

*Gönderilme Tarihi (Received):30/01/2020, Kabul Tarihi (Accepted): 07/09/2020,
Araştırma Makalesi (Research Article)*

KONAKLAMA ŞİRKETLERİNİN KAYITLI PİYASA DEĞERİNİN RAPORLANAN KÂRLILIK KARŞISINDAKİ DURUMU

Fırat ALTINKAYNAK¹

Özet

Şirket birleşmelerinde ilgili şirkete fiyat biçmek, muhasebe-finance alanında tartışılmalı ve piyasanın beklentisi olan bir konudur. Bu gereksinimden doğan çalışma; turizm şirketlerinin piyasalardaki kayıtlı değerleri ile şirketlerin raporladıkları faaliyet kârlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz ederek, şirket birleşmelerinde ilgili şirketlere yapılacak yatırımların ortalama geri dönüş sürelerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda veri analiz yöntemi kullanılarak yapılan çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören 5 adet turizm şirketinin, beş yıl geriye dönük mali verileri üzerinden yürütülmüştür. Çalışma sonucunda konaklama sektöründe kârlılıkta istikrar arz eden şirketlere yapılacak yatırımların ortalama geri dönüş süresinin 5 yıl olduğu; diğer şirketlere yapılacak yatırımların ise çok uzun dönemlere yayıldığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Turizm Sektörü, Konaklama Şirketleri, Kârlılık, Şirket Değeri, Yatırımın Geri Dönüş Süresi

STATUS OF RECORDED MARKET VALUE TOWARDS REPORTED PROFITABILITY IN LODGING COMPANIES

Abstract

Pricing the relevant company is an issue that is discussed in the science of accounting-finance and that is the demand of markets in company mergers. The study which was arisen from this requirement, it has aimed to determine the average turnaround times of the investments to be made in the related companies by analyzing the relationship between the recorded values of tourism companies and the operating profitability reported by the companies in the markets. The study which was made by using the data analysis method for this purpose it was carried out to five years backward financial data of 5 tourism companies which are traded on Borsa Istanbul. The average return period of the investments which were made to the companies that have a stable profitability in the lodging sector is 5 years and the investments which were made to other companies were found to extend over very long periods as a result of the study.

Key Words: Tourism Sector, Lodging Companies, Profitability, Company Value, Period of Return On Investment.

¹Dr. Öğr. Üyesi, Malatya Turgut Özal Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, firat.altinkaynak@ozal.edu.tr, ORCID ID: 0000-0003-0960-2254

Giriş

Günümüzde ülke sınırlarını ortadan kaldıran ve inanılmaz bir şekilde hızla dolaşan sermaye ile birlikte gelen şirket birleşmeleri, “Şirket Değeri” kuramını hayati önem arz eden bir noktaya taşımaktadır. İktisadi temeller açısından “Değer” kavramına bakıldığında, “Şirket Değeri”, her ne kadar objektif analizler ile sübjektif yargıların birleşimi gibi gözükse de, muhasebe-finans açısından bazen maliyetin bazen faydanın bazen nakit akışlarının bazen de kârın veya kâr payının bir fonksiyonu olarak tanımlanarak hesaplanmaktadır.

Şirketlerin bilanço ve gelir tablolarındaki her muhasebe hesabının şirketlerin performans ve değerlerini ölçmede etkisi olmasına rağmen; özellikle bilançonun pasif hesapları, şirketlerin piyasa değerini belirlemede büyük önem arz etmektedir. Zira şirket bilançolarındaki finansal yapı kararlarının temel amacı da, şirketin kullandığı fonların uygun bir bileşimini yaparak, şirketin piyasa değerini maksimum düzeye çıkarmaktır. Konaklama işletmeleri gibi hizmet üretim şirketlerinde, duran varlıkların fazlalığı, bu şirketlerin hem mali yapısını hem de dönemsel kârlılığını ciddi düzeyde etkilemektedir. Zira duran varlıkların edinimindeki maliyet yüksekliği bir yandan şirketlerin finansal yapısını değiştirirken bir yandan da dönemsel bazda amortisman giderlerini yükselterek kârlılığı düşürmektedir. Bu gerçek, şirketlerin piyasa değerini de şekillendirmektedir. Çalışmanın doğmasına neden teşkil eden “Şirket Değeri” ile “Kârlılık” arasındaki bu ilişki, çalışma kapsamında borsaya kote konaklama şirketlerinin son 5 yıllık mali verileri üzerinden yürütülmüştür. Bu kapsamda şirketlerin, esas faaliyet kârları ile EBITDA(Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr) tutarları, ilgili şirketlerin piyasa değerleri karşısındaki durumu ile karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu analiz ile beraber konsolidasyonlarda ilgili şirketlere yapılacak

yatırımların geri dönüş süreleri de, çalışma sonucunda ortaya koyulmuştur.

1. Literatür İncelemesi

Alkan ve Demirelli (2007) yaptıkları çalışmada, küresel rekabet ortamının şirketlerin piyasa değerlerini etkilediğini vurgulamışlar ve bu süreçte şirketlerin, büyüme stratejilerini belirlerken birleşme yolunu seçtiklerini belirtmişlerdir. Ayrıca çalışma kapsamında konsolidasyonlarda şirket değerinin büyük önem arz ettiğine değinilerek, şirketlerin muhasebe politikalarında uygulayacakları amortisman yöntemlerinin de, şirket değerini şekillendirdiğini savunmuşlardır.

Bilgiçli(2019) konaklama işletmelerinde fiyatlandırma politikaları üzerine yaptığı çalışmasında, rekabete göre fiyatlandırmanın yanında maliyete ve kârlılığa yönelik fiyatlandırmanın daha da önem arz ettiğine vurgu yapmıştır.

Büyükşalvarcı ve Uyar (2012) yaptıkları çalışmada, farklı muhasebe uygulamaları sonucu elde edilen finansal raporların da farklı sonuçları yansıttığını ve ilgili şirketlerin finansal oranlarının da değiştiğini vurgulamışlardır. Araştırmacılar yaptıkları bu çalışma sonucunda farklı muhasebe uygulamalarının ayrıca şirketlerin piyasa değerlerini açıklamada farklılaştığını da tespit etmişlerdir.

Cascino vd.(2010) ile Gençoğlu ve Ertan' ın(2012) yaptıkları çalışmalarda, şirketlerin finansal yapısı analiz edilmiştir. Bu kapsamda yüksek oranda borçlanılması durumunda şirketlerin alacaklıları tarafından daha yakından inceleneceklerini ve bu nedenle şirketlerin muhasebe kalitelerini artırmaları doğrultusunda zorlamalarla karşılaşacaklarını savunmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, finansal kaldıracın yüksek derecede kullanılması ile finansal raporlama kalitesinin yükseleceği de ilgili araştırmacılar tarafından düşünülmektedir.

Gürbüz ve Erginçan(2004) şirket değeri ile ilgili yaptıkları çalışmalarında, bir şirketin değerinin, ilgili şirketin bilançosundaki

varlıkların toplamı, kullandığı teknoloji, entelektüel sermayesi ve gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ve tüm bu varlıkların analizi yapılarak belirlenebileceğini belirtmişlerdir. Ayrıca çalışma kapsamında, tıpkı şirket değerinde olduğu gibi, özsermaye değeri de nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle hesaplanabileceği söylenmektedir. Daha da öz ifadeyle şirket değeri, şirketin özsermayesi ile birlikte şirkete borç verenler, şirketin çıkarmış olduğu hisse senedi ve tahvili alanlar gibi şirketle alacak ilişkisi olanları da kapsayacak şekilde şirketin toplam değerini ifade etmektedir. Özsermaye değeri ise sadece şirketteki özsermayeyi değerlendirmekte ve bu değerlendirme yönteminde özsermaye, özsermayeden gelen nakit akımlarının özsermaye maliyeti düşüldükten sonra kalan değeri olarak ifade edilebilmektedir(Gürbüz ve Ergincan, 2004: 105-106).

Öztürk (2017) yaptığı değerlendirme çalışmasında, özellikle şirket değeri ile EBITDA(Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr) arasında anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiş ve bir şirketin hisse ve piyasa değerini belirlemede EBITDA uygulamasının önemine vurgu yapmıştır.

Toraman ve Körpi (2015) yaptıkları firma değerlemesi çalışmaları kapsamında, değerlendirme de, EBITDA marjı ile F/S oranlarının başarılı tahminlerde bulunduğu; diğer oranların ise başarısız sonuçlar ortaya çıkardığını tespit etmişlerdir.

Sakarya (2008) yaptığı çalışmasında, büyüyen piyasalarda şirket değerinin her geçen gün daha çok önem arz ettiğine ve şirketlerde hissedar değerine vurgu yapmıştır. Ayrıca çalışma sonucunda şirket yöneticilerinin de, genellikle şirketin hissedar değerini maksimize edecek kişilerden seçildiğini vurgulamıştır.

Şenel(2006) yaptığı çalışmada ise şirketlerin varlıkları üzerinde ortak veya ortaklarının hakkı olduğu kadar, şirkete finansman sağlayan kreditorlerin de verdiği finansman oranı kadar hakkı olduğunu vurgulamıştır. Zira şirketin tasfiyesi durumunda, kreditorlerin hakları,

hissedarlardan önce ödenmektedir. Bu yüzden halka açık bir şirketin değeri, şirketin net finansal borcu ile hisse senedi değerinin toplamına eşittir denilebilir. Çalışma sonucunda Şenel(2006), şirket değerinin, özsermaye değerinden farklı olarak sadece hissedarlar için değil, firmanın gelirleri üzerinde hak sahibi olan tüm taraflar için de toplam değeri ifade ettiğini belirtmektedir.

Van Tendelo ve Vanstraelen (2005) ile Choi ve Pae (2011), finansal raporlama kalitesi ile bilanço hesaplarındaki sermaye yapısı arasındaki ilişkinin yönü konusunda çalışma yapmışlardır. Çalışma kapsamında araştırmacılar, borç oranı yüksek olan işletmeler finansal durumlarını olduğundan daha iyi göstermek isteyecekleri için finansal kaldıraç derecesi ile etik kurallara uyum ve dolayısıyla finansal raporlama kalitesi arasında ters orantılı hareket sergilediklerini vurgulamışlardır.

2. Şirket Değeri Kavramı

Şirket değeri belirsizlik taşıyan bir kavram olup, bu kavramı mümkün olduğunca açık ve net olarak ortaya koymak önemlidir. Bu durum, şirketin sektörüne, şirketin değeriyle ilgilenen kişiye (Kimin için değer? Kime göre değer?), spesifik bir amaca (Ne için değer?) veya spesifik bir değerlendirme tekniğine baş vurulmadan gerçekleştirilemez. Bir başka ifadeyle, bir şirketin değeri, büyük ölçüde neyin, kim için, hangi amaçla ve nasıl değerlendirildiğine bağlıdır (Pereiro, 2002: 34).

Şirket değeri ve özsermaye değerlerinin tespiti subjektif özellikler taşıdığı için değerlendirme çalışması sonucunda kesin ve geçerli bir değer olarak kabul edilmemektedir. Fakat şirket ile bağlantısı olan taraflar açısından bu değerler şirketin değer yapısı açısından şirket ilgililerine (kreditörler, ortaklar, vb.) fikir vermektedir. Şirket değerinin daha doğru tespiti için, şirket ve yatırımcı açısından daha uygun birkaç değerlendirme tekniği kullanılarak şirket değeri tespit edilebilir. Zira şirket değeri,

birçok içsel ve dışsal etkenden etkilenmektedir. Bu faktörler şu şekilde özetlenebilir (Yazıcı, 1997: 4):

- Şirketin aktif ve finansal yapısı,
- Elde edilen geçmiş yıl kârları ve gelecekteki kâr beklentisi,
- Kâr payı dağıtım politikası ve kapasitesi,
- Yapılacak yatırımlar ve bu yatırımlardan beklenen gelirler.
- Hâlihazırda kullanılan teknoloji,
- Şirketin maddi olmayan duran varlıkları ve şerefiye durumu,
- Sektörün ve ülke ekonomisinin genel durumu,
- Şirketin kullandığı maddi duran varlıklarının niteliği,
- Şirketin ürünlerinin pazarlanabilirliği,
- Şirketin entellektüel yapısı ve entellektüel sermayesi.

Şirket değerlerinin tespit edilmesinin nedenleri çok çeşitli nedenlere dayandırılrsa da genel olarak aşağıdaki maddelerle özetlenebilmektedir (Yıldız, 2006: 46):

- Şirket birleşmelerinde,
- Şirketlerin borsalarda pazarlanmasında,
- İşletmelerin halka açılmasında,
- Şirket ortaklarının temettü paylarının belirlenmesinde,
- Şirkete yeni bir ortak alma veya eski bir ortağın ayrılması durumunda,
- Kredibilite notunun veya güvenilirliğin araştırılmasında,
- Özelleştirmelerde,
- Şirketlerin tasfiye işlemlerinde veya yeniden yapılandırılmasında şirketin piyasa değerinin tespitinde ve

- İpotek ve yeni yatırım kararlarının alınmasında.

Değerleme kuramının çeşitli tanımları ile şirket değerini etkileyen unsurlara ve değerlemenin yapılma nedenlerine literatür bağlamında değinilmiş olsa da, bu kuram gelişen piyasalarla beraber araştırmacılar tarafından sürekli çalışılmakta ve bu doğrultuda şirket değerlendirme kuramları genişlemektedir. Literatürde, “Aktif Bazlı”, “Gelir Bazlı” ve “Piyasa Bazlı” olmak üzere üç ayrı değerlendirme yöntemi olsa dahi son yıllarda piyasalarda güvenilirlik adına şirketlerin kayıtlı cari değerleri, özellikle şirket satın almalarında kabul görmektedir.

Hizmet üretim işletmesi olan, konaklama işletmelerinin, bilanço toplamlarında “Duran Varlık” hesaplarının yüksek tutarlara ulaşması, şirketlerin finansal yapılarına da yön vermektedir. Zira şirketlerin kayıtlı değeri olarak kabul edilen ve “Vadeli-Vadesiz Sermaye” olarak da bilinen şirketlerin finansal yapıları, “Borç” ve “Özkaynak” toplamından oluşmaktadır. Bu bağlamda bir şirketin piyasalardaki kayıtlı değeri aşağıdaki şekilde formüle edilebilmektedir(Altınkaynak, 2017: 89):

$$\text{Kayıtlı Piyasa Değeri} = (\text{Özkaynaklar} + \text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}) - \text{Nakit Benzerleri}$$

Bu formüldeki “Özkaynaklar” ile “Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar” toplamı tüm sektör piyasalarında şirketlerin “Devamlı Sermayesi” olarak kabul görmektedir(İskenderoğlu vd. 2015: 89). Bu kapsamda, şirketin devamlı sermayesinden, ilgili şirketin nakit benzerleri çıkarılarak şirketin net kayıtlı değeri hesaplanmaktadır. Formülde “Nakit Benzerleri” hesabının, devamlı sermayeden çıkarılmasının nedeni, herhangi bir şirket başka bir şirketi satın aldığı anda, ilgili şirkette olan “Nakit Benzerleri” tutarı, satın alan tarafa tekrar geri gelecektir. Dolayısıyla satın alan taraf için, “Nakit Benzerleri” ne ödenen para bir cepten çıkarken diğer cebegirmiş olacaktır. Bu yönüyle “Nakit Benzerleri”, satın alan taraf için

“Batmış Maliyet” olduğundan, değerlendirme esnasında elimine edilmektedir.

3. Şirket Değeri ile Kârlılık Arasındaki Bağlantı ve Metodoloji

Konaklama işletmelerinin de, diğer sektör işletmeleri gibi, tüm faaliyetlerinden doğan gelir ve giderler muhasebe açısından üç ana başlık altında toplanmaktadır. Bunlardan ilki sürdürülen esas faaliyetlerinden doğan gelir giderler, ikincisi ana faaliyetler dışında kalan yardımcı faaliyetlerin gelir-giderleri, üçüncüsü ise beklenmeyen, olağandışı gelişen faaliyetlerin gelir ve giderleridir. Lakin olağan dışı gelir-giderler TMS-TFRS(Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları) tarafından kabul edilmemekle beraber olağandışı gelir-gider olarak raporlanmamaktadır. Zira diğer bir grup olan yardımcı faaliyetlerin gelir-giderleri, bazen sektörel dalgalanmalar, bazen yönetsel hatalar gibi o işletmeye dair özel faaliyetlerden doğan gelir-giderlerdir. Şirketlerin esas faaliyet gelir giderleri süreklilik arz ederken; yardımcı faaliyetlerin gelir giderleri şirketten şirkete büyük farklılık gösterebilmekte ve dönemsel aralıklarla zaman zaman ortaya çıkmaktadır. Hatta bazen şirketlerde bu gelir giderler, işletmenin esas faaliyet gelir giderlerini bile aşabilmektedir. Böyle bir durum, ana iş kolunda zarar eden şirketleri kâr ediyor gibi gösterirken; kâr eden şirketler de aynı şekilde zarar raporlayabilmektedirler. Dönem sonu itibariyle ortaya çıkan kâr - zarar tutarları, şirket yöneticileri, kredi kuruluşları, sermayedarlar gibi birçok işletme ilgilileri tarafından kullanılmaktadır. Böyle bir durumda raporlanan ve zaman zaman yanıltıcı olan dönem kâr-zarar tutarları, şirketlerin performanslarını yanlış değerlendirmeye neden olmakla beraber sektör piyasalarında şirket değerlerini değiştirebilmektedir.

Dünyada 1980’lerden sonra hızla yaygınlaşmaya başlayan EBITDA(Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization) kavramı, şirketlerde dönemsel bazda ve departman bağlamında

performans değerlemede önem arz etmekle beraber şirket birleşmelerindeki yapılacak yatırımlarda da sıkça kullanım alanı bulmaktadır. İngilizce bir kelime olan EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization) kavramı; FAVÖK(Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) anlamıyla dilimizde karşılık bulmaktadır(www.tmsk.org.tr). Bu kavramın tüm dünyada kabul görmesinin en önemli nedenleri:

- Şirketin esas faaliyetlerinden elde ettiği kârı ya da zararı göstermesi,
- Dönemsel faaliyetler bağlamında departman kârlılığını ayırması,
- Nakit çıkışı sağlamayan ve şirketten şirkete farklılık gösteren amortisman giderlerini elimine etmesi,
- Ülkeler arasındaki vergilendirme politikalarından kaynaklanan farklılıkları ortadan kaldırması,
- Değerlemede şirketleri uluslararası bağlamda ortak bir noktada buluşturan bir değerlendirme ölçütü olmasıdır.

Şirketlerin ana iş kolundan elde ettiği dönem kâr-zarar tutarı, şirketlerin gelir tablosunda “Esas Faaliyet Kâr-Zararı” olarak adlandırılmakta ve bu tutara finans literatürde, “Faiz Vergi Öncesi Kâr (FVÖK- EBIT)” denilmektedir. İşletmelerin gelir tablosunda yer alan bu “FVÖK” tutarına, işletmelerden nakit çıkışı sağlamayan cari dönem amortisman giderini eklemek suretiyle de, “Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK- EBITDA)” tutarı hesaplanmaktadır. Günümüz piyasalarında şirketlerin performanslarını değerlemede sıkça kullanılan bu yöntemler basit şekilde şöyle ifade edilebilir(Altınkaynak, 2017:97):

$$\text{Faiz Vergi Öncesi Kâr (FVÖK- EBIT)} = \text{Esas Faaliyet Kârı}$$

$$\text{EBITDA (FAVÖK)} = \text{Esas Faaliyet Kârı(FVÖK-EBIT)} + \text{Cari Dönem Amortismanı}$$

Yukardaki paragraflarda da değinildiği üzere, hizmet üretebilmek adına satın alınmış olan, “Maddi Duran Varlık” hesapları, konaklama işletmelerinin bilanço toplamında yüksek tutarlara ulaşmaktadır. “Maddi Duran Varlık” hesaplarının yüksekliği de, raporlanacak amortisman giderlerinin yüksek olacağını işaret etmektedir. Dolayısıyla konaklama işletmelerinde dönem sonları itibariyle raporlanacak “Dönem Kâr-Zarar” tutarlarının, şirketlerin kullandıkları amortisman yöntemleriyle ve amortisman giderlerinin yapısıyla şekillendiği söylenebilir. Her ne kadar nakit çıkışı sağlamasa da kanunen kabul edilen bir gider olan amortisman giderlerini dönem kârından ayırtırmak, bir konaklama işletmesinin performansını değerlemede veya gerçek kârlılığını tespit etmede büyük önem arz etmektedir.

EBITDA tutarı, iki şekilde oranlama yöntemiyle şirketlerin performans değerlemesinde ve şirketlere piyasalarda değer biçmede kullanılmaktadır. Piyasalarda FAVÖK marjı olarak bilinen ilk oranlama metodu, hesaplanan FAVÖK tutarının “Net Satışlar” a(Hasılat) bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Bu oran, şirketlerin esas ticari kârlılık oranını göstermektedir. FAVÖK marjı şu şekilde formüle edilebilir(Toraman ve Körpi, 2015: 45):

$$\text{EBITDA Marjı} = \frac{\text{Hasılat}}{\text{EBITDA}}$$

İkinci değerlendirme yöntemi ise, firmanın kayıtlı piyasa değerinin, dönemlik faiz amortisman ve vergi öncesi kâr tutarına bölünmesi ile hesaplanmasıdır. “Firma Değeri” ni “EBITDA” ile oranlayan bu yöntem aşağıdaki şekilde formüle edilebilir(Altınkaynak, 2017:98)::

$$\text{FD / EBITDA} = \frac{\text{Devamlı Sermaye – Nakit Benzerleri}}{\text{EBITDA}}$$

Bu marj formülü ile şirketlerin piyasadaki cari değerleri ile bir dönemde elde ettiği nakit çıkışı sağlamayan esas faaliyet kârlılıkları karşılaştırılarak, bir nevi dönemlik bazda elde edilen kârın, şirketin piyasa değerinin yüzde kaçını oluşturduğu hesaplanmaktadır. Bu hesaplama ile de ilgili şirkete piyasada bir değer biçilmekte ve o şirkete yapılacak yatırımın geri dönüş süresi hesaplanmış olmaktadır. EBITDA katsayısı olarak bilinen bu oran, günümüz tüm sektör piyasalarında, özellikle şirket birleşmeleri ile şirket satın almalarında başvurulan en önemli kıstaslardan ve değerlendirme yöntemlerinden biri olup, şirketlere yapılacak yatırımlarının etkinliğini belirlemede büyük önem arz etmektedir.

4. Araştırma ve Analiz

4.1. Araştırmanın Kapsamı ve Kısıtlılıkları

Araştırma kapsamında Türkiye’ de turizm sektöründe faaliyet gösteren ve “Borsa İstanbul” da işlem gören; Altinyunus A.Ş., Martı Otel A.Ş., Kuştur A.Ş., Metemtur A.Ş. ve Merit Turizm A.Ş. nin, beş yıl geriye dönük mali verileri üzerinden, şirketlerin faaliyet kârlılıkları, EBITDA tutarları ile marjları ve piyasalardaki kayıtlı değerleri analiz edilecektir. Turizm sektöründe Borsa İstanbul’ da toplam 12 adet şirket işlem görmekte olup, bu şirketlerden 5 adedi araştırma kapsamına alınmıştır. Diğer 7 şirketin kapsam dışı bırakılmasının nedenlerinden biri; şirketler geçmiş yıllar itibariyle sürekli zarar raporlamıştır. Bir diğer neden ise bu 7 şirketten bazıları konaklama sektöründe faaliyet göstermemektedir.

4.2. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Araştırma; turizm şirketlerinin piyasalardaki kayıtlı değerleri ile şirketlerin raporladıkları faaliyet kârlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz ederek, şirket birleşmelerinde ilgili şirketlere yapılacak yatırımların ortalama geri dönüş sürelerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda veri analiz yöntemi kullanılarak yapılan çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören 5 adet turizm şirketinin, 2014-2019 yılları arası mali tabloları üzerinden yürütülmüştür.

4.3. Araştırmanın Önemi

Şirket birleşmelerinde değerlendirme süreciyle beraber ilgili şirkete fiyat biçmek, muhasebe-finans bilim dünyasında tartışılabilen ve piyasanın beklentisi olan bir konudur. Emek yoğun bir sektör olarak maliyetlerin yüksekliği ile seyreden turizm sektöründe dönemlik satışlar tahmin güçlüğü de sektörü zaman zaman zora sokmaktadır. Bu noktadan hareketle doğan çalışmada, konaklama sektöründe faaliyet gösteren ulusal ölçekli Türkiye' nin en büyük beş şirketinin, esas faaliyet karlılıklarını hesaplamak, şirketlerin kayıtlı piyasa değerlerini ortaya koymak ve bu şirketlere yapılacak yatırımların ortalama geri dönüş sürelerini tespit etmek, gerek muhasebe-finans bilim dünyasında yeni yapılacak çalışmalara ışık tutması, gerekse piyasa beklentilerine yol haritası olması açısından önem arz etmektedir.

4.4. Araştırma Verileri

Araştırma kapsamında yapılan analizler, aşağıda yer alan tablolarda sunulmaktadır. Tablo 1, 2, 3, 4 ve 5'te kaynak oluşturacak veriler yer almakta olup, şirketlerin 2014-2019 yılları arası mali tablolarından alınmıştır. Bu bağlamda analize kaynak oluşturacak şirketlerin mali veri tabloları aşağıda yer almaktadır:

Tablo 1: Altinyunus A.Ş.’ nin İlgili Mali Tablo Verileri

ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLERİ A.Ş.						
Yıllar	Öz Kaynaklar (TL)	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar (TL)	Nakit Benzerleri (TL)	Hasılat (TL)	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	Amortisman İtfa Giderleri (TL)
2018	146.327.631	25.115.607	1.375.908	37.203.528	3.740.027	2.102.445
2017	145.933.854	32.232.128	1.225.490	25.468.376	(2.402.603)	1.806.858
2016	142.459.340	27.709.293	741.563	19.543.302	(6.535.313)	1.805.071
2015	150.556.835	22.558.870	708.075	26.556.038	(208.605)	1.635.359
2014	116.866.889	20.204.291	1.017.344	24.381.701	(242.831)	1.628.801

Tablo 2: Kuştur A.Ş.’ nin İlgili Mali Tablo Verileri

KUŞTUR KUŞADASI TURİZM ENDÜSTRİSİ A.Ş.						
Yıllar	Öz Kaynaklar (TL)	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar(TL)	Nakit Benzerleri (TL)	Hasılat (TL)	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	Amortisman İtfa Giderleri (TL)
2018	48.987.988	483.490	27.614.560	31.966.496	16.526.289	1.757.295
2017	35.637.531	372.352	12.204.180	15.008.026	4.705.841	1.649.650
2016	33.044.144	265.116	9.387.327	9.498.098	124.522	1.631.359
2015	34.332.590	234.402	9.670.182	374.149	2.865.113	1.635.357
2014	32.521.844	52.222	7.072.321	19.060.278	7.283.046	2.047.670

Tablo 3: Metemtur A.Ş.’ nin İlgili Mali Tablo Verileri

METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.						
Yıllar	Öz Kaynaklar (TL)	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar(TL)	Nakit Benzerleri (TL)	Hasılat (TL)	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	Amortisman İtfa Giderleri (TL)
2018	4.535.779	23.720.698	408.639	11.353.320	853.822	2.299.953
2017	13.577.010	18.788.074	1.420.666	3.775.050	61.069	5.652
2016	15.424.091	57.045	1.967.824	41.652.121	9.217.959	5.163
2015	8.451.006	36.687.078	4.463.632	39.515.009	26.455.244	5.313
2014	(6.442.291)	22.117.347	208.213	-	(1.450.726)	6.507

Tablo 4: Merit Turizm A.Ş.’ nin İlgili Mali Tablo Verileri

MERİT TURİZM YATIRIM VE İŞLETME A.Ş.						
Yıllar	Öz Kaynaklar (TL)	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar(TL)	Nakit Benzerleri (TL)	Hasılat (TL)	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	Amortisman İtfa Giderleri (TL)
2018	40.424.719	1.538.359	9.437	9.965.713	4.171.517	3.410
2017	16.528.716	71.337	7.540	10.690.788	4.748.050	3.410
2016	12.654.185	40.625	4.605	8.343.244	2.971.873	3.410
2015	10.264.910	134.187	2.007.549	5.875.071	2.393.677	3.410
2014	8.441.927	63.701	2.421	5.318.845	2.536.673	3.410

Tablo 5: Martı Otel İşletmeleri A.Ş.’ nin İlgili Mali Tablo Verileri

MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.						
Yıllar	Öz Kaynaklar (TL)	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar(TL)	Nakit Benzerleri (TL)	Hasılat (TL)	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	Amortisman İtfa Giderleri (TL)
2018	88.284.766	586.362.405	1.721.539	120.564.633	2.586.218	2.619.974
2017	147.285.498	464.720.264	766.255	58.176.401	(4.280.827)	891.825
2016	162.418.018	384.044.691	1.188.741	42.425.951	(16.156.239)	16.257.748
2015	279.313.351	315.343.698	998.126	83.714.836	(16.709.101)	21.457.063
2014	503.782.631	185.206.354	3.382.249	87.284.617	4.588.589	9.856.112

4.5. Analiz ve Değerlendirme

Araştırma kapsamındaki şirketlerin 5 yıl geriye dönük finansal durum ve kâr-zarar tablolarından, “Özkaynak”, “Uzun Vadeli Yabancı Kaynak”, “Nakit Benzerleri”, “Hasılat”, “Esas Faaliyet Kâr-Zarar” ve dönemsel bazda “Amortisman - İtfa Gider” tutarları alınarak yukarıda tablo halinde sunulmuştur. Araştırmanın ikinci adımında bu verilerden hareketle şirketlerin “Ebitda Tutarları”, “Ebitda Marjları”, “Faaliyet Kârlılıkları”, “Kayıtlı Firma Değerleri” ve tüm bu hesaplamaların sonucunda, bu şirketlere yapılacak “Yatırımların Ortalama Geri Dönüş Süreleri” hesaplanmıştır. Tüm bu hesaplamalar her şirket için ayrı olmak kaydıyla tablo haline getirilerek aşağıda sunulmaktadır.

Altinyunus Çeşme A.Ş.’ nin 5 yıl geriye dönük mali analiz tablosu ve analizler sonucu şirketle ilgili yapılan değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 6: Altinyunus A.Ş.’ nin Finansal Analiz Tablosu

ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLERİ A.Ş. ANALİZ TABLOSU						
Yıllar	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	EBITDA (TL)	EBITDA MARJI	FAALİYET KÂR MARJI	KAYITLI PİYASA DEĞERİ (TL)	YATIRIMIN ORTALAMA GERİ DÖNÜŞ SÜRESİ
2018	3.740.027	5.842.472	6,37	%10	170.067.330	29 yıl
2017	(2.402.603)	(595.745)	*	*	176.940.492	*
2016	(6.535.313)	(4.730.242)	*	*	169.427.070	*
2015	(208.605)	1.423.754	18,65	*	172.407.630	121 yıl
2014	(242.831)	1.385.970	17,59	*	136.053.836	98 yıl

*Zarar raporlanan yıllarda kâr marjları ve yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri hesaplanamamıştır.

Şirket 2018 yılında esas faaliyetlerinden 3.740.027 TL kâr etmiş ve bu kâr oranı ile şirket ana iş kolunda dönem sonu itibariyle %10 kârlılık sağlamıştır. Şirketin piyasalarda geçerli olmak kaydıyla 2018 yılı, kayıtlı firma değeri 170.067.330 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketten nakit çıkışı sağlamayan amortisman giderleri raporlanan kârdan elimine edildikten sonra şirketin esas faaliyetlerindeki nakit bazlı kâr tutarı, 5.842.472 TL olarak hesaplanmış dolayısıyla bu şirketin, kayıtlı değeriyle satın alınması halinde, şirkete yapılacak yatırımın ortalama geri dönüş süresinin de 29 yıl olduğu tespit edilmiştir. 2015 dönem sonu itibariyle şirket, esas faaliyetlerinde (208.605) TL zarar raporlamış olmasına rağmen her ne kadar kanunen kabul edilen bir gider olsa da reelde gider statüsünde olmayan ve nakit çıkışı sağlamayan amortisman giderleri bu zarar tutarından elimine edildikten sonra şirketin kâra geçtiği ve Ebitda marjının da 18,65 seyrinde izlediği tespit edilmiştir.

Kuştur A.Ş.’ nin 5 yıl geriye dönük finansal analiz tablosu ve yapılan analizler doğrultusunda Kuştur A.Ş. ile ilgili gerekli değerlendirme raporları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7: Kuştur A.Ş.’ nin Finansal Analiz Tablosu

KUŞTUR KUŞADASI TURİZM ENDÜSTRİSİ A.Ş. ANALİZ TABLOSU						
Yıllar	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	EBITDA (TL)	EBITDA MARJİ	FAALİYET KÂR MARJİ	KAYITLI PİYASA DEĞERİ (TL)	YATIRIMIN ORTALAMA GERİ DÖNÜŞ SÜRESİ
2018	16.526.289	18.283.584	1,75	%52	21.856.918	1,2 yıl
2017	4.705.841	6.355.491	2,36	%31	23.805.703	3,75 yıl
2016	124.522	1.755.881	5,41	%1	23.921.933	13,6 yıl
2015	2.865.113	4.500.470	*	*	24.896.810	5,50 yıl
2014	7.283.046	9.330.716	2,04	%38	25.501.745	2,75 yıl

*Zarar raporlanan yıllarda kâr marjları ve yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri hesaplanamamıştır.

Şirket 2018 yılında esas faaliyetlerinden 16.526.289 TL kâr raporlamış ve şirket bu tutarla ana iş kolunda dönem sonu itibariyle %52 gibi yüksek bir kârlılık oranı ile çalışmıştır. Şirketin piyasalarda geçerli olmak kaydıyla 2018 yılı, kayıtlı firma değeri 21.856.918 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketten nakit çıkışı sağlamayan amortisman giderleri

raporlanan kârdan elimine edildikten sonra şirketin esas faaliyetlerindeki nakit bazlı kâr tutarı, 18.283.584 TL olarak hesaplanmış dolayısıyla bu şirketin, kayıtlı değeriyle satın alınması halinde, şirkete yapılacak yatırımın ortalama geri dönüş süresinin de 2018 dönemi için 1,2 yıl olduğu tespit edilmiştir. Beş yıl geriye dönük olarak yapılan analizlerde Kuştur A.Ş.’ nin dönemsel bazda istikrarlı olarak kâr raporladığı sadece 2015 yılında satış faaliyetini durdurduğu fakat satış harici diğer faaliyetlerinden gelir elde ettiği için kâra geçtiği izlenmiştir. Yıllar itibariyle istikrar arz eden bu şirketin, piyasadaki kayıtlı değeriyle satın alınması halinde, bu şirkete yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri yaklaşık olarak 2017 yılında 4, 2016 yılında 14, 2015 yılında 5 ve 2014 yılında ise 3 yıl olduğu gözlemlenmiştir. Analiz sonucunda Kuştur A.Ş.’ ye yapılacak yatırımın geri dönüş süresinin de, ortalama olarak 5,5 yıl olduğu tespit edilmiştir.

Metemtur A.Ş.’ nin 5 yıl geriye dönük mali analiz tablosu ve yapılan bu analizler sonucu şirket ile ilgili tüm değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 8: Metemtur A.Ş.’ nin Finansal Analiz Tablosu

METEMTUR OTELCİLİK A.Ş. ANALİZ TABLOSU						
Yıllar	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	EBITDA (TL)	EBITDA MARJİ	FAALİYET KÂR MARJİ	KAYITLI PİYASA DEĞERİ (TL)	YATIRIMIN ORTALAMA GERİ DÖNÜŞ SÜRESİ
2018	853.822	3.153.775	3,60	%7,5	27.847.838	8,8 yıl
2017	61.069	66.721	56,58	%1,5	30.944.418	463 yıl
2016	9.217.959	9.223.122	4,51	%22	13.513.312	1,47 yıl
2015	26.455.244	26.460.557	1,50	%67	40.674.452	1,53 yıl
2014	(1.450.726)	(1.444.219)	*	*	15.466.843	*

*Zarar raporlanan yıllarda kâr marjları ve yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri hesaplanamamıştır.

Metemtur A.Ş., 2018 yılında esas faaliyetlerinden 853.822 TL kâr raporlamış ve bu kâr tutarı ile şirket ana iş kolunda dönem sonu itibariyle %7,5 kârlılık sağlamıştır. Şirketin piyasalarda geçerli olmak kaydıyla 2018 yılı, kayıtlı firma değeri 27.847.838 TL olarak hesaplanmıştır.

Dönemlik bazda yaklaşık 2.500.000 TL gibi yüksek tutarlı bir amortisman giderinin raporlanan kârdan ayrıştırılmasından sonra, şirketin esas faaliyetlerindeki nakit bazlı kâr tutarı, 3.153.775 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analizler sonucu ilgili şirketin, kayıtlı değeriyle satın alınması halinde, şirkete yapılacak yatırımın ortalama geri dönüş süresinin de 2018 dönemi için 8,8 yıl olduğu tespit edilmiştir. Yukarıdaki veri tablolarından da görüleceği üzere, istisnai olarak, şirketin 2017 yılında satış hasılatı bir önceki yıla göre % 300 oranında azalmış, dolayısıyla bu 2017 yılı itibariyle raporladığı kâr tutarı da çok düşük çıkmıştır. Takip eden 2016 ve 2015 yıllarında şirketin satış hasılatı 2017 yılına nazaran ortalama % 1300 artmış ve şirket faaliyetlerinde 2016 yılında % 22, 2015 yılında ise % 67 kârlılık ile çalışmıştır. Dolayısıyla şirketin 2018, 2016 ve 2015 yıllarında kârlılığındaki yüksek seyir, bu şirkete yapılacak yatırımların geri dönüş sürelerini düşürmüştür. Tam tersine şirket 2014 yılında zarar raporlamış ve 2017 yılında ise neredeyse %1 kârlılıkla neredeyse başabaş noktasında faaliyetlerini sürdürmüştür. 5 yıllık dönemde gerek satış hasılatında gerekse borçlanmadan dolayı firma değerinde iniş çıkışlar yaşanmış ve bu durum şirketi istikrarlı bir seyirden uzaklaştırmıştır.

Merit A.Ş.' nin 5 yıl geriye dönük mali analiz tablosu ve yapılan bu analizler sonucu şirket ile ilgili tüm değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 9: Merit A.Ş.’ nin Finansal Analiz Tablosu

MERİT TURİZM YATIRIM VE İŞLETME A.Ş. ANALİZ TABLOSU						
Yıllar	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	EBITDA (TL)	EBITDA MARJİ	FAALİYET KÂR MARJİ	KAYITLI PİYASA DEĞERİ (TL)	YATIRIMIN ORTALAMA GERİ DÖNÜŞ SÜRESİ
2018	4.171.517	4.174.927	2,39	%42	41.953.641	10 yıl
2017	4.748.050	4.751.460	2,25	%44	16.322.513	3,4 yıl
2016	2.971.873	2.975.283	2,80	%36	12.690.205	4,2 yıl
2015	2.393.677	2.397.087	2,45	%41	8.391.548	3,5 yıl
2014	2.536.673	2.540.083	2,09	%48	8.503.207	3,4 yıl

*Zarar raporlanan yıllarda kâr marjları ve yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri hesaplanamamıştır.

Merit A.Ş. de tıpkı Kuştur A.Ş. gibi son 5 yıllık süreçte piyasalarda gerek kârlılık gerekse firma değeri bağlamında istikrarlı bir seyir izlemiştir. Şirket, 2018 yılında esas faaliyetlerinden 4.171.517 TL kâr raporlamış ve şirket bu tutarla ana iş kolunda dönem sonu itibariyle %42 gibi yüksek bir kârlılık oranı ile dönemi kapatmıştır. Zira analiz, faaliyet kârlılığı açısından değerlendirildiğinde de, şirketin 5 yıllık süreçte ortalama % 40 kârlılık oranıyla faaliyetlerini sürdürdüğü izlenmektedir. Şirketin piyasalarda geçerli 2018 yılı kayıtlı firma değeri, önceki yıllara göre sermaye artırımından dolayı yaklaşık %300 artarak, 41.953.641 TL ye yükselmiştir. 2017, 2016, 2015 ve 2014 yıllarında kayıtlı değeri ve kârlılığı istikrarlı bir şekilde stabil seyretmiştir. Şöyle ki bu şirketin, piyasadaki kayıtlı değeriyle satın alınması halinde, bu şirkete yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri yaklaşık olarak 2018 yılında 10, 2017 yılında 3, 2016 yılında 4, 2015 yılında 3 ve 2014 yılında ise 3 yıl olduğu gözlemlenmiştir. 5 yıllık analiz sonucunda şirketin kayıtlı değerinin üç kat artmış olmasına rağmen, istikrar arz eden Merit A.Ş.’ ye yapılacak yatırımın geri dönüş süresinin de, ortalama olarak 5 yıl olduğu tespit edilmiştir.

Martı Otel A.Ş.’ nin 5 yıl geriye dönük mali analiz tablosu ve yapılan bu analizler sonucu şirket ile ilgili tüm değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 10: Martı Otel A.Ş.’ nin Finansal Analiz Tablosu

MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş. ANALİZ TABLOSU						
Yıllar	Esas Faaliyet Kâr-Zararı (TL)	EBITDA (TL)	EBITDA MARJİ	FAALİYET KÂR MARJİ	KAYITLI PİYASA DEĞERİ (TL)	YATIRIMIN ORTALAMA GERİ DÖNÜŞ SÜRESİ
2018	2.586.218	5.206.192	23,1	%2	672.925.632	129 yıl
2017	(4.280.827)	(3.389.002)	*	*	611.239.507	*
2016	(16.156.239)	101.509	417,9	*	545.273.968	5371 yıl
2015	(16.709.101)	4.747.962	17,6	*	593.658.923	125 yıl
2014	4.588.589	14.444.701	6,04	%5	685.606.736	47 yıl

*Zarar raporlanan yıllarda kâr marjları ve yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri hesaplanamamıştır.

5 yıllık süreç analiz edildiğinde, Martı Otel A.Ş., sadece 2014 ve 2018 yıllarında kâr raporlamış ve raporladığı kârlılık oranı % 2 ile % 5 aralığında kalmıştır. Yukarıda sıralanan veri seti incelendiğinde, sektörel bazda her dönem en yüksek satış hasılatına bu şirketin dönem giderlerinin yüksekliği, şirketi zarara sürüklemektedir. 50 yıllık bir firma olan Martı Otel A.Ş. nin gerek duran varlık hesapları gerekse kayıtlı firma değeri, diğer turizm şirketlerine nazaran yaklaşık 20 ila 30 kat; Altinyunus A.Ş. ye nazaran ise ortalama 5 kat daha fazladır. Dolayısıyla hem raporlanan zarardan dolayı hem de firma değerinin sektörün pik seviyesinde seyretmesinden dolayı, bu şirkete yapılacak yatırımların geri dönüşleri inanılmaz sürelerle ulaşmaktadır. 2016 ve 2015 yıllarında şirket zarar raporlamasına rağmen duran varlıklardaki amortisman hesaplarının yüksekliği şirketi “EBITDA” tutarında kâra taşımaktadır. 5 yıllık dönemde tüm bu analizler sonucunda, her ne kadar şirketin satış hasılatı sektörün minimum 10 kat üzerinde olsa da, gerek sabit dönem giderlerinin ve borçlanma maliyetlerinin yüksekliği gerekse sektörde firma değerinin pik seviyede izlemesi, şirketi, istikrarlı bir kârlılık seyrinden uzaklaştırmaktadır.

5. Sonuç ve Öneriler

Günümüz şirketlerinin göze çarpan en temel amacı, kâr maksimizasyonundan ziyade; hissedarların piyasa değerinin veya ilgili şirket değerinin maksimizasyonuna dönüşmüş olmasıdır. Bu durumda

daha çok satış geliri elde ederek daha çok kâr eden şirketler değil; firma değerini en yükseğe çıkaran ve bu yükseklik karşısında ilgili şirkete yapılacak yatırımın geri dönüş süresini de, kısa tutan şirketler piyasalarda talep görmektedir. Özellikle emek yoğun bir sektör olarak sabit maliyetlerin yüksek seyrettiği ve makro-ekonomik göstergelerdeki değişikliklerden direkt etkilendiği için, satış hasılatının önceden tahmin edilememesinden dolayı değişken maliyetlerin de bütçelenemediği turizm sektöründe bu dengeyi yakalamak daha da zorlaşmaktadır.

Turizm sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’ da işlem gören toplam 12 adet şirket mevcuttur. Kârlılık ve şirket değeri arasında bu denge ilişkisinden doğan çalışmada, bu şirketlerden 5 tanesi seçilmiş ve ilgili şirketlerin beş yıl geriye dönük mali verileri analiz edilmiştir. Diğer 7 şirketin çalışma dışı bırakılmasının nedeni ise şirketlerin geçmiş dönemlerde sürekli zarar raporlamasıdır. Zira çalışma kapsamında seçilen veri seti, Türkiye’deki borsaya kote turizm şirketlerinin yaklaşık olarak yarısını oluşturmaktadır.

Çalışma evreninde yer alan şirketlerden Martı Otel A.Ş., kayıtlı şirket değeri en yüksek şirket olmasına rağmen Martı Otel A.Ş. ile Altinyunus A.Ş.’ nin kârlılıkları hem çok düşük seviyede izlemekte hem de bir dönem kâr raporlarken; takip eden dönem zarar raporlayarak istikrar göstermemektedir. Bundan dolayı özellikle Martı Otel A.Ş. ile Altinyunus A.Ş. ye yapılacak yatırımların geri dönüş süreleri de uzun dönemlere yayılmaktadır. Tam tersine şirket değerleri düşük olmasına rağmen her dönem eşit düzeylerde kâr raporlayan Kuştur A.Ş. ile Merit A.Ş.’ ye yapılacak yatırımların ortalama geri dönüş süresi 5 yıl civarında seyretmektedir. Metemtur A.Ş.’ nin ise raporladığı kâr tutarları dönemsel bazda farklılaşmakta ve bazı dönemlerde raporlanan kârın yüksekliğinden bu şirkete yapılacak yatırımların geri dönüş süresi 1,5 yıla kadar düşerken bazı dönemlerde bu süre 400 yıla kadar uzamaktadır.

Bu durum şirketin finansal durumunu ve performansını istikrarlı bir yapıdan uzaklaştırmaktadır.

Ekonomik göstergelerden doğal afetlere, doğal afetlerden siyasi eğilimlere, siyasi eğilimlerden uluslararası terörizme kadar birçok makro ve mikro faktörden direkt olarak etkilenen turizm sektör piyasalarında, şirket değerleri ile şirketlerin finansal performanslarının analiz edilerek bütçelenmesi, piyasaların da etkin yönetilmesini sağlayacaktır. Doğru değerlendirme yöntemleri ile bütçelenen kârlılıklar ve analiz edilen ulusal şirketler, gerçek piyasa değerlerine ulaşmış olacaktır. Ayrıca etkin bir piyasa, güven ve kurumsallaşma arayan yabancı sermaye akımları için de, daha cazip bir hale gelecektir. Böylelikle bu şirketlerin yabancı sermayedarların eline gerçek değerinin çok altında bir fiyatla geçmesi engellenmiş olacak ve sonuç olarak ülke ekonomisine artı bir katma değer sağlanacaktır.

Konaklama sektöründe, raporlanan kârlılık, kayıtlı şirket değeri ve şirkete yapılacak yatırımın geri dönüş süresi arasındaki ilişkiyi analiz eden ve bu kapsamda alanında ilk kez kaleme alınan bu çalışmanın, konaklama muhasebesi alanında yeni çalışmaların doğmasına da neden olması ümit edilmektedir.

Kaynakça

- Alkan İ.G., Demirelli E. (2007) “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama” Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi c:9, s:2
- Altınkaynak F. (2017). “Şirketlerde Sermayenin Korunabilirliğinin Analizi Ve Raporlanması”, Yayınlanmamış Doktora Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bilgiçli İ. (2019) “Turizm Pazarlamasında Müşteri Sadakati Oluşturmada Fiyatlandırma Stratejilerinin Önemi: Konaklama İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama” Turansam c:11 s:43
- Büyükkşalvarcı A., Uyar S., (2012) “Farklı Muhasebe Düzenlemelerine Göre Hazırlanan Mali Tablolardan Elde Edilen Finansal Oranlar İle Şirketlerin Hisse Senedi Getirileri Ve Piyasa Değerleri Arasındaki İlişki” Muhasebe ve Finansman Dergisi c:53 s:25-48

- Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D. ve Sansone, C. (2010) “The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information” Family Business Review, 23, 3,: 246- 265.
- Choi, T. H. ve Pae, J. (2011) ” Business Ethics and Financial Reporting Quality: Evidence from Korea” Journal of Business Ethics, 103, (2011): 403 – 427
- Gençoğlu, Ü. G. ve Ertan, Y. (2012) “Muhasebe Kalitesini Etkileyen Faktörler ve Türkiye’deki Durum”. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (2012) : 1-24.
- Gürbüz O. ve Y. Ergincan (2004) “Şirket Değerlemesi”.Literatür Yayınevi: İstanbul.
- İskenderoğlu Ö., Karadeniz E., Ayyıldız N.(2015) “Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması” İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi c:3 s:3.
- Öztürk H., (2017). “Borsa İstanbul’da ŞD/FAVÖK (Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ve F/K (Fiyat/Kazanç) Çarpanları Üzerine Bir Analiz” Maliye ve Finans Yazıları c:108 s:87-103
- Pereiro L.E. (2002) “Valuation of Companies and Emerging Market: A Pratical Approach.” John Wiley&Sons Inc.
- Sakarya Ş. (2008) “Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama” Muhasebe ve Finansman Dergisi c:40
- Şenel K.(2006) Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe Ve Mali Analiz, TSPAKB. 165-172
- Toraman C ve Körpi M.(2015) “Firma Değerinin Piyasa Çarpanları İle Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayi Sektöründe Bir Uygulama.” Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan, s:124-145
- Van Tendelo, B. ve Vanstraelen, A. (2005) “Earnings Management Under German GAAP versus IFRS”, European Accounting Review, 14, 1,(2005) : 155-180.Vroom, V. H. ve
- Yazıcı K. (1997) “Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri.” DPT Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Yıldız F.(2006) “Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama”, Erciyes Ün. SBE, Yüksek Lisans Tezi, Kayseri.

İnternet Kaynakları

[https:// www.tmsk.org.tr](https://www.tmsk.org.tr) Erişim Tarihi:15.12.2019

<https://www.kap.gov.tr> Erişim Tarihi:25.12.2019