı da pandemi sonrası dönem olarak belirlenmiştir. Yapılan hesaplamalarda şirketlerin ekonomik katma değerlerinin, 2022 yılında pozitif bir değer olduğu tespit edilmiştir. Pandemi sonrası dönemde, COVID 19 salgınının neden olduğu ekonomik krizin, şirketler ve sektör üzerindeki etkisinin tamamen ortadan kalkması sonucunda şirketlerin, finansal performanslarında iyileşmelerin görüldüğü ve değerlerinde artışlar meydana geldiği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada, elde edilen değerler üzerinden şirketlerin kriz dönemlerin de oldukça kırılgan bir yapılarının olduğu görülmüş ve COVID 19 ekonomik krizinin başlaması sonucunda şirket değerlerinde düşüşlerin meydana geldiği tespit edilmiştir. Şirket değerlerindeki bu hassaslık, kriz dönemlerinde alınan finansal kararlar için önem oluşturmaktadır. Çalışmada, kriz dönemlerinde yatırım kararlarının alınmasından önce mutlaka şirketlerin değerlerinin tespit edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Kriz dönemleri baz alınarak şirket değerlemeleri üzerine yapılacak olan çalışmalarda; kriz dönemleri incelenirken, ekonomik birimlerde uygulanan politikaların ve alınan kararlarının dikkate alınmasının yaşanan etkiyi anlamak için fayda sağlayacağı öngörülmektedir. Yeni çalışmalarda, ekonomik kriz türü yerine farklı kriz türleri (siyasi, teknoloji vb.) üzerine odaklanılarak ve dünyanın farklı gölgelerinde bulunan şirketler baz alınarak incelenen konunun kapsamının genişletilebileceği öngörülmektedir.

KAYNAKÇA

- Adana, B. A. (2022). 2020 Yılı Bağımsız Denetim Raporlarının Covid-19 Salgınının Etkileri Açısından Değerlendirilmesi: Gıda ve Perakende Sektörleri İle Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren Halka Açık Şirketler Üzerine Mukayeseli Bir İnceleme. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-139.
- Ağca, S. Y. (2009). Performans Ölçümünde Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Yöntemi ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-118. Tokat.
- Akkaşoğlu, S., & Akyol, C. (2022). Salgın Hastalık Kaynaklı Krizlerin Turizm Endüstrisine Etkileri; Covid-19 Özelinde Bir Araştırma. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 23(COVID-19 ÖZEL SAYISI), 121-134.
- Aktan, P. C., & Şen, A. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 2(42), 1-9.
- Aktürk, D., Yanık, D. D., & Sipahi, P. D. (2016). *Şirket Değerleme Yaklaşımları* (2.Baskı b.). Ankara: Seçkin.
- Akyüz, Y. Y. (2013). Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi: İMKB’de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(2), 339-356.
- Al-Awadhi, A., Alsarfi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadı, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27(100326), 1-5.
- Alkan, Ö. İ., & Demireli, A. (2007). Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 27-39.
- Alpaslan, K., Tanrısever, D., & Tütüncü, B. (2018). Dağcılık Turizminde Moleküler Gastronomi Kullanılabilir mi? *Güncel Turizm Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 104-122.
- Altan, M., & Karahan, N. (2016). Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Ve Ekonomik Katma Değer Yöntemleri İle Firma Değerlemesi: Borsa İstanbul’da Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(35), 11-23.
- Altaş, Y., Çavuş, D., & Zaman, D. (2015). Türkiye’nin Kış Turizmi Koridorunda Yeni Bir Kış Turizm Merkezi: Konaklı. *Marmara Coğrafya Dergisi*(31), 345-365.
- Aras, O. N. (2010). Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 97-104.
- Aslan, E. (2022). Covid-19’un Türkiye’deki turizm sektörüne etkisi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-94.
- Aslantaş, M. F. (2020). Yerinden Yönetim İlkesi Kapsamında Ekonomik Krizlerin Yerel Yönetimler Maliyesine Etkisinin Değerlendirilmesi (Ülke Örnekleri ve Türkiye İncelemesi). *Doktora Tezi*, 1-286. Bursa.

- Ataş, H. (2022, Şubat). 2008 Küresel Krizi Sonrasında TCMB Para Politikası. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-151. Gaziantep.
- Ay, H., & Uçar, Ö. (2015). Üç Küresel Ekonomik Krizin Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), 11-32.
- Ayaz, D., & Eren, M. (2020). Türkiye'de İnanç Turizmi Üzerine Nitel Bir Araştırma. *Uluslararası Türk Dünyası Turizm Araştırmaları Dergisi*, 5(2), 284-300.
- Aydın, A. (2010). İzmir'deki Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Kariyer Yönetimi Uygulamaları ve Ekonomik Krizin Otel Çalışanlarının Kariyer Planlarına Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-210.
- Aydın, Y. (2012, Mart). Firma Değerleme Yöntemleri. *Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 1(1), 87-110.
- Aypek, N., & Üzgün, Y. (2021). Veri Zarflama Analizi ile Firma Değerleme Yaklaşımı Borsa İstanbul Gıda Sektörü Örneği. *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi*, 9(1), 1-19.
- Bağcı, M. (2020). Ekonomik Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Finansal Tablolarında Oluşan Etkiler:BİST'de İşlem Gören Tekstil ve Hazır Giyim SektörüFirmaları Üzerinde Bir İnceleme. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-146. İstanbul.
- Bakar, N. A., & Rosbi, S. (2020). Effect Of Coronavirus Disease (COVID-19) To Tourism Industry. *International Journal of Advanced Engineering Research and Science (IJAERS)*, 7(4), 189-193.
- Bakırtaş, İ., & Tekinşen, A. (2004). Dünya Savaşları ve Büyük Buhran Arasındaki Etkileşimin Ekonomi Politikası. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12, 83-100.
- Balseven, T. (2022). COVID-19 Salgınının Turizm Sektörüne Etkileri: Muğla İli Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-116.
- Bankası, T. C. (2023). *EVDS Verinin Merkezi*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_1/5854/DataGroup/turkish/bie_mkbrgn adresinden alındı
- Başaran, M. (2021). The Impact Of Covid-19 On Performance Of Turkish Companies in Tourism Sector Using Ratio Analysis. *Master's Thesis*, 1-80.
- Batırel, A. (2020). SARS-CoV-2: Bulaşma ve Korunma. *Southern Clinics of Istanbul Eurasia*, 31, 1-7.
- Bedir, B. (2021). Covid-19 Salgınının Turizm Sektörü Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-82.
- Begley, S. (2013, January). *Flu-Conomics: The Next Pandemic Could Trigger Global Recession*. Reuters: <https://www.reuters.com/article/us-reutersmagazine-davos-flu-economy/flu-conomics-thenext-pandemic-could-trigger-global-recession-idUSBRE90K0F820130121> adresinden alındı
- Bilici, Y., & Işık, A. (2018). Bölgesel Kalkınmada Yayla Turizmi: Rize İli Örneği. *AÇÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(1), 1-21.

- Bilir, H., & Kulalı, İ. (2013). Göreceli Değerlemede Emsal Firmaların Tespiti. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(30), 197-212.
- Boissay, F., & Rungcharoenkikul, P. (2020). Macroeconomic Effects Of Covid-19: An Early Review. *Bank for International Settlements*, No 7, 1-9.
- Brewer, P., Chandra, G., & Clayton, A. (1999). Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. *SAM Advanced Management Journal*, 64(2), 4.
- Cinel, E. A. (2020). Covid-19'un Küresel Makroekonomik Etkileri ve Beklentiler. *Politik Ekonomik Kuram*, 4(1), 124-140.
- Çelik, A. G. (tarih yok). Marka Değerleme. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İ.İ.B.F.*, s. 195-208.
- Çelik, S., & Başkonuş Direkci, T. (2013). Türkiye'de 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemler İçin Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisi (1991–2010). *Electronic Turkish Studies*, 8(3), 111-135.
- Çeti, B., & Ünlüöner, K. (2019). Salgın Hastalıklar Sebebiyle Oluşan Krizlerin Turizm Sektörü Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi. *AHBVÜ Turizm Fakültesi Dergisi*, 22(2), 109-128.
- Çetin, G., & Göktepe, S. (2020). COVID-19 Pandemisinin Turizm Endüstrisi Üzerindeki Etkileri. *COVID-19 Pandemisinin Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Etkileri*, 87-97.
- Çetiner, P., Özöğüt, A., & Kendir, H. A. (2018, June). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği. *Journal Of Institute Of Economic Development And Social Researches*, 4(9), s. 346-356.
- Çınarlı, Y. D. (2005). Risk İletişimi Açısından SARS (Şiddetli Akut Solunum Sendromu) Salgını. *Galatasaray Üniversitesi İletişim Dergisi*, 2, 55-69.
- Çırak, R. (2018). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. İstanbul: Seçkin Akademik ve Mesleki Yayınlar.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset* (3 b.). John Wiley & Sons.
- Darıcan, M. F. (2005). Ekonomik Krizler ve Türkiye. *İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi (İAÜD)*, 5(17), 39-46.
- Darıcı, S. (2020, Ağustos). Kriz Senaryoları Nedir? Türkiye-ABD'nin Karşılaştırmalı Analizi ve İletişim Odaklı Bir Kriz Senaryo Modeli Önerisi. *International Balkan University - Turkish Studies*, 15(4), s. 277-294.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(20), s. 57-81.
- Demir, F. O. (2008). Kriz Yönetim Stratejileri ve Kriz İletişimi. *Review of Social, Economic & Business Studies*., s. 1-25.
- Demir, O. (2013). Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Borsa İstanbul Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-125. Ankara.

- Demir, Y., & Bahadır, A. (2007, Eylül). UFRS (TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, s. 65-80.
- Diker, O., Çetinkaya, A., & Cinkara, A. (2016). Hava Sporları Turizmi ve Safranbolu'nun Hava Sporları Potansiyelinin Belirlenmesi. *Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(1), 84-100.
- Dinç, D. Ö. (2021). Sualtı Turizmi ve Türkiye'de Sualtı Dalış Noktaları Hakkında Görgül Bir Araştırma (Ayvalık Örneği). *Sosyal, Beşerî ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(5), 469-486.
- Duman, E., & Işık, N. (2012). 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi'nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(1), 73-101.
- Dündar, A. G. (2020). Küresel Salgınların Makroekonomik Etkileri Üzerine Bir Araştırma. *Uluslararası Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Dergisi / Journal Of Social And Humanities Sciences Research*, 7(52), 837-852.
- Ede, S. (2016). Şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi ve Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-101. İstanbul.
- Ekici, F. G. (2022). Türkiye'de Covid-19 Salgının Turizm Sektörü Üzerindeki Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-56.
- Ekici, H. (2019, Aralık). Şirket Değerlemesinde Karşılaşılan Özel Durumların Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-115. Sakarya.
- Elma, O. E. (2017, Nisan). İlk Halka Arzlarda Değerleme Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Doktora Tezi*, 1-208. Denizli.
- Elmas, B., Yılmaz, H., & Yalçın, S. (2017). 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.
- Ergin, E. (2021). Covid-19 Küresel Salgın Sürecinde Turizm İşletmelerinin Kriz Yönetim Uygulamaları İle İşletme Performansı Arasındaki İlişkide İyimsenliğin Düzenleyici Rolü: TR90 Bölgesi Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-122.
- Ersoy, H., Gürbüz, A. O., & Erdoğan, M. (2019). Covid-19'un Türk Bankacılık ve Finans Sektörü Üzerine Etkileri, Alınabilecek Önlemler. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Covid-19 Sosyal Bilimler Özel Sayısı*(37), 146-173.
- Ertuğrul, M. (2005). Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB'de Test Edilmesi. *Doktora Tezi*, 1-288. Eskişehir.
- Esposito, A. (2020, March). *The Worst Hit Equity Sectors in 2020*. Morningstar: <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/200469/the-worst-hit-equity-sectors-in2020.aspx> adresinden alındı
- Eyigün, C. P. (2005). Ortaya Çıkışından Bugüne SARS: Güncel Durum. *Flora*, 10(3), 108-118.
- Fan, E. X. (2003, Mayıs). SARS: Economic Impacts and Implications. *Economic and Research Department Seri No:15*, 1-14.

- Ferguson, R., Rentzler, J., & Yu, S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability? *Journal of Applied Finance*, 15(2), 101-113.
- Feyisa, H. L. (2020). The World Economy at COVID-19 Quarantine: Contemporary Review. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 8(2), 63-74.
- Figankaplan, T. (2020). Bankaların Piyasa Değeri ile Ekonomik Katma Değeri Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Panel Nedensellik Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 14(1), 39-67. https://www.bddk.org.tr/Content/docs/bddkDergiTr/dergi_0027_04.pdf adresinden alındı
- Filiz, E. (2006, Temmuz). Türk Kamu Yönetiminde Kriz Yönetimi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-299. Malatya.
- Gacar, A. (2009). Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-116.
- Genç, A. (2020, Aralık). Firma Değeri ve Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Temel Değerleme Yaklaşımlarıyla Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. *Doktora Tezi*, 1-166. Denizli.
- Gorbon, M. (2012, Nisan). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. İş Yatırım. adresinden alındı
- Göçer, İ. (2013, Haziran). Küresel Ekonomik Krizin Etkileri: Panel Veri Analizi. *Balikesir University The Journal of Social Sciences Institute*, 16(29), 163-188.
- Gözen, M. (2001). İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi. *Doktora Tezi*, 1-310. Ankara.
- Gözen, M. (2019). Şirket Değerlemesine Kuramsal Açıdan Genel Bir Bakış. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (AEÜSBED)*, 5(2), 198-219.
- Güleç, M. (2015, Eylül). Önde Gelen Şirket Değerleme Yöntemleri Kapsamında Banka Değerlemesi: Tekstilbank Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-89. Ankara.
- Gültekin, N., & Aba, E. (2011). Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Kriz Yönetimi: Şanlıurfa Örneği. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi / Journal of Entrepreneurship and Development*, 6(2), 205-226.
- Gümüş, Ü. (2018). Firma Performans Ölçümünde Ekonomik Katma Değer: BIST100'de İşlem Gören Çimento Sektörü Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-185. Aydın.
- Gündoğmuş, M., & Öztanır, İ. (2021, Ağustos). Şirket Değerlemesinde Teorik Çerçeve ve Türkiye'de Yapılan Şirket Değerlemesi Çalışmalarının Analizi. s. 309-324.
- Hacıevliyagil, N., & Gümüş, A. (2020). Covid-19'un En Etkili Olduğu Ülkelerde Salgın-Borsa İlişkisi. *GAZİANTEP UNIVERSITY JOURNAL OF SOCIAL SCIENCES*, 19(COVID-19 Special Issue), 354-364.
- 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.

- İpeker, M. (2002). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, 1-114. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Kaya, M. (2021). COVID-19 Dönemi Öncesi ve Sonrası Turizm Destinasyonlarına Yönelik Beklentilerin İncelenmesi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-101.
- Kayadelen, İ. (2012). Ekonomik Krizler ve ABD 2007 Krizi Sonrası Ülkelerin Borsa Performansları Üzerine Bir Araştırma. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-141. İzmir.
- Keleş, E. (2020, Haziran). *Kongre Turizmi Nedir? Dünya'da Kongre Turizmi*. Turizme Bakış: [https://www.turizmebakis.com/kongre-turizmi-nedir-dunyada-kongre-turizmi/#:~:text=Peki%2C%20kongre%20turizmi%20nedir%3F,%C3%A7%C4%B1kmak%2C%20kongre%20turizminin%20tan%C4%B1m%C4%B1n%C4%B1%20olu%C5%9Fturur.adresinden alındı](https://www.turizmebakis.com/kongre-turizmi-nedir-dunyada-kongre-turizmi/#:~:text=Peki%2C%20kongre%20turizmi%20nedir%3F,%C3%A7%C4%B1kmak%2C%20kongre%20turizminin%20tan%C4%B1m%C4%B1n%C4%B1%20olu%C5%9Fturur.adresinden%20alındı)
- Keleş, E. (2020, Kasım). *Mağara Turizmi Nedir? Türkiye'deki Mağaralar*. Turizme Bakış: [https://www.turizmebakis.com/magara-turizmi-nedir/#:~:text=Yeralt%C4%B1%20sular%C4%B1%20ile%20olu%C5%9Fan%20bo%C5%9Fluklar%C4%B1n,yararlan%C4%B1lmas%C4%B1%2C%20ma%C4%9Fara%20turizmi%20olarak%20adland%C4%B1r%C4%B1lmaktad%C4%B1r.adresinden alındı](https://www.turizmebakis.com/magara-turizmi-nedir/#:~:text=Yeralt%C4%B1%20sular%C4%B1%20ile%20olu%C5%9Fan%20bo%C5%9Fluklar%C4%B1n,yararlan%C4%B1lmas%C4%B1%2C%20ma%C4%9Fara%20turizmi%20olarak%20adland%C4%B1r%C4%B1lmaktad%C4%B1r.adresinden%20alındı)
- Keleş, E. (2021, Mart). *Kuş Gözlemciliği Turizmi ve Kuşlar Hakkında Bilgi*. Turizme Bakış: https://www.turizmebakis.com/kus-gozlemciligi/#Kus_Gozlemciligi_Turizmi_Nedir adresinden alındı
- Keogh-Brown, M., & Smith, R. (2008). The Economic Impact Of SARS: How Does The Reality Match The Predictions? *Health policy*, 88(1), 110-120.
- Kıbar, H. (1998). Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-187. İstanbul.
- Kibritçiöğlu, A. (2001). Türkiyede Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*, 2(41), 174-183.
- Kim, W., Chen, M.-H., & Jang, S. (2007). The Impact Of The SARS Outbreak On Taiwanese Hotel Stock Performance: An Event-Study Approach. *International Journal Of Hospitality Management*, 26, 200-212.
- Kırcalı, B. (2022). Krizlerin Turizm Arzına Etkisi: Covid-19 Pandemisi ve Sultanahmet Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-85.
- Kırlı, D. M. (2005). Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin Bir Gİrdisi Olarak Devam Eden Değer'in Belirlenmesi. *Yönetim ve Ekonomi*, 12(2), 157-169.
- Kłimiuk, Z. (2022). The Great Economic Crisis in Poland (1929–1935) in the Context of the Global Crisis. *Historia i Polityka*, 40(47), 25-42.
- Knobler, S., Mahmoud, A., Lemon, S., Mack, A., Sivit, L., & Oberholtzer, K. (2004). *Learning from SARS: Preparing for the Next Disease Outbreak -- Workshop Summary*. The National Academies Press.

- Kodaş, Ş. (2022). Covid-19'un Turizm Faaliyetlerine Etkisi: Türkiye Örneği / Impact Of Covid-19 On Tourism Activities; The Case Of Türkiye. *Yüksek Lisans Tezi*, 0-81.
- Köse, Y., & Yılmaz, E. (2023). Şirket Performans Parametreleri Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi: BİST-30 Şirketleri Üzerinde Analitik İnceleme. *Verimlilik Dergisi / Journal Of Productivity*, 57(1), 199-210.
- Kulalı, D., & Bilir, D. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 39-55.
- Kumar, R. (2015). Discounted Cash Flow Valuation Models. R. KUMAR içinde, *Valuation Theories and Concept* (s. 1-514). Academic Press.
- Kutay, N., & Tektüfekçi, F. (2021). Covid-19 Salgın Sürecinde Borsa İstanbul Turizm Endeksi İşletmeleri Finansal Tabloları ve Bağımsız Denetçi Raporları Üzerinde Etkinin Bütüncül Yaklaşımla İncelenmesi. *International Journal of Contemporary Tourism Research*(Özel Sayı), 73-97.
- Küçükaksoy, İ. (2006). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması. *Doktora Tezi*, 1-276. İstanbul.
- Küçükaraba, M. (2012). Firma Değerlemesi ve İMKB Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-260. İstanbul.
- Küçükkapılı, N. (2011). İşletme Performansının Belirlenmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Yöntemleri ve Aralarındaki İlişki: İMKB 100 Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-103. İstanbul.
- Lovata, L., & Costigan, M. (2002). Empirical Analysis Of Adopters Of Economic Value Added. *Management Accounting Research*, 13(2), 215-228.
- Mammadov, E. (2019). Dünyada ve Türkiye'de Şirket Değerlendirme Yöntemleri Piyasa Değer Yaklaşımı ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-108. İstanbul.
- Masun, M. A. (2017, Haziran). Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(1), 213-22.
- McKibbin, R. (1975). The Economic Policy of the Second Labour Government 1929-1931. *Past & Present*, 68, 95-123.
- Mert, H., & Yıldırım, E. (2019). Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (YNAK) Yoluyla İşletmelerin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi ve BİST Kapsamında Enerji Sektörü İşletmelerinde Uygulanması. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*(650), 107-130.
- Mışkin, F. S. (2001, January). Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries. *National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper Series*(8087), s. 1-42.
- Muğan Ertuğral, D., & Gedik Arslan, A. (2020). Salgın Hastalıklardan Kaynaklanan Krizlerin Turizm Sektörü Üzerindeki Ekonomik Etkileri. *Journal of Institute of Economic Development and Social Researches*, 6(24), 438-447.

- Nasıbov, V. (2021). Covid 19 Salgını Sürecinde Turistlerin Seyahat Risk Algısının ve Turizm Motivasyonlarının Araştırılması: Azerbaycan Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-93.
- Oymak, O. (2009). Firma Değerlemesi ve Bankacılık Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-125. İstanbul.
- Önal, Y., & Karadeniz, E. (2004). Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA™) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: iMKB'ye Kote Bir Turizm işletmesi Üzerine Uygulama. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15(2), 139-157.
- Özaşık, T. (2022). Güvenli Turizm Sertifikası Uygulama Sürecinde Turist Bakışıyla Covid-19 Önlemlerinin Değerlendirilmesi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-107.
- Özer, O. (2020). Türkiye'nin Av Turizmi Potansiyeli Konusunda Bir Değerlendirme. *Journal of Gastronomy, Hospitality, and Travel*, 3(1), 71-86.
- Özkan, A. (2005). Ekonomik Kriz ve Muhasebe Uygulamalarına BAZI Yansımalar. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 165-180.
- Özkan, O. (2020). Volatility Jump: The Effect of COVID-19 on Turkey Stock Market. *Gaziantep University Journal Of Social Sciences*, 19(COVID-19 Special Issue), 386-397.
- Özsarı, S., & Karatana, Ö. (2013). Sağlık Turizmi Açısından Türkiye'nin Durumu. *Journal of Kartal Training & Research Hospital/Kartal Eğitim ve Arastırma Hastanesi Tıp Dergisi*, 24(2), 136-144.
- Öztürk, D. H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- 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*, s. 87-104.
- Pamukçu, A., & Akarçay Ögüz, A. (2014, Temmuz). Firma Değerlemesinde Entelektüel Sermayenin Yeri ve Önemi. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 11(42), 69-87.
- Perek, D. A. (2007, Eylül). Şirket Birleşmelerinin Bir Parçası Olarak Elde Edilen ve Aktifleştirilen Maddi Olmayan Duran Varlıkların Değerlemesi ve İngiltere Tecrübesi. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 97-112.
- Qiu, W., Rutherford, S., Mao, A., & Chu, C. (2017). The Pandemic and Its Impacts. *Health, Culture and Society*, 9-10, 1-11.
- Rahmalaroğlu, S. Y. (2019). Dünyada ve Türkiye'de Golf Turizmi: Antalya Destinasyonu Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-125. Antalya.
- Ruiz Estrada, M., Park, D., Koutronas, E., Khan, A., & Tahir, M. (2020). The Impact of Massive Infectious and Contagious Diseases and Its Impact on the Economic Performance: The Case of Wuhan, China. *China (January 29, 2020)*, 1-21.
- Salla, F. (2019, Mayıs). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Kosova'da Faaliyet Gösteren Bir Firma Üzerinde Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-88. Niğde.

- Sancak, Y., & Demirbaş, E. (2011). Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Konut Sektörüne Etkileri. *Süleyman Demirel University The Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences*, 16(3), 171-190.
- Saraç, E. (2012, Mayıs). Yapay Sinir Ağları Metodu İle Gayrimenkul Değerleme. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-84.
- Scott, S., & Duncan, C. (2004). *Return of the Black Death: The World's Greatest Serial Killer*. UK: John Wiley & Sons.
- Seçkin, R. (2022). Türkiye'de Covid-19 Pandemisinin Turizm Sektörü Üzerindeki etkisi: Seçilmiş Avrupa Birliği Ülkeleri İle Karşılaştırmalı Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-164.
- Semiz, Y., & Akandere, Y. (2001). 1929 Dünya Ekonomi Buhranı ve Türkiye. *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 9(1-2), 301-313.
- Sezer, Y. D. (2013). Turistik Fonksiyonları ve Yat Turizmine Etkileri Açısından Didim Yat Limanı (D-Marin Didim). *Doğu Coğrafya Dergisi*, 17(28), 103-124.
- Sucu, Ö. E. (2017). Şirket Birleşmelerinin, Şirket Değerlemesi İle Finansal Açıdan Başarılarının İrdelenmesi ve Bir Uygulama. *Doktora Tezi*, 1-173. Kocaeli.
- Şahin, D. Ö. (2022). Covid-19'un Ekonomik ve Finansal Etkileri: Finansal Raporlara İlişkin Öneriler. *Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 62-90.
- Şahin, M. (2017). Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Borsa İstanbul'da İletişim Endeksinde Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-167. Aydın.
- Şen, H., & Kaya, A. (2015). Ekonomik Krizlerin Değişmeyen İmdatçısı*: Maliye Politikası. *Sosyoekonomi*, 23(23), 55-86.
- Şenol, D. Ö. (2020). Covid-19 Krizi ve Finansal Piyasalar. *Para ve Finans*, 75-124.
- T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı. (2022). *Konaklama İstatistikleri*. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı: <https://yigm.ktb.gov.tr/TR-201120/konaklama-istatistikleri.html> adresinden alındı
- T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı. (2023). *Turizm geliri gideri ve ortalama harcama 2004-2023*. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı: <https://yigm.ktb.gov.tr/TR-201116/turizm-gelirleri-ve-giderleri.html> adresinden alındı
- T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı. (tarih yok). *Turizm Çeşitleri*. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı: <https://www.ktb.gov.tr/TR-96269/turizm-cesitleri.html> adresinden alındı
- Taşkın, E., & Akıncı, Ö. S. (2021). Covid-19 Küresel Salgınının Uluslararası Ticarete Etkileri. *Alanya Akademik Bakış Dergisi*, 5(2), 749-771.
- Tekin, A. (2021). Tarihten Günümüze Epidemiler, Pandemiler ve Ekonomik Sonuçları. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(40), 330-355.
- Tez, M. G. (2019, Ağustos). Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Firma Değerlemesi Uygulamalarına Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-134. Niğde.

- Tok, D. (2022). Pandemics after 2000 and Their Economic Effects. *Journal of Economics and Related Studies*, 4(1), 33-45.
- Toraman, C., & Körpi, M. (2015, Nisan). Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası Ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41-56.
- 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.
- Tortella, B., & Brusco, S. (2003). The Economic Value Added (EVA): an Analysis of Market Reaction. *Advances in Accounting*(20), 265-290.
- Turgut, D. A. (2007). Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20(4-5), 35-46.
- Türk, A., Ak, R., & Ak Bingöl, B. (2020). Tarihsel Süreçte Yaşanan Pandemilerin Ekonomik ve Sosyal Etkileri. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 19, 612-632.
- Türkcan, M. (2021, Haziran). Finansal Tablolar ve Şirket Değeri Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi. *Doktora Tezi*, 1-125. Ankara.
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2023). *İstatistik Veri Portalı*. Türkiye İstatistik Kurumu: <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=egitim-kultur-spor-ve-turizm-105&dil=1> adresinden alındı
- Türkiye Sağlık Turizmi Derneği. (tarih yok). *Sağlık Turizmi Genel Bilgi*. Türkiye Sağlık Turizmi Derneği: <http://www.saglikturizmi.org.tr/tr/saglik-turizmi/genel-bilgi> adresinden alındı
- Uçar, Z. B. (2022). Covid -19 pandemisi'nin turizm sektörüne etkileri; Palandöken ve Sarıkamış Konaklama Tesisleri Çalışanları Üzerine Bir Alan Araştırması. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-130.
- Ünal, S. (2020). Covid-19 Salgınında Borsa İstanbul Şirketlerinin Fiyatlama Etkinliği. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 5(Özel Sayı), 13-31.
- Ünlü, U. (2014). Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI) ve Nakit Katma Değer (CVA) Yöntemi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(2), s. 169-184.
- Ünvan, Y. A. (2019, Aralık). Firma Değerleme Yaklaşımları ve Türk Hava Yolları(THY) Üzerine Bir Uygulama. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(30), 930-944.
- Varol, O. (2021, Temmuz). Firma Değerlemesi ve Değer Sürücülerinin Analizi: Borsa İstanbul Otomotiv Üretim Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-96. Denizli.
- Vikipedi Özgür Ansiklopedi. (2022). *Rafting*. Wikipedia: <https://tr.wikipedia.org/wiki/Rafting#:~:text=Rafting%2C%20raft%20ad%C4%B1%20verilen%20botlarla,kayalar%20ve%20engeller%20aras%C4%B1ndan%20ge%C3%A7ilmektedir.adresinden%20alındı>

- Villiers, J. d. (1997). The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused By Inflation. *Journal of Economics and Business*, 49(3), 285-300.
- Wachyuni, S., & Kusumaningrum, D. (2020). The Effect of COVID-19 Pandemic: How are the Future Tourist Behavior? *Journal of Education, Society and Behavioural Science*, 33(4), 67-76.
- Wong, G., & Leung, T. (2007). Bird flu: lessons from SARS. *Paediatric Respiratory Reviews*, 8(2), 171-176.
- World Health Organization. (2023, Nisan). *Who Coronavirus (Covid-19) Dashboard*. World Health Organization: <https://covid19.who.int/?mapFilter=cases> adresinden alındı
- World Health Organization. (tarih yok). *Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS)*. World Health Organization: https://www.who.int/health-topics/severe-acute-respiratory-syndrome#tab=tab_1 adresinden alındı
- Yağcılar, G. G. (2021). Borsa İstanbul'da Covid-19 Etkisi: Kısa Dönemli Sektörel Piyasa Tepkilerinin Endeks Bazında Ölçülmesi. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 6(2), 439-463.
- Yalçın, D. H. (2022). *Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama* (2 b.). İstanbul: Yalın Yayıncılık.
- Yalçın, H. (2022, Ekim). 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.
- Yaprak, Ş. (2009). Ekonomik Krizlerin İstihdama Yansıması. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 1(2), 41-54.
- Yaşar, İ. (2020). Pandemi (Covid 19 Salgını) Sürecinin Bireylerin Tatile Çıkma Eğilimlerine Etkisi. *Turizm Çalışmaları Dergisi*, 2(2), 1-14.
- Yelgen, D., & Okutmuş, D. (2019). Ekonomik Katma Değer Yöntemi İle Şirket Değeri Belirleme. *The Journal of Academic Social Science Studies*(74), 441-454.
- Yelgen, E. (2016, Antalya). İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Değerleme Yaklaşımlarının Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama. *Doktora Tezi*, 1-195.
- Yıldız, Ş. (2008, Haziran). Faaliyet Tabanlı Maliyetlemeye Dayalı Ekonomik Katma Değer Analizi ve Bir Üretim İşletmesi Uygulaması. *Doktora Tezi*, 1-353.
- Yıldız, Y., & Durgun, A. (2010). 2008 Küresel Ekonomik Krizi ve Turizm Sektörü Üzerine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 2(1), 1-15.
- Yılmaz, D. (2023, Ocak). Ekonomik Krizlerin Erken Uyarı Sistemleri İle Tahmin Edilmesi: Türkiye Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-185. Sivas.
- Yüksel, S. (2022, Aralık). 2001 Krizi ve 2008 Finansal Krizinin Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları. *Yüksek Lisans Tezi*, 1-116. Kahramanmaraş.

Zeren, F., & Hızarcı, A. (2020). The Impact Of Covid-19 Coronavirüs On Stock Markets: Evidence From Selected Countries. *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 3(1), 78-84.



EKLER

Ek 1. Petrokent Turizm Anonim Şirketi'nin Finansal Tabloları

A - Bilanço

2017 - 2018

PETROKENT TURİZM A.Ş.			
31.12.2018 TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOSU			
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)			
	Dipnot No	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2017	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2018
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,31	1.648.828	986.831
Finansal Yatırımlar		0	0
Ticari Alacaklar (Net)	7,31,38	5.833.925	32.711.462
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		17.236	5.242.237
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		5.816.689	27.469.225
Diğer Alacaklar(Net)	8	0	46.568
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>			
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		0	46.568
Stoklar	10	551.298	692.536
Peşin Ödenmiş Giderler	11	1.575.736	1.819.163
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	12	612	3.583.786
Diğer Dönen Varlıklar	13	3.271.246	647.616
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR		12.881.645	40.487.962
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar(Net)	8	28.325	30.343
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>			
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		28.325	30.343
Maddi Duran Varlıklar	15	28.972.674	33.010.577
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16	581.566	572.103
Şerefiye			
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar		581.566	572.103
Peşin Ödenmiş Giderler	11	0	203.043
Ertelenmiş Vergi Varlığı	21	1.119.914	661.045
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	12		740.777
Diğer Duran Varlıklar	13	370.195	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR		31.072.674	35.217.888
TOPLAM VARLIKLAR		43.954.319	75.705.850

KAYNAKLAR**Kısa Vadeli Yükümlülükler**

Kısa Vadeli Borçlanmalar	5	19.555.298	12.123.440
Diğer Finansal Yükümlülükler	6		20.285
Ticari Borçlar(Net)	7,31,38	2.957.622	4.130.417
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>		1.239.938	1.034.498
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>		1.717.684	3.095.919
Çalışanlara Sağlanan Fay. Kap. Borçlar	9	222.593	515.770
Diğer Borçlar(Net)	8	2.512.534	4.391.801
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>		2.512.534	4.391.801
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>			
Ertelenmiş Gelirler	17		18.709.252
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	18		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	19	5.400.940	2.001.478
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		30.648.987	41.892.445

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Ertelenmiş Gelirler	17		
Uzun Vadeli Karşılıklar	20	958.305	1.709.862
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>		958.305	1.709.862
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	21		1.153.184
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	19	99.670	740.777
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		1.057.975	3.603.823

ÖZKAYNAKLAR**Ana Ortaklığa Ait Öz Kaynaklar**

Ödenmiş Sermaye	22	1.036.800	1.036.800
Sermaye Düzeltme Farkları		15.979.009	15.979.009
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)			
Paylara İlişkin Primler		12.795	12.795
Kar veya Zararda Yeniden			
Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	23	-199.153	-69.447
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>			
<i>Diğer Kazanç/Kayıplar</i>			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	24	1.012.824	2.192.704
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	25	-7.801.415	-5.392.102
Net Dönem Karı/Zararı		2.206.497	16.449.823
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR		12.247.357	30.209.582
TOPLAM KAYNAKLAR		43.954.319	75.705.850

2019 - 2020

PETROKENT TURİZM ANONİM ŞİRKETİ
31.12.2020 TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansı	Cari Dönem 31.12.2020	Önceki Dönem 31.12.2019
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	6	1.258.695	2.853.221
Ticari Alacaklar	8	16.900.852	18.945.099
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	7,8	0	4.060.810
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		16.900.852	14.884.289
Diğer Alacaklar	9	3.806	124.448
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	7,9	0	74.717
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		3.806	49.731
Stoklar	10	1.371.889	1.419.502
Peşin Ödenmiş Giderler	13	274.531	316.841
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	29	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	29	3.751.445	788.189
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR		23.561.218	24.447.299
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar	9	21.017	37.247
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		21.017	37.247
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	14	620.582	395.582
Maddi Duran Varlıklar	15	35.661.333	35.400.413
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18	555.326	562.176
Peşin Ödenmiş Giderler	13	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	39	2.485.037	1.515.532
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	29	0	0
Diğer Duran Varlıklar	29	153.617	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR		39.496.912	37.910.950
TOPLAM VARLIKLAR		63.058.130	62.358.249

YÜKÜMLÜLÜK VE ÖZKAYNAKLAR

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Kısa Vadeli Borçlanmalar	45	0	700.000
Diğer Finansal Yükümlülükler	45	0	69.641
Ticari Borçlar	8	2.542.274	4.282.863
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	7,8	1.139.543	1.700.796
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>		1.402.731	2.582.067
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	28	334.148	826.794
Diğer Borçlar	9	516.260	598.393
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	7	516.260	598.393

Ertelenmiş Gelirler (Sözleşme Yükümlülükleri Dışında Kalanlar)	13	15.260.930	10.531.368
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	29	0	1.965
Kısa Vadeli Karşılıklar	28	0	75.069
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>		0	75.069
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	29	549.451	953.596
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		19.203.063	18.039.689
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Karşılıklar	28	4.207.639	3.700.084
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>		4.207.639	3.700.084
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	39	1.129.187	1.296.395
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	29	153.617	384.042
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		5.490.443	5.380.521
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		24.693.506	23.420.210
ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş Sermaye	30	1.036.800	1.036.800
Sermaye Düzeltme Farkları		15.979.009	15.979.009
Paylara İlişkin Primler/İskontolar (+/-)		12.795	12.795
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir (+/-)	30	-275.842	-886.242
<i>Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar (+/-)</i>		-275.842	-886.242
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	30	2.192.704	2.192.704
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları (+/-)	30	20.602.973	7.579.352
Dönem Net Kârı/Zararı (+/-)	30	-1.183.815	13.023.621
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR		38.364.624	38.938.039
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜK VE ÖZKAYNAKLAR		63.058.130	62.358.249

PETROKENT TURİZM ANONİM ŞİRKETİ

31.12.2022 TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansı	Cari Dönem 31.12.2022	Önceki Dönem 31.12.2021
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,6	95.175.317	18.171.880
Ticari Alacaklar	8	13.965.158	19.806.506
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	7,8	345.920	329.521
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		13.619.238	19.476.985
Diğer Alacaklar	9	984	3.806
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	7,9	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		984	3.806
Stoklar	10	7.799.015	1.729.834
Peşin Ödenmiş Giderler	13	13.422.863	6.904.405
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	25	16.925.679	0
Diğer Dönen Varlıklar	25	3.887.810	15.682.997
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR		151.176.826	62.299.428
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar	9	21.017	21.017
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		21.017	21.017
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	14	1.145.582	620.582
Maddi Duran Varlıklar	15	172.989.784	90.881.985
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18	538.548	546.937
Peşin Ödenmiş Giderler	13	510.011	248.813
Ertelenmiş Vergi Varlığı	35	5.094.558	3.067.249
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	29	0	0
Diğer Duran Varlıklar	25	0	1.696.674
TOPLAM DURAN VARLIKLAR		180.299.500	97.083.257
TOPLAM VARLIKLAR		331.476.326	159.382.685

YÜKÜMLÜLÜK VE ÖZKAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	37	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	37	0	0
Ticari Borçlar	8	15.168.926	11.672.885
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	7,8	4.864.112	6.646.072
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>		10.304.814	5.026.813
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	24	2.396.639	1.251.549
Diğer Borçlar	9	12.390.149	2.125.149
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	7	12.390.149	2.125.149
Ertelenmiş Gelirler (Sözleşme Yükümlülükleri Dışında Kalanlar)	13	7.989.799	6.321.316
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	25	23.148.083	5.924.647
Kısa Vadeli Karşılıklar	24	0	0
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>		0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	25	1.281.326	1.905.206
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		62.374.922	29.200.752
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Karşılıklar	24	13.999.705	7.198.729
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>		13.999.705	7.198.729
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	35	3.141.999	1.759.502
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	25	0	920.615
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		17.141.704	9.878.846
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		79.516.626	39.079.598
ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş Sermaye	26	24.883.200	1.036.800
Sermaye Düzeltme Farkları		0	15.979.009
Paylara İlişkin Primler/İskontolar (+/-)		0	12.795
Maddi Duran Varlıklar Yeni. Değ. Artışları	26	83.384.061	38.802.960
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir (+/-)	26	0	0
<i>Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar (+/-)</i>		0	0
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	26	7.198.998	2.192.704
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları (+/-)	26	49.417.929	19.419.158
Dönem Net Kârı/Zararı (+/-)	26	87.075.512	42.859.661
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR		251.959.700	120.303.087
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜK VE ÖZKAYNAKLAR		331.476.326	159.382.685

B - Gelir Tablosu**2017 - 2018****PETROKENT TURİZM A.Ş.****31.12.2018 TARİHLİ KAR VEYA ZARAR VE KAPSAMLI GELİR TABLOSU**(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Kapsamlı Gelir Tablosu	Dipnot No	31.12.2017	31.12.2018
Hasılat	26	38.014.236	76.412.502
Satışların Maliyeti	26	-32.837.803	-45.518.239
BRÜT KAR/ZARAR		5.176.433	30.894.264
Genel Yönetim Giderleri	27	-1.457.140	-4.403.144
Pazarlama Giderleri	27	-1.595.921	-3.941.255
Araştırma ve Geliştirme Giderleri			
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	28	5.728.769	13.845.903
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	28	-1.561.296	-16.773.638
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI		1.114.412	-11.272.134
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI		6.290.845	19.622.130
Finansman Giderleri	29	-3.004.707	-2.660.580
Finansman Gelirleri	29		
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI		3.286.138	16.961.550
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri			
Dönem Vergi Gideri/Geliri	18		
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	21	-1.079.641	-511.727
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI		2.206.497	16.449.823
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI			
DÖNEM KARI/ZARARI		2.206.497	16.449.823
Pay Başına Kazanç	30	2,13	15,87
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar		0	0
DİĞER KAPSAMLI GELİR		0	0
TOPLAM KAPSAMLI GELİR		2.206.497	16.449.823

2019 - 2020

PETROKENT TURİZM ANONİM ŞİRKETİ
31 ARALIK 2020 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT KAR VEYA ZARAR VE
DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansı	Cari Dönem 31.12.2020	Önceki Dönem 31.12.2019
Hasılat	31	35.228.542	99.817.481
Satışların Maliyeti (-)	31	-35.528.144	-67.323.960
Brüt Kâr (Zarar)	31	-299.602	32.493.521
Genel Yönetim Giderleri (-)	32	-1.987.548	-1.859.155
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	32	-1.773.670	-4.896.027
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	33	256.136	1.729.116
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	33	-883.261	-7.537.915
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)		-4.687.945	19.929.540
FINANSMAN GİDERİ (GELİRİ) ÖNCESİ FAALİYET KÂRI (ZARARI)		-4.687.945	19.929.540
Finansman Gelirleri (+)	36	12.787.661	8.039.133
Finansman Giderleri (-)	25-36	-11.697.788	-10.150.355
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ DÖNEM KÂRI (ZARARI)		-3.598.072	17.818.318
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri		2.414.257	-4.794.697
Dönem Vergi Gideri/Geliri	39	1.136.208	-4.763.869
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	39	1.278.049	-30.828
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)		-1.183.815	13.023.621
DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)		-1.183.815	13.023.621
Pay Başına Kazanç	40	-1,14	12,56
Adi Pay Başına Kazanç (Zarar)			
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)		-1,14	12,56
Toplam Adi Pay Başına Kazanç (Zarar)		-1,14	12,56
DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)		-1.183.815	13.023.621
DİĞER KAPSAMLI GELİR		275.842	-886.242
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar, Vergi Öncesi		353.643	-1.136.208
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)		353.643	-1.136.208
Diğer Kapsamlı Gelir Unsurlarına İlişkin Toplam Vergiler		-77.801	249.966
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Toplam Vergiler			
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri		-77.801	249.966
TOPLAM DİĞER KAPSAMLI GELİR		275.842	-886.242
TOPLAM KAPSAMLI GELİR		-907.973	12.137.379

2021 - 2022

PETROKENT TURİZM ANONİM ŞİRKETİ
31 Aralık 2022 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT KAR VEYA ZARAR VE
DiĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansı	Cari Dönem 31.12.2022	Önceki Dönem 31.12.2021
Hasılat	27	277.484.788	108.416.754
Satışların Maliyeti (-)	27	-178.611.400	-69.213.888
Brüt Kâr (Zarar)	27	98.873.388	39.202.866
Genel Yönetim Giderleri (-)	28	-4.150.159	-2.605.836
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	28	-1.436.114	-2.847.120
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	29	4.215.614	266.445
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	29	-2.068.632	-1.053.434
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)		95.434.097	32.962.921
FİNANSMAN GİDERİ (GELİRİ) ÖNCESİ FAALİYET KÂRI (ZARARI)		95.434.097	32.962.921
Finansman Gelirleri (+)	32	23.364.837	20.406.609
Finansman Giderleri (-)	21-32	-8.666.018	-4.051.453
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ DÖNEM KÂRI (ZARARI)		110.132.916	49.318.077
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri		-23.057.404	-6.458.416
Dönem Vergi Gideri/Geliri	35	-21.104.845	-5.150.669
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	35	-1.952.559	-1.307.747
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)		87.075.512	42.859.661
DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)		87.075.512	42.859.661
Pay Başına Kazanç	36	0,105	41,34
Adi Pay Başına Kazanç (Zarar)			
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)		0,105	41,34
Toplam Adi Pay Başına Kazanç (Zarar)		0,105	41,34
DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)		87.075.512	42.859.661

Ek 2. Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi Anonim Şirketi'nin Finansal Tabloları

A - Bilanço

2017 - 2018

VARLIKLAR	Dipnot Referansı	Cari Dönem	Önceki Dönem
		31 Aralık 2018	31 Aralık 2017
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	4	27.614.560	12.204.180
Finansal Yatırımlar (KV)	5	1.039	987
-Vadeli Mevduatlar(KV)		983	944
-Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar		56	43
--Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılarak Ölçülen Diğer Finansal Varlıklar (KV)		56	43
Ticari Alacaklar	9	821.299	290.950
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar (KV)		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar (KV)		821.299	290.950
Diğer Alacaklar	10	65.092	6.322
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar (KV)		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar (KV)		65.092	6.322
Stoklar (KV)	11	1.572.924	806.834
Peşin Ödenmiş Giderler	12	76.080	25.203
-İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler (KV)		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler (KV)		76.080	25.203
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	21	1.055.996	90.607
Diğer Dönen Varlıklar	22	195.414	133.941
-İlişkili Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar		195.414	133.941
Ara Toplam		31.402.404	13.559.024
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar		-	-
Toplam Dönen Varlıklar		31.402.404	13.559.024
Duran Varlıklar			
Finansal Yatırımlar	5	50.809	50.809
-Diğer Finansal Yatırımlar (UV)		50.809	50.809
Ticari Alacaklar	9	-	-
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar		-	-
Diğer Alacaklar	10	17.197	16.751
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar(UV)		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar(UV)		17.197	16.751
Maddi Duran Varlıklar	14	26.633.416	24.465.835
-Arazi ve Arsalar		1.399.928	1.399.928
-Yeraltı ve Yerüstü Düzenlemeleri		1.950.694	2.412.356
-Binalar		18.216.276	17.523.631
-Tesis, Makine ve Cihazlar		1.379.045	599.669
-Taşıtlar		62.649	52.464
-Mobilya ve Demirbaşlar		1.872.210	1.687.162
-Yapılmakta Olan Yatırımlar		1.752.614	790.625
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15	4.842	-
-Bilgisayar Yazılımları		4.842	-
Peşin Ödenmiş Giderler	12	236	405
-İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler		236	405
Diğer Duran Varlıklar	22	-	-
-İlişkili Taraflara İlişkin Diğer Duran Varlıklar		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara İlişkin Diğer Duran Varlıklar		-	-
Toplam Duran Varlıklar		26.706.500	24.533.800
Toplam Varlıklar		58.108.904	38.092.824

KAYNAKLAR	Dipnot Referansı	Cari Dönem	Önceki Dönem
		31 Aralık 2018	31 Aralık 2017
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6	5.425.200	-
-İlişkili Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar		5.425.200	-
--Banka Kredileri (İlişkili olmayan taraflardan KV)		5.425.200	-
Diğer Finansal Yükümlülükler(KV)	7	65.018	32.918
-Diğer Muhtelif Finansal Yükümlülükler(KV)		65.018	32.918
Ticari Borçlar	9	2.466.665	1.490.536
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar (KV)		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar (KV)		2.466.665	1.490.536
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar (KV)	20	249.049	170.593
Diğer Borçlar	8,10	283.266	277.162
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (KV)	8	277.285	269.790
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar (KV)	10	5.981	7.372
Ertelenmiş Gelirler	12	60.717	57.876
-İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (KV)		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (KV)		60.717	57.876
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	31	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	17	87.511	51.133
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar (KV)		87.511	51.133
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar		-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	22	-	2.723
-İlişkili Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		-	2.723
Ara Toplam		8.637.426	2.082.941
Satış Amaçlı Sınıflan. Varlık Grup. İlişkin Yükümlülükler		-	-
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler		8.637.426	2.082.941
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Karşılıklar	17	279.414	161.961
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar		279.414	161.961
-Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar		-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	31	204.076	210.391
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		483.490	372.352
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		9.120.916	2.455.293
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	23	48.987.988	35.637.531
-Ödenmiş Sermaye	23	4.244.587	4.244.587
-Sermaye Düzeltme Farkları	23	5.630.347	5.630.347
-Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	23	560.707	560.707
-Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	23	(230.751)	(277.237)
--Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)		(230.751)	(277.237)
---Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)		(230.751)	(277.237)
-Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)		-	-
-Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	23	3.368.484	2.854.520
--Yasal Yedekler		3.368.484	2.854.520
-Diğer Yedekler	23	1.410.611	1.410.611
-Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	23	17.860.711	16.162.614
-Net Dönem Karı veya Zararı	32	16.143.292	5.051.382
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	-
Toplam Özkaynaklar		48.987.988	35.637.531
Toplam Kaynaklar		58.108.904	38.092.824

2019 - 2020

VARLIKLAR

	Dipnot	Bağımsız Denetimden Geçmiş Cari Dönem 31 Aralık 2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş Önceki Dönem 31 Aralık 2019
Dönen Varlıklar		20.562.316	25.082.244
Nakit ve Nakit Benzerleri	3	17.560.840	23.429.529
Finansal Yatırımlar	4	1.007	1.091
Vadeli Mevduatlar(KV)	4	939	1.029
Gerçeğe Uyğ. Değ. Farkı Kar/Zarara Yans. Ölç. Diğ. Fin. Var. (KV)	4	68	62
Ticari Alacaklar		38.884	59.107
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7	38.884	59.107
Diğer Alacaklar		3.822	3.822
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	3.822	3.822
Stoklar	9	1.807.423	1.306.726
Peşin Ödenmiş Giderler	10	57.498	147.258
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		416.951	39.952
Diğer Dönen Varlıklar	17	675.891	94.759
	25		
Duran Varlıklar		29.194.785	27.913.214
Finansal Yatırımlar	4	50.809	48.054
Diğer Alacaklar		13.221	13.221
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	13.221	13.221
Maddi Duran Varlıklar	11	27.682.041	27.824.552
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	9.072	26.799
Peşin Ödenmiş Giderler	10	293	588
Ertelenmiş Vergi Varlığı	25	1.439.349	-
TOPLAM VARLIKLAR		49.757.101	52.995.458
Kısa Vadeli Yükümlülükler		1.779.436	2.982.372
Diğer Finansal Yükümlülükler	5	198	200
Ticari Borçlar		338.463	1.534.191
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	7	338.463	1.534.191
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15	198.437	303.009
Diğer Borçlar		935.422	784.419
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	6	927.938	775.691
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	8	7.484	8.728
Ertelenmiş Gelirler	10	209.868	228.901
Kısa Vadeli Karşılıklar		78.935	131.313
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	14	78.935	131.313
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17	18.113	339
Uzun Vadeli Yükümlülükler		577.619	703.982
Ertelenmiş Gelirler	10	6.681	44.492
Uzun Vadeli Karşılıklar	14	570.938	486.483
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	14	570.938	486.483
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	25	-	173.007
Özkaynaklar		47.400.046	49.309.104
Ödenmiş Sermaye		4.244.587	4.244.587
Özsermaye Düzeltme Farkları		5.630.347	5.630.347
Paylara İlişkin Primler / İskontolar		560.707	560.707
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş			
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		(90.266)	(227.558)
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / Kayıpları		(90.266)	(227.558)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		5.049.193	4.719.443
Diğer Yedekler		1.410.611	1.410.611
Geçmiş Yıllar Karları / Zararları		29.131.491	18.931.222
Net Dönem Karı / Zararı		1.463.376	14.039.745
TOPLAM KAYNAKLAR		49.757.101	52.995.458

2021 - 2022

VARLIKLAR		Bağımsız Denetimden Geçmiş Cari Dönem 31 Aralık 2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş Önceki Dönem 31 Aralık 2021
Dönen Varlıklar	Dipnot	94.128.892	39.843.483
Nakit ve Nakit Benzerleri	3	71.121.448	37.022.313
Finansal Yatırımlar	4	5.670	1.019
Vadeli Mevduatlar(KV)	4	5.627	939
Gerçeğe Uyg. Değ. Farkı Kar/Zarara Yans. Ölç. Diğ. Fin. Var. (KV)	4	43	80
Ticari Alacaklar		959.526	7.856
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7	959.526	7.856
Diğer Alacaklar		7.322	-
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar		-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar		7.322	-
Stoklar	9	4.208.937	1.368.173
Peşin Ödenmiş Giderler	10	4.619.713	553.551
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		12.540.474	-
Diğer Dönen Varlıklar	17	665.802	890.571
Duran Varlıklar		36.676.540	27.250.635
Finansal Yatırımlar	4	50.809	50.809
Diğer Alacaklar		14.517	17.043
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	14.517	17.043
Maddi Duran Varlıklar	11	35.628.846	25.970.586
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	10	7.484	13.947
Ertelenmiş Vergi Varlığı	24	974.884	1.198.250
TOPLAM VARLIKLAR		130.805.432	67.094.118
Kısa Vadeli Yükümlülükler		25.790.588	2.398.297
Diğer Finansal Yükümlülükler	5	1.855.412	230
Ticari Borçlar		6.398.791	158.908
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	7	6.398.791	158.908
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15	824.620	451.492
Diğer Borçlar		1.650.345	824.687
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	6	1.628.724	815.742
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	8	21.621	8.945
Ertelenmiş Gelirler	10	1.131.357	357.146
Kısa Vadeli Karşılıklar		302.696	117.967
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	14	302.696	117.967
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		13.627.367	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17	-	487.867
Uzun Vadeli Yükümlülükler		1.579.383	687.700
Uzun Vadeli Karşılıklar	14	1.579.383	687.700
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	14	1.579.383	687.700
Özkaynaklar		103.435.461	64.008.121
Ödenmiş Sermaye	18	4.244.587	4.244.587
Özsermaye Düzeltme Farkları		5.630.347	5.630.347
Paylara İlişkin Primler / İskontolar		560.707	560.707
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		(375.190)	50.462
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / Kayıpları		(375.190)	50.462
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		6.559.479	5.049.193
Diğer Yedekler		1.410.611	1.410.611
Geçmiş Yıllar Karları / Zararları		28.726.547	30.594.874
Net Dönem Karı / Zararı		56.678.373	16.467.340
TOPLAM KAYNAKLAR		130.805.432	67.094.118

B - Gelir Tablosu

2017 - 2018

	Dipnot Referansı	Cari Dönem 01 Ocak 2018 31 Aralık 2018	Önceki Dönem 01 Ocak 2017 31 Aralık 2017
Hasılat	24	31.966.496	15.008.026
Satışların Maliyeti	24	(15.934.535)	(10.136.178)
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)		16.031.961	4.871.848
BRÜT KAR (ZARAR)		16.031.961	4.871.848
Genel Yönetim Giderleri	25	(854.774)	(822.095)
Pazarlama Giderleri	25	(223.165)	(177.314)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	27	4.245.220	962.530
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	27	(2.672.953)	(129.128)
Diğer Kazançlar (Kayıplar)		-	-
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)		16.526.289	4.705.841
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	28	-	36.794
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	28	-	-
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAAL. KARI (ZARARI)		16.526.289	4.742.635
Finansman Gelirleri	29	13.524.879	3.079.361
Finansman Giderleri	29	(9.983.270)	(1.662.562)
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)		-	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)		20.067.898	6.159.434
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri		(3.924.606)	(1.108.052)
-Dönem Vergi (Gideri) Geliri	31	(3.941.138)	(1.093.406)
-Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	31	16.532	(14.646)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	32	16.143.292	5.051.382
DÖNEM KARI (ZARARI)	32	16.143.292	5.051.382
Dönem Karının (Zararının) Dağılımı		16.143.292	5.051.382
-Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	-
-Ana Ortaklık Payları		16.143.292	5.051.382
Pay Başına Kazanç	32	0,038	0,012
-Pay Başına Kazanç		-	-
-Pay Başına Kazanç (Zarar)		0,038	0,012
--Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)		0,038	0,012
--Durdurulan Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)		-	-
Diğer Kapsamlı Gelir:			
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	30	46.486	9.432
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları), Vergi Sonrası		46.486	9.432
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacaklar		-	-
DİĞER KAPSAMLI GELİR (GİDER)		46.486	9.432
TOPLAM KAPSAMLI GELİR (GİDER)		16.189.778	5.060.814
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı			
-Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	-
-Ana Ortaklık Payları		16.189.778	5.060.814

2019 - 2020

		Bağımsız Denetimden Geçmiş Cari Dönem 1 Ocak 2020 31 Aralık 2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş Önceki Dönem 1 Ocak 2019 31 Aralık 2019
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER	Dipnot		
Hasılat	19	4.146.413	38.510.554
Satışların Maliyeti (-)	19	(8.427.811)	(20.531.700)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar / Zarar		(4.281.398)	17.978.854
BRÜT KAR / (ZARAR)		(4.281.398)	17.978.854
Pazarlama Giderleri (-)	20	(58.653)	(205.753)
Genel Yönetim Giderleri (-)	20	(982.400)	(1.087.454)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22	2.341.775	3.135.869
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	22	(3.232.295)	(5.441.225)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)		(6.212.971)	14.380.291
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	23	2.755	(2.755)
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)		(6.210.216)	14.377.536
Finansman Gelirleri	24	8.908.275	5.571.529
Finansman Giderleri (-)	24	(2.881.362)	(2.496.774)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)		(183.303)	17.452.291
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri / Geliri		1.646.679	(3.412.546)
Dönemin Vergi Gideri / Geliri	25	-	(3.444.515)
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	25	1.646.679	31.969
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)		1.463.376	14.039.745
DÖNEM KARI / (ZARARI)		1.463.376	14.039.745
Dönem Karı / Zararının Dağılımı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			
Ana Ortaklık Payları		1.463.376	14.039.745
Pay Başına Kazanç			
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç		0,003	0,033
DİĞER KAPSAMLI GELİRLER			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar		137.292	3.193
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları, NET	26	137.292	3.193
DİĞER KAPSAMLI GELİR		137.292	3.193
TOPLAM KAPSAMLI GELİR		1.600.668	14.042.938
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	-
Ana Ortaklık Payları		1.600.668	14.042.938

2021 - 2022

		Bağımsız Denetimden Geçmiş Cari Dönem 1 Ocak 2022 31 Aralık 2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş Önceki Dönem 1 Ocak 2021 31 Aralık 2021
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER	Dipnot		
Hasılat	19	103.411.221	19.841.101
Satışların Maliyeti (-)	19	(46.444.965)	(13.947.612)
BRÜT KAR / (ZARAR)		56.966.256	5.893.489
Pazarlama Giderleri (-)	20	(1.232.645)	(202.445)
Genel Yönetim Giderleri (-)	20	(3.902.689)	(2.041.355)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22	9.463.561	7.322.128
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	22	(8.060.090)	(5.098.172)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)		53.234.393	5.873.645
Finansman Gelirleri	23	19.215.240	14.874.759
Finansman Giderleri (-)	23	(1.814.114)	(1.358.912)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)		70.635.519	19.389.492
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri / Geliri		(13.957.146)	(2.922.152)
Dönemin Vergi Gideri / Geliri	24	(13.627.367)	(2.723.088)
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	24	(329.779)	(199.064)
DÖNEM KARI / (ZARARI)		56.678.373	16.467.340
Pay Başına Kazanç			
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç		0,134	0,039
Diğer Kapsamlı Gelirler			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar		(425.652)	140.728
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları, NET	25	(532.065)	140.728
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler		106.413	-
Diğer Kapsamlı Gelir		(425.652)	140.728
TOPLAM KAPSAMLI GELİR		56.252.721	16.608.068