

KONAKLAMA İŞLETMELERİNİN DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ VE DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Önder MET*

ÖZET

Bu çalışmada, konaklama tesislerini değerlendirme yaklaşımları teorik ve pratik yönleri ile gözden geçirilmekte ve sektöre uygunluğu açısından değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra konaklama tesisleri alım-satım pazarının genel özellikleri ile tesislerin değerini belirleyen etkenler irdelenmektedir. İşleyen, gelir getiren, hizmete yönelik ve yönetimin karlılıkta önemli rol oynadığı otel vb işletmelerin değerlemesinde daha sofistike olan gelire dayalı yaklaşım daha etkin bir temel sağlamaktadır. Nihai otel değerinin belirlenmesinde tüm yöntemler ile bulunan sonuçların göz önünde bulundurulmasında yarar görülmektedir. Fiziksel, yersel ve ekonomik faktörleri en iyi yansıtan, dolayısıyla bir otelin değeri ile ilişkili olan temel değişkenler; doluluk oranı, ortalama oda fiyatı, oda sayısı ve sektörde oda arz-talep ilişkisi olarak sıralanabilir. Bunlar arasında ortalama oda fiyatı, değeri temsil eden en önemli belirleyicidir. Konaklama yatırımcıları, yalnızca otelin bugünkü değerine değil, otel değer endeksleri yardımıyla değer gelecekte göstereceği eğilimlere bakarak en uygun zamanlamaları bulmalıdırlar.

Anahtar Kelimeler: Konaklama işletmeleri, değerlendirme, pazar değeri, maliyet yaklaşımı, satış karşılaştırma yaklaşımı, gelir yaklaşımı, otel değer endeksi.

THE VALUATION APPROACHES OF LODGING PROPERTIES AND THE ANALYSIS OF FACTORS THAT AFFECT VALUE

ABSTRACT

In the study, the approaches to the valuation of lodging properties have been examined for theoretical and practical aspects and evaluated their appropriateness for industry. In addition, it has been discussed the general features of lodging properties buying and selling market and the factors that determine the value of properties. More sophisticated income based approach provides more efficient basis in valuing of a hotel and similar businesses ongoing, income-generated, service-oriented and in which the management plays a significant role on the profitability. It would be beneficial to consider the results reached through all methods in the determination of final hotel's value. As these

* Balıkesir Üniversitesi Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksek Okulu (Yrd.Doç.Dr.)

reflect the physical, locational and economic factors very well, the basic elements relating the value of a hotel can be listed in this way: occupancy percentage, average daily room rate, room numbers and the balance of supply and demand in sector. Among them, average daily rate is a major determinant standing for the value. Lodging investors not only should focus on the current value of hotel but also find out the best convenience time monitoring future trends through hotel value indexes.

Key Words: Lodging properties, valuation (appraisal, valuing), market value, cost approach, sales comparison approach, income capitalization approach, hotel value index.

GİRİŞ

Türkiye ekonomisi son yıllarda hızlı bir değişim ve yeniden yapılanma süreci içindedir. Birçok kamu varlığının özelleştirme programı çerçevesinde yerli ve yabancı sermayeye açık arttırma ile satışına tanık olunmaktadır. Bununla birlikte yabancı sermaye yalnızca kamu varlıklarını değil, özel sektör şirketlerini de satın almakta, birleşmekte veya iştiraklerde bulunmaktadır. Artan küresel rekabet ortamında yerli şirketler de faaliyetlerini gözden geçirmekte, rekabet üstünlüğü olan sektörlerde odaklanmakta ve bu bağlamda satın alma, satma ve birleşme çabalarına girişmektedirler. Tüm bu çabalar varlıkların değerlendirilmesini gerektirmekte, değer üzerinde anlaşma sağlandığı takdirde işlemler gerçekleşmektedir.

Şirketlerin alım ve satımı ve değerlendirilmesi konusu daha çok endüstriyel alanda görülse de konaklama sektörü için de geçerlidir. Geçmişte T.C. Turban turizm işletmeleri özelleştirilmiş, kısa zaman önce de Emekli Sandığı'nın bir mülkü olan İstanbul Hilton Otelinin tesisi özel yatırımcılara satılmıştır. Emekli Sandığı diğer otellerini de özelleştirme amacındadır. Yabancı sermaye Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde turizm sektörüne yatırım yapmak veya tesis satın almak için değil, daha çok işletmecilik yapmak amacıyla gelmektedir (Yarcan, 1998:77-78). Bununla birlikte uluslararası otel sektörü, artan turizm hareketlerinin bir sonucu olarak büyümeye ve konsolide olmaya doğru gelişmektedir. Bunun sonucu olarak dünyada çokuluslu otel zincirlerinin gerek sayısı, gerekse büyüklükleri artmaktadır. Otel zincirlerinin hızlı büyümesi, birleşme ve satın alma şeklinde olduğu gibi, franchising, yönetim anlaşması ve ortak yatırımlar vb biçiminde de olmaktadır (Zhao ve Olsen, 1997:79-98). Uluslararası konaklama sektörü çoğunlukla küçük ve bağımsız işletme ve zincirlerden oluşmaya devam etmekte, dolayısıyla parçalı bir görünüm sunmakta (Knowles, 1996:291), bu da büyüme ve toplanma konusunda fırsatlar vermektedir (Geller, 1998:1). ABD de gayrimenkul pazarı o

kadar gelişmiştir ki, konaklama işletmesi sahipleri isterlerse tesislerini başka bir yerde bulunan bir otel veya başka bir gayrimenkul ile değiş tokuş edebilmektedirler. Aradaki fark nakit ile kapatılabilmektedir. Böylece girişimciler başka bir pazara geçerek yeni iş fırsatları bulabildikleri gibi, değerlendirilen tesisin değer kazancı üzerinden herhangi bir vergi ödememektedirler (Tarras, 1996:27). Gelişmiş ülkelerde konaklama tesisi alım-satımları yalnızca finansal sıkıntıda olanlar için değil, değer artış kazançlarından yararlanmak için de yapılmaktadır.

Uluslararası otel sektöründe kaynaklar yeniden dağıtılırken, işlemlerin yapılmasına yardımcı olmak üzere güvenilir değerlemelere talep artmaktadır. Bunun yanı sıra uluslararası çevrenin karmaşıklığı ile birlikte artan işlem hacmi, otel değerlemeleri için daha fazla sektöre özgü ve gelişmiş yaklaşımlara olan ihtiyacı arttırmıştır (Nilsson vd, 2001b:18). Otel değerlendirme yöntemleri ve bu alandaki gelişmelerin incelenmesi sınırlı kalmıştır. Çalışmalar daha çok endüstriyel tesislerin değerlemesine yöneliktir. Her ne kadar arsa ve binalar olarak oteller ile diğer ticari tesisler arasında benzerlikler olsa da, otellerin özel karakteristikleri bulunmaktadır: Örneğin, otellerin; normalde tek amaçlı bir kullanıma sahip tesisler olması (alternatif kullanım imkanları yok veya az), özel yönetim uzmanlığı gerektirmesi ve değerinin gelecekte net gelir yaratması ile doğrudan ilişkili olması gibi (Nilsson vd, 2001a:6). Bunun yanı sıra otel tesisleri, diğer işletmelere göre daha uzun bir ömre sahiptirler. Yönetim sözleşmeleri ile birçok otel işletmesinin, sahibi dışında başka bir şirket tarafından işletilmesi de sektöre özgü bir uygulamadır (Harris ve Brown, 1998:170-171). Konaklama işletmeleri diğer işletmelerden o kadar farklıdır ki, değerleyici, konaklama tesislerini değerlemede deneyimli olmalıdır. Girişimci, değerlemeyi yapan firmanın bu konudaki uzmanlığını yakından incelemelidir (Tarras, 1991:120).

Otel vb işletmelerin değerlemeleri ile bulunan değerlerin kullanım yerleri çeşitlidir. Pazar değeri gayrimenkul değerlemelerinin çoğunun amacıdır. Tesis değerinin bilinmesine duyulan ihtiyaç alanlarından belli başlıları şunlardır (Hanrahan, 1995:194-195):

- 1- İpotekli finansman (teminat değerlendirme)
- 2- İflas / haciz işlemleri
- 3- Satın alma / satma yatırım analizleri
- 4- Yenileme / değiştirme
- 5- Bir zincire bağlı birim olma durumunda değişiklik

6- İstimlak

7- Sigorta analizi

8- Vergileme temeli

9- Finansal tablolar için değer saptama

10- Tüm tesis için veya yalnızca arsası için olsun, bir kira işleminin müzakeresi.

Bu çalışmada gayrimenkul pazarının bir segmenti olan konaklama gayrimenkullerinin veya tesislerinin değerlendirilmesi ve pazar koşulları incelenmektedir. Çalışmada ilk olarak temel kavramlar üzerinde durulduktan sonra otel değerlendirmelerinde kullanılan yöntemler; işleyişleri, avantajları, dezavantajları ve uygunlukları açısından ele alınmaktadır. Buna ek olarak, konaklama tesisleri pazarının koşulları ve bireysel işletmelerinin değerini belirleyen etkenler irdelenmektedir. Çalışma literatür araştırması biçimindedir. Çalışmanın bundan sonra yapılacak araştırmalara bir basamak oluşturması umulmaktadır.

1. DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME SÜRECİ

Değer, sübjektif bir kavramdır ve değerlendirme amaçlarına göre çeşitli değer tanımları mevcuttur. Örneğin; pazar değeri, defter değeri, sigorta değeri, tasfiye değeri ve artık değerden söz edilebilir. Normal şartlarda değer denildiğinde, bir tesis veya gayrimenkulun pazar değeri, diğer deyişle alım satım konu olan değeri anlaşılmaktadır. Pazar değeri genellikle şu şekilde tanımlanmaktadır:

"Adil bir satışın gerektirdiği koşullarda rekabetçi bir pazarda tesisin ulaşması gereken para tutarıdır. Bu tutar, her birinin baskı altında olmadan bilgiye dayanan ihtiyatlılıkla rol oynadığı alıcı ve satıcı arasındaki görüşmelerin sonucudur" (Hanrahan, 1995:194; Andrew ve Schmidgall, 1993:393; Alp, 2000a:2). Tanımın içerdiği unsurlar şunlardır;

- Tesisin satılması için yeterli süre vardır,
- Alıcı ve satıcı bilgilidirler ve kendi çıkarlarını bilmektedirler,
- Her iki tarafın birbirini üzerinde satış için baskı veya zorlaması yoktur,
- Ödeme peşin olarak yapılmaktadır.

Uluslararası yazında gayrimenkul değerlendirilmesi iki ana bölüme ayrılmaktadır: Oturma amaçlı konutların değerlendirilmesi ve ticari gayrimenkullerin değerlendirilmesi (Alp, 2000b:1). Değerleme, en iyi şekilde "değer tahmin etme süreci"

olarak tanımlanmaktadır. Değerleme uygulamalarının geliştiği ABD de profesyonel değerleyicilerin uyması gereken ve lisans mevzuatının temelini oluşturan ilkeler, akılcı olunmasını ve değerlendirme varsayım ve koşullarının belgelendirilmesini gerektirmektedir. Değerleme uygulamalarını düzenleyen ilke ve kurallar arasında Profesyonel Değerleme Uygulaması Tekbiçim Standartları, Profesyonel Etik Kuralları (Tavmergen, 2000:1) ve kamu lisans verme mevzuatı sayılabilir. Tekbiçim kurallar, profesyonel değerleyicilerin çalışmalarının genel çerçevesini oluşturmaktadır. Bu standartlar başlangıçta yalnızca pazar değeri için yapılan değerlemeleri hedef alırken, artık diğer değerlendirme ve danışmanlık hizmetlerini de kapsamaktadır (Hanrahan, 1995:193).

Amerikan Gayrimenkul Değerleme Enstitüsü'ne göre değerlendirme süreci, aşağıdaki gibi yedi aşamadan oluşmaktadır (Andrew ve Schmidgall, 1993:395):

- 1- Problemin tanımlanması,
- 2- Ön analiz ve bilgi toplama,
- 3- En iyi kullanım analizi,
- 4- Arsa değerinin tahmini,
- 5- Uygun değerlendirme yöntemlerinin uygulanması,
- 6- Değer göstergelerinin uzlaştırılması ve son değer belirlenmesi,
- 7- Belirlenen değer raporlanması.

Değerleme sürecinin kapsadığı yedi aşama, aşağıda özet biçimde açıklanmaktadır.

Aşama 1: Problemin tanımı şu unsurları kapsamaktadır; (1) değerlendirilecek tesisin belirlenmesi, (2) Mülkün kapsadığı hakların belirlenmesi, (3) değer saptama tarihi, (4) değerlemenin gelecekteki kullanım şekli, (5) değer tanımı ve (6) diğer sınırlayıcı koşullar.

Aşama 2: Bir otel fizibilite etüdünün yapılmasındakine benzer şekilde bilgi toplanması ve seçimidir. İşletmenin tarihsel ve tahmini finansal tablolarının yanı sıra rekabet, yer ve talep analizleri yapılmalıdır.

Aşama 3: En iyi kullanım analizi, değerlendirilen tesisin en yüksek gelir getirecek şekildeki kullanımını konu alır. Değerleyici, aşağıdaki soruları cevaplayarak bir konaklama işletmesinin faaliyetini incelemelidir (Hanrahan, 1995:196);

- Faaliyetlerin iyileştirilebileceği alanlar mevcut mudur?
- Maksimum gelir ve kar potansiyelini elde etmek için nasıl bir işletme durumu olabilir?
- Bugünkü yönetim, işletmenin potansiyelini realize edebilecek yetenekte midir?
- Otelin bugünkü işbirliği durumu, işletmeye en yüksek fayda / maliyet sağlamakta mıdır?

Aşama 4: Arsa, otelcilikte en önemli maliyet unsuru olduğundan ayrı değerlendirilmelidir. Genellikle arsa, satış karşılaştırma yoluyla değerlendirilir.

Aşama 5: Değerlemede kullanılacak yöntem(ler) belirlenir ve buna göre değerlendirme yapılır. Değerlemeye üç ana yaklaşım; maliyet, satış karşılaştırma ve gelir yaklaşımlarıdır.

Aşama 6: Farklı yaklaşımlarla bulunan farklı değer sonuçları göz önünde tutularak tek bir değer belirlenir.

Aşama 7: Değerleme uzmanı, bir rapor hazırlayarak bulunan değeri ve diğer bilgileri ilgililere iletir. Raporunda değerlerin dayanağı, kullanılan bilgi ve yöntem, değerlendirme yapanın kanaati vb. yer alır.

2. KONAKLAMA İŞLETMELERİNİN DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Genel olarak değer yaratan faktörler, işletme içi ve dışı olmak üzere iki ana başlık altında incelenebilmektedir. Değer yaratan işletme içi faktörler de finansal ve operasyonel olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:338-339). Bir işletmede yaratılacak değerlerin çerçevesini finansal kararlar çizmektedir. Değeri, işletmenin kullandığı fonların ağırlıklı ortalama maliyet yüzdesi ile o fonların yatırımıyla elde edilen getiri yüzdesi arasındaki getiri lehine olan fark oluşturmaktadır. Diğer fonksiyonel faaliyetlerin yürütülmesindeki etkinlik (örneğin; yeni ürün ve pazarların geliştirilmesi, etkili tanıtım, giderlerin kontrolü vb.), finansal kararların belirlediği değer çerçevesinin içinin doldurulmasına ve sınırlarının belirlenmesine etkide bulunmaktadır.

Konaklama işletmelerinde değeri etkileyen finansal kararlar aşağıdaki gibi gruplanabilir (Andrew ve Schmidgall, 1993:18);

- 1 - Yatırım kararları
 - Net nakit akımının artırılması

- Net nakit akımının değişkenliğinin (riskin) azaltılması
- 2 - Finanslama kararları
 - Yeni finansal varlık türlerinin bulunması
 - Optimal sermaye yapısının belirlenmesi

Konaklama yöneticileri, finanslamaya göre yatırım kararları ile değer yaratma konusunda daha fazla fırsat bulabilirler. Bir şirketin geliştirdiği optimal sermaye yapısı rakip şirketlerce kolayca kopya edilebilir. Buna karşılık varlık yapısı yenilikleri, sürdürülebilir rekabetçi avantajlar sağlayabilir (Andrew ve Schmidgall, 1993:20).

Gayrimenkul pazarındaki değişimler, gayrimenkulün değerini etkileyen çeşitli güçlerin etkileşiminin sonucudur. Sürekli değişim içinde olan çevresel güçlerin etkisini, yönünü ve hızını tanımlamak değerleyicilerin önemli bir sorunudur (Hanrahan, 1995:191). Belirli çevresel koşullarda değer yaratan gerek finansal gerekse faaliyetler karar ve uygulamalar, somut sonuçlarını birtakım finansal performans ölçülerinde bulmaktadır. Dolayısıyla bir konaklama işletmesinin bugünkü değerinin belirlenmesinde finansal performans göstergelerinin belirleyici olacağı söylenebilir.

Gelişmiş ülkelerde zaman zaman araştırmacılar ve değerlendirme şirketleri, belirli bölgeler ve pazar segmentleri (lüks sınıf, orta sınıf vb.) itibarıyla otel değerlerinin trendlerini çıkarmaktadırlar. Bağımlı değişken durumundaki otel değeri ile bağımsız değişkenler olarak belirli sayıdaki finansal başarı ölçütleri arasında çoklu regresyon analizi ile geçmişe yönelik olarak buldukları ilişkileri geleceğe projekte ederek otel değerlerini ve eğilimlerini tahmin etmektedirler. Bu yaklaşımdan hangi finansal ve faaliyetler başarı göstergeleri ile otel değerleri arasında pozitif ilişkiler olduğu çıkarılabilir.

Otelcilikte çok kullanılan "doluluk oranı", "ortalama günlük oda fiyatı (ADR)" ve "oda sayısı", varlık ve yatırım olarak otellerin önemli karakteristiklerini kapsamaktadır. Doluluk oranı ve ortalama günlük oda fiyatı modele sokulduğu zaman, gelecekteki nakit akımlarını bugünkü değere indirgemedi kullanılan iskonto oranı, otel değerinin önemli bir göstergesi olmamaktadır. Ayrıca otelin yeri de (bölge) otel değerinin önemli bir göstergesi olmaktan çıkmaktadır. Çünkü model, bölgedeki ekonomik değişimleri kapsamaktadır. Metropolitan bölgeler de, doluluk oranı ve ortalama oda fiyatı içinde pazar değişimleri yoluyla kapsamaktadır. Başka araştırmalar da aynı değişkenlerin otel değerlerinin önemli belirleyicileri olduğunu göstermiştir (O'Neill ve Lloyd-Jones, 2001:14-15). Fiziksel, yersel ve ekonomik faktörler topluca kar

veya zarar yaratmakta ve zaman içinde değer değişikliklerine yol açmaktadır (Corgel ve deRoos, 1994: 33).

Otel sektöründe otel değerini belirlemede yaygın biçimde kullanılan basit bir teknik vardır: Ortalama Oda Fiyatı Başparmak Kuralı (ADR Rule of Thumb). Buna göre bir otel, oda başına değer olarak her 1000 \$'a karşılık, ortalama oda fiyatı olarak 1 \$ kazanmalıdır. Örneğin, 12.000.000 \$'a alınan veya yapılan bir 100 odalı otel, oda başına 120.000 \$ ile değerlendirilecektir. Ortalama Oda Fiyatı Başparmak Kuralı'na göre bu tesis oda başına 120 \$ ortalama günlük fiyat (gelir) kazanmalıdır. Tersini açıdan, bir otel, oda temelinde günlük oda fiyatının 1000 katı ile değerlendirilebilir. Bu durumda, ortalama oda fiyatı 120 \$ olan 100 odalı bir otelin değeri şöyle belirlenecektir: $1000 \times 100 \times 120 \$ = 12.000.000 \$$. Otel değeri ile ortalama oda fiyatı arasındaki ilişki 1000'e 1 ilişkisi otel tiplerine göre biraz farklı olabilmektedir (O'Neill, 2003:8). Otelcilikte anahtar bir faaliyet başarı ölçüsü olan "ortalama günlük oda fiyatı", otel değeri açısından kritik bir faktördür. Oda fiyatının yüksekliği ölçüsünde bir otelin değerli olduğu söylenebilir.

ABD de tanınmış değerlendirme danışmanlık şirketi HVS International'ın kurucusu ve başkanı olan ve değerlendirme konusunda otorite kabul edilen Stephen Rushmore da otel değerleri açısından temel yönlendiricinin "oda arzı" olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre konjoktürel durum bir yana bırakılırsa, doluluk trendlerindeki değişimin nedeni, oda arzındaki büyümedir. Otel getirilerini diğer gayrimenkullere göre daha yüksek bulan yatırımcılar daha kolay finansman bulmakta ve yeni yatırımlar yapmaktadırlar. Artan oda kapasitesi talep artışı ile karşılanmazsa, otel dolulukları düşmektedir. Oda fiyatlarını bastıran düşük doluluklar, karları azaltmakta ve bu da otel değerlerini aşağı çekmektedir. Düşen karların ve değerlerin görülmesi, kredi verenleri ve özkaynak yatırımcılarını otel yatırımlarına çekmemekte ve böylece büyüme yavaşlamaktadır. Talep büyümesi arzı aştığı zaman, doluluk ve oda fiyatları artmakta, karlar iyileşmeye başlamakta ve değerler yükselmektedir. Sonuç olarak otel değerleri döngüsel bir karaktere sahiptir. Çoğu otel yatırımcıları geçmişte talep düşüşü ve yetersiz yönetimden çok, arz artışı nedeniyle zarar görmüşlerdir (Rushmore ve Goldhoff; 1997:18-29).

Otel değerleri açısından, ABD gibi istikrarlı ekonomilerle Türkiye gibi istikrarsız ve gelişmekte olan ülkeleri birbirinden ayrı tutmakta yarar vardır. Finansman kaynaklarının yetersizliği nedeniyle Türkiye'de konaklama arzı, çoğu durumda talebin gerisinde kalmıştır. Türkiye'de turizm talebi her yıl bir önceki yıla göre - istisnalar dışında - önemli artışlar göstermektedir. Karsızlık

ve otel değer düşüşleri, daha çok talepteki ani düşüşlerin, bu da ülkede ve bölgede zaman zaman görülen birtakım politik istikrarsızlıkların ve krizlerin bir sonucu olmaktadır. Örneğin; 1991 Körfez Krizi, Irak Savaşı, terör olaylarının artması, 2001 krizi gibi. Böyle dönemlerde yüksek oranda borçlu olan ve düşen doluluklar nedeniyle ödeme sıkıntısına giren konaklama işletmeleri yoğun şekilde el değiştirmek zorunda kalmaktadırlar veya finans kurumlarına devredilmektedirler (Afşar, 2002:159). Sınırlanmış koşullarda alınıp satılan konaklama tesislerinin satış fiyatlarının gerçek pazar değerlerini yansıttığı kuşkuludur. Öte yandan ülkede yeni gelişen sektörde otel değerleri ve trendleri konusunda ciddi bilgi açığı bulunmaktadır.

Otel sektöründe yüksek sabit maliyetler nedeniyle yüksek olan faaliyet kaldıracı, genellikle otel kar ve değerlerinin iniş ve çıkışlarını arttıran bir faktör olmaktadır. Oteller, genellikle doluluğun arttığı dönemlerde oda fiyatlarını enflasyondan daha hızlı arttırabilmektedirler. Gelirler toplam sabit maliyetleri aştığı zaman, faaliyet kaldıracı otelin lehine çalışmaktadır. Çünkü belirli bir doluluk düzeyinden sonra, bir odanın satışının ek giderleri yalnızca göreceli olarak az değişken giderlerdir: kat hizmetleri, çamaşırhane ve müşteri malzemeleri gibi. Bir otel böyle durumlarda dolulukla birlikte karlılığını büyük ölçüde arttırır. Bununla birlikte bir otel, sabit giderler kadar gelir elde etmeye olanak verecek yeterli doluluğu sürdüremediği zaman, faaliyet kaldıracı tersine çalışır (Rushmore ve Goldhoff; 1997:19-20).

Konaklama tesisi değer artış kazançlarının maksimize edilebilmesi için, alım ve satım zamanlamalarının da doğru yapılması gerekmektedir. Bu konuda iki gösterge yatırımcılara yol gösterici olabilir. Birincisi; yatırımcılar, mevcut bir tesisin satış fiyatı o tesisin maliyet değerinden yüksek ise yeni bir otel inşa etmeyi düşünmelidirler. Tersini açıdan, yeni bir otel inşa etmek mevcut bir tesisi satın almaya göre daha maliyetli olduğu zaman yeni inşaat yapılmaz. İkinci olarak, otel değer endekslerinden yararlanılabilir. Otel değer endeksleri (HVS International'ın geliştirdiği Hospitality Valuation Index gibi) çeşitli yer ve segmentlerde otel değer trendlerini yansıtmaktadır. Otel değeri projeksiyonu yapan bu modellerin kullanımı ile yatırımcılar, giriş ve çıkış stratejilerini belirleyebilirler ve pazar değerlerinde iniş ve çıkışların avantajlarından yararlanabilirler.

Otel değeri ile ilişkili değişkenler ve bunlara dayanarak çıkarılan değer trendleri, bireysel bir otelin bugün ve gelecekteki değerlerini belirlemek için yeterli değildir. Bir otelin değerlemesinde üzerinde durulması gereken unsurlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Hanrahan, 1995:198-201);

- 1- Otelin fiziksel tesisi
- 2- Otelin bir zincirin uzantısı olma durumu
- 3- Otelin risk derecesi
- 4- Pazar koşulları

Son olarak, otel değerinin her zaman otelin satış fiyatı ile eş düzeyde olmadığı belirtilmelidir. Otel satış fiyatını, değeri etkileyen etmenlere ilaveten başka faktörler de etkiler. Satış fiyatları, her iki taraftaki alıcı ve satıcının motivasyonları ve bilgi seviyeleri tarafından etkilenmektedir (Corgel ve deRoos, 1994:33). Bilinçli bir alıcı veya satıcı, tesisin pazar değerini gerçekçi bir şekilde belirledikten sonra satış fiyatına bakmalı ve aradaki farka göre davranmalıdır.

3. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Gayrimenkullerde değeri belirlemeye yönelik genel kabul gören yaklaşımlar Maliyet Yaklaşımı, Satış Karşılaştırma Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı'dır (Andrew ve Schmidgall, 1993; Nilsson, 2001; Tarras, 1991; Coltman 1979; Alp, 2000; Okur, 2001). Belirtilen değerlendirme yaklaşımları, aşağıda otel işletmeleri açısından incelenmektedir.

3.1. Maliyet Yaklaşımı (MY)

MY, mevcut olan bir tesisin aynı yerde yeniden yapılması halinde kaç mal olacağını göz önüne alır. Bu yaklaşımda otel varlıkları üç grupta ele alınırlar: arsa, binalar ve içsel varlıklar. Arsa değerinin belirlenmesinde genellikle aynı bölgedeki satılık arsaların parsel satış değerleri esas alınır. Karşılaştırılan arsaların aralarındaki özellik farklılıkları, değerlerin farklılaşmasına yol açtığından düzeltmeler yapılmasını gerektirir. Değerin düzeltilmesinde dikkate alınması gereken faktörler arasında arsanın; yer ve konumu, parsel büyüklüğü, satış zamanı, girişi, cephesi, mıntıkası vb. sayılabilir. Otel vb. işletmelerde arsa değeri imalat işletmelerine göre genellikle çok yüksek olmaktadır. İkinci aşama, teçhizat ve mefruşatın değerinin belirlenmesidir. Bu varlıkların içine otel odalarındaki (yataklar, şifoniyerler, aynalar, duvar resimleri, halılar, televizyon setleri vb) ve restoranlardaki (sandalyeler, masalar, tezgahlar, fırınlı ocaklar vb) ekipmanlar girmektedir. Otellerdeki bu tür içsel varlıkların ilk maliyetlerinden amortisman ayrılarak tahmini değerleri bulunur. Konaklama işletmelerinde müşterilerin tatmininde ve konforunda önemli rol oynayan içsel varlıklar çok çeşitlidir ve genellikle 5-10 yıllık bir ekonomik ömre sahiptirler. Bu tür varlıkların ikinci el değerleri oldukça düşük olmakta-

dır (Coltman, 1995:128). MY'nin üçüncü adımında binanın yeniden üretim maliyeti belirlenir. Bunun bir yolu, ilk maliyeti uygun inşaat endeksi ile çarpmaktır. Çeşitli tipteki inşaatlar için geliştirilen inşaat endeksleri, zaman içinde değişen göreceli inşaat maliyetlerini yansıtır. Sonra binanın amortisman giderleri bulunur. Bina amortismanı yeniden üretim maliyetinden çıkarılarak net yeniden üretim maliyeti elde edilir. Son aşamada ise binanın net yeniden üretim maliyetine daha önce bulunmuş olan arsa değeri ve teçhizat ve mefruşatın net değeri eklenerek tesisin toplam değeri bulunur.

MY'nde otelin gelecekte elde edebileceği gelirlerle ilgilenilmemekte ve otelin bir işletme olarak değeri göz ardı edilmektedir. Ayrıca pazarın tesise ne kadar ödeme yapmaya hazır olduğuna da bakılmamaktadır. Zayıf bir yanı da amortisman tahminlerinin sübjektif olmasıdır. Bundan dolayı MY, konaklama ve yiyecek hizmet işletmeleri gibi gelir getiren varlıklarda nadiren kullanılmaktadır (Andrew ve Schmidgall, 1993:399), bununla birlikte yakın zaman önce inşa edilmiş bir konaklama işletmesinin değerlendirilmesinde kullanılabilir (Tarras, 1991:120; Nilsson, 2001a:8). MY, anlaşılması ve uygulanması basit olmakla birlikte uzun zamandır pazarda faaliyet gösteren, belirli bir pazar payı olan, oturmuş bir düzeni bulunan ve tanınmış bir ad ve imaja sahip olan bir otel ile yeni kurulacak bir tesisi aynı temelde değerlendirmek gerçekçi görünmemektedir.

3.2. Satış Karşılaştırma Yaklaşımı (SKY)

SKY, değerlendirilen tesis ile son zamanlarda satılmış olan benzer tesislerin satış değerlerinin karşılaştırılmasına dayanır. Son zamanlarda satılan benzer tesislerin değerlerini öğrenmek ve tesisler arasındaki farklara göre düzeltmeler yapmak, bu yaklaşımın temelini oluşturmaktadır. Değerde düzeltmeyi gerektiren faktörlerden bazıları; yer, tesisin bir zincire bağlı olması, fiziksel durum, satış koşulları, satış tarihi, finansman koşulları ve çeşitli imkanlardır.

SKY'nde ilk olarak, son zamanlarda satışa konu olmuş birkaç benzer tesise ilişkin satış bilgisinin elde edilmesi gerekmektedir. Benzer işletmelerin ne kadar alıcı bulunduğu ve ödeme şartlarının ne olduğunun bilinmesi, SKY yoluyla bir oteli değerlendirebilmek için zorunludur. İkinci aşamada, sağlıklı bir karşılaştırma yapabilmek için değer açısından önemli olabilecek tesisler arasındaki özellik farklılıkları belirlenir. Bu özellik farklılıkları; satış tarihi, oda sayısı, oda büyüklüğü, müşteri hizmetleri, kalite, yer, tesisin yaşı vb olabilir. Üçüncü aşamada, ikinci aşamada belirlenmiş farklılıkların etkileri değerlendirilir.

rilir. Diğer deyişle, karşılaştırılan tesislerin satış fiyatları, değerlendirilen tesis ile olan farklara göre düzeltmelere tabi tutulur. Son olarak, değerlemeye konu olan otel için bir değer tespiti yapılır.

SKY, konaklama endüstrisinde ender olarak kullanılır. Çünkü bu yaklaşımda karşılaştırılan tesisler arasında çok sayıda düzeltme yapılmasını gerektiren farklılıklar bulunmaktadır (Andrew ve Schmidgall, 1993:401). Bu nedenle SKY, çoğu konaklama işletmelerinin değerlemesinde çok yararlı değildir. Bununla birlikte o bölgede konaklama işletmelerinin hangi fiyat aralığında satıldıklarını belirlemede yararlı olabilir. Karşılaştırmaları yapmak için gerekli veriler elde olduğu ve değerleyicinin yerel pazarı çok iyi tanıdığı durumda SKY yararlı olur (Tarras, 1991:121). Türkiye gibi sektörün gelişmekte olduğu ülkelerde konaklama tesislerine ait güvenilir satış bilgilerinin bulunması oldukça güçtür. Bunun yanı sıra bulunan satış örnekleri çoğu zaman finansal yönden zor durumdaki tesislere ait olup, sağlıklı pazar değerlerini yansıttığı kuşkuludur.

3.3. Gelir Yaklaşımı (GY)

GY, otelin gelir yaratma kapasitesi ile değeri arasında ilişki kurarak otel değerini belirleyen göreceli olarak karmaşık bir yöntemdir. Bu yöntem, tesisin gelecekteki net nakit akımını beklenen karlılık oranı üzerinden bugüne indirgeyerek değeri belirlemektedir.

Otelin değeri gelecekteki gelirlerine bağlı olduğundan, ilk olarak otelin gelecek net nakit akımı tahmin edilmelidir. Net nakit akımı, gelirlerden amortisman ve faiz giderleri dışında tüm faaliyet giderlerinin çıkarılması ile hesaplanır. Bir konaklama işletmesinin nakit akımlarının belirlenmesi birkaç şekilde yapılabilir. Bunlardan biri, ortalama (stabilize) yıllık nakit akımının indirgemede temel alınmasıdır. Bu yöntemde, tesisin geri kalan ömrü boyunca yıllık nakit akımları tahmin edilmekte ve basitçe ortalaması alınmaktadır. Bununla birlikte uzak yıllardaki nakit akımlarının daha yüksek bir iskonto oranı ile indirgenmesi gereği göz ardı edilmektedir. Çünkü uzak yıllardaki nakit akımları daha risklidir. Ayrıca tesisin geri kalan ömrü uzun ise, uzak yıllardaki nakit girişi tahminlerinin doğru olma olasılıkları azalacaktır. Burada değerleyici, sübjektif biçimde herhangi bir normal yılın nakit getirisini ortalama yıllık net nakit akımı olarak kabul edebilir. Bir anlamda stabilize nakit akımı, otel tam faaliyete geçtikten ve pazarını oluşturduktan sonra beklenen yıllık getiri (Tarras, 1991:121). İlk kuruluş yıllarında konaklama işletmelerinin gelirleri genellikle hemen yükselmez ve giderlerini karşılamada yetersiz kalır.

Başabaşa ulaşmak, genellikle üç-beş yıllık bir dönemin geçmesini gerektirir (Hughes, 1986:161).

Yıllık net nakit akımının belirlenmesinde izlenebilecek diğer bir yol, tesisin geri kalan ekonomik ömründeki her bir yılın nakit akımlarının tahmin edilmesidir. Ekonomik ömür sonunda varlığın artık değeri varsa, bu değer de eklenmektedir. Tesisin ömrü sonunda yıkma maliyetleri söz konusu olabilir. Bunun yanı sıra ekonomik ömür sonunda sadece arsanın bir değeri olmaktadır. Bu şekildeki yıllık net nakit akımlarının indirgenmesinde uzun zaman dönemi bir tahmin problemi yaratabilir. Tahmin edilen nakit akımının yılı uzadıkça, nakit akımının gerçekleşme olasılığı azalacaktır. Konaklama yatırımcıları genellikle tesisin ekonomik ömrünün sonuna kadar beklemezler, tersine tesisi, belirli bir yıl sonuna kadar elde tuttuktan sonra artan değerden yararlanmak üzere satarlar. Değerlenen tesisleri satan yatırımcılar, aynı tesisi bir anlaşmaya (kiralama veya yönetim sözleşmesi) dayanarak işletmeye devam edebilirler. Özetle; bu yaklaşımda tesisin tüm ekonomik ömrü değil, yalnızca elde tutma dönemi ile yapım dönemi kapsanır. Böylece öngörülebilir bir gelecekteki nakit akımları daha sağlıklı tahmin edilebilir. Ancak işletme dönemi sonunda tesisin satış fiyatı, geri kalan ömürdeki nakit akımlarının iskontolanması ile bulunduğundan, yine aynı güçlüklerle karşılaşılır. Gelecekteki nakit akımları üzerinde odaklanılırken, konaklama tesislerinin cari piyasa koşullarının göz ardı edilmesi ihtimali olabilir (Nilsson, 2001a:8). Buna ek olarak, otel sektöründe nakit akım tahminleri yapmanın başka güçlükleri de olabilir. Örneğin bugün yüksek olan gelirler, yakın yerlerde yeni rakip otellerin kurulmasıyla veya başarılı yönetim ekibinin işten ayrılmasıyla gelecekte devam etmeyebilir. Diğer yandan bir konaklama işletmesinin gelirleri her zaman düzenli olmayabilir. Gelirler, tesisin hayat seyrinde belirli bir zaman noktasına kadar yükselirken, sonraki yıllarda düşebilir. Gelirlerin iniş ve çıkışında varlıkların yenilenmesinin ve yönetimin etkinliğinin payı büyüktür.

GY'nın ikinci aşamasında uygun bir iskonto oranı (istenen getiri oranı) belirlenir. İskonto oranı birkaç şekilde belirlenebilir: Bunun için birinci olarak, son zamanlarda satılmış olan benzer otellerin getiri oranlarından yararlanılabilir. İkinci olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti esas alınabilir (Andrew ve Schmidgall, 1993:403). Son zamanlarda otel satış işlemlerinden çıkarılan iskonto oranı kullanıldığı zaman, farklı yılların nakit akımlarının kullanılmış olabileceğine dikkat edilmesi önemlidir. Çünkü esas alınan farklı yıllık nakit akımları farklı iskonto oranlarını sonuç verir. Ayrıca düzeltme yapılmasını gerektiren, otellerin heterojen yapısı dikkate alınmalıdır (Nilsson, 2001a:8).

Yıllık net nakit getirinin pazar değerine bölünmesi yoluyla iskonto oranı elde edilebilir.

$$\text{İskonto Oranı} = \frac{\text{Yıllık NNA}}{\text{Pazar Değeri (Satış Fiyatı)}}$$

Satılan otellerden iskonto oranının çıkarımında benzer tesislerin; finansman koşulları, pazar koşulları, yıllık net nakit akımlarının hesaplanması vb. açılardan ciddi farklılıkların olmaması, varsa, iskonto oranının buna göre düzeltilmesi gereklidir.

GY'nin üçüncü ve son aşamasında yıllık net nakit akımları iskontolanmaktadır. Böylece bir tesisin değeri aşağıdaki gibi belirlenir:

$$\text{Pazar Değeri} = \frac{\text{Yıllık NNA}}{\text{İskonto Oranı}}$$

Konaklama tesislerini değerlemede kullanılan en yararlı yöntem gelir yaklaşımıdır. Konaklama ve yiyecek hizmet işletmeleri gelir getiren varlıklar olduğundan, bu yaklaşım onları değerlemek için oldukça uygundur (Andrew ve Schmidgall, 1903-401). Nakit akımlarını indirgemenin işletmelerin değerlemesinde en uygun yaklaşım olduğu yazında da genel kabul görmektedir (Harris ve Brown, 1998:169; Ata, 2003:7; Ercan ve Ban, 2000:11; Okur, 2001:1). Konaklama endüstrisi o kadar hizmete yöneliktir ki, bir konaklama işletmesinin değerinin önemli bir kısmı, o işletmenin yönetiminin kalitesi tarafından belirlenir (Tarras, 1991:121). Şirketlerde oluşan değeri ve satış fiyatını belirleyen, yönetimin ve yöneticilerin başarılarıdır (Uras, 28.08.2005). Bununla birlikte, konaklama tesisleri alım-satım piyasasında çeşitli nedenlerle meydana gelebilen değer iniş ve çıkışları, işletme gelirleri dışında dönemsel koşulların da değer üzerinde etkili olabileceğini düşündürmektedir.

SONUÇ

Konaklama işletmelerinin değerlemesinde kullanılan yöntemler genellikle maliyet, satış karşılaştırma ve gelir yaklaşımlarıdır.

Yerine koyma maliyetini esas alan maliyet yaklaşımı ile bulunan değerin, konaklama tesislerinin değerini yansıtmaya olasılığı düşüktür. Çünkü maliyet yaklaşımı, konaklama tesislerinin işleyen bir varlık olma ve gelir getirme özelliklerini göz ardı etmektedir. Yeni kurulan tesislerin değerlemesinde maliyet yaklaşımı uygun olabilir. Bunun yanı sıra, bir tesisin maliyet değeri ile benzer tesislerin pazarda satış fiyatları arasındaki fark, yatırımcılara yeni bir

tesis inşa etme ya da mevcut bir tesisi satın alma fizibilitesi hakkında yol gösterici olabilir.

Pazarın benzer bir tesise ne kadar ödemeye hazır olduğu ile ilgili olan satış karşılaştırma yaklaşımı da, bire bir benzer iki konaklama tesisinin bulunduğu nedeniyle pek uygulanabilir değildir. Satış karşılaştırma çok güvenilir olmasa da aynı kategorideki otellerin fiyat aralıklarını göstermesi bakımından yararlıdır.

Gelir yaklaşımı ile konaklama tesislerini değerlemede değerleyicilerin farklı varsayımlarda bulunmaları ve gerek yıllık net nakit akımlarının tahmininde gerekse iskonto oranının seçiminde sübjektif davranmaları, aynı tesisin farklı değerlendirilmesine yol açabilir. Konaklama yatırımlarının çok uzun ömürlü olmaları ve esnek talep koşulları gelir yaklaşımının kullanımını güçleştirmektedir. Bununla birlikte konaklama tesisleri gelir getiren ve hizmete yönelik varlıklar olduğundan ve yönetim kalitesinin tesisin gelir elde etme yeteneği üzerindeki etkisi yüksek olduğundan, gelir yaklaşımı, diğer tür ticari gayrimenkullerde de olduğu gibi, en uygun değerlendirme yaklaşımı olarak kabul edilebilir. Tüm yaklaşımlar ile bulunan otel değerleri yatırımcılar için bir veri kaynağı teşkil ederken, indirgenmiş nakit akımlarına dayanan gelir yaklaşımı tesis alım-satım görüşmelerinde ana referans olarak alınmalıdır.

Konaklama sektöründe oda arzı ve talebi arasındaki ilişki, otel değerlerini ve eğilimlerini belirleyen temel etmen durumundadır. Konaklama arz kapasitesinin talebi aşması ile doluluklar ve gelirler düşmeye başlamakta, bunu izleyen otel değerleri de düşme eğilimine girmektedir. Bu durum, yatırımların duraklamasına yol açarken, zamanla talebin arzı aşması ile görülen gelir artışı, otel değerlerinin yeniden yükselme dönemine girmesine neden olmaktadır. Böylece otel değerleri, pazar koşullarına bağlı olarak bir döngü içine girmektedir. Bununla birlikte otel değer değişmelerini, bölgesel temelde ve farklı otel tipleri açısından ayrı ayrı değerlendirmek gerekmektedir.

Otel değerleri ile ilişkili değişkenlere daha yakından eğilirsek; otelcilikte anahtar performans ölçüleri olan ve sık kullanılan "doluluk oranı" ve "ortalama oda fiyatı" ile otel değerleri arasında yakın ilişkiler olduğunu araştırmalar göstermektedir. Bunlara otel büyüklüğünü yansıtan "oda sayısı" nı da eklememiz gerekmektedir. Nitekim konaklama işletmelerinin değerinin tahmininde yaygın biçimde kullanılan pratik bir yöntem olan "ortalama oda fiyatı başparmak kuralı"na göre, genellikle ortalama oda fiyatı ile oda başına değer arasında 1'e 1000 ilişkisi bulunmaktadır. Bu oran otel tiplerine göre değişir-

bilse de, ortalama oda fiyatının tek başına bile otel değerini yansıtabilen kritik bir faktör olduğunu göstermektedir. Ortalama oda fiyatının doluluk oranını da kapsayan bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. Yüksek ortalama oda fiyatları yüksek doluluk durumlarında mümkün olabilirken, düşük dolulukları arttırmak için fiyatları düşürmek gerekmekte, oda satışları arttıkça fiyat indirimleri yapma gereği ortadan kalkmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde belirtilen değişkenlerle otel değerleri arasında ilişki kuran ve bu ilişkiyi geleceğe yansıtan otel değer endeksleri çıkarılmaktadır. Buradan bir otelin bugünkü fiyatının hangi aralıkta olduğunu görmenin yanı sıra gelecekteki seyrini tahmin etmek mümkün olabilmektedir. Böylece yatırımcılar, otel değer endeksleri yardımıyla otel alım-satım zamanlamalarını en çok kazanç sağlayacak şekilde yapabilirler. Bununla birlikte otel değer trendleri, bir otelin bugünkü ve gelecekteki değerini tam olarak gösteremez. Her bir otel, kendi özel koşullarında değerlendirilmelidir.

KAYNAKÇA

- AFŞAR, Aslı. (2002). *Türkiye Turizm Sektöründe Konaklama İşletmelerinin Finansal Analizi*, **Anadolu Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt XVIII, Sayı: 1-2, Eskişehir.
- ALP, Ali. (2000a). *Gayrimenkul Değerlemesine Genel Bakış: Oturma Amaçlı Konutların Değerlemesi*, **Active**, Haziran-Temmuz.
- ALP, Ali. (2000b). *Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi*, **Active**, Ağustos-Eylül.
- ANDREW, William P. ve SCHMIDGALL, Raymond S. (1993). *Financial Management for the Hospitality Industry*, **A.H.M.A.**, East Lansing, Michigan.
- ATA, Özgür. (2003). *Relatif Değerleme Yaklaşımına Göre Şirket Değerlemesi*, **Active**, Temmuz-Ağustos.
- COLTMAN, Michael M. (1995). **Ağırlama İşletmelerinde Finansal Yönetim**, Çev. Önder Met, İnce Matbaası, Balıkesir.
- CORGEL, John B. ve DEROOS, Jan A. (1994). *Buying High and Selling Low in the Lodging-Property Market*, **Cornell H.R.A. Quarterly**, Aralık 1994.
- ERCAN, Metin Kamil ve BAN, Ünsal. (2005). **Değere Dayalı İşletme Finansı - Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- GELLER, L. (1998). *The Demands of Globalization on the Lodging Industry*, **FIU Hospitality Review**, 16, (1).
- HANRAHAN, Daniel C. (1995). *Valuation: Regulation Versus Reality*, Ed. L.E.Raleigh ve R.J.Roginnsky, **Hotel Investments - Issues and Perspectives içinde**, **A.H.M.A.** Educational Institute.

- HARRIS, Peter J. ve BROWN, Jackie Brander. (1998). *Research and Development in Hospitality Accounting and Financial Management*, **International Journal of Hospitality Management**, 17.
- KNOWLES, T. (1996). **Corporate Strategy for Hospitality**, London.
- NILSSON, Marie, HARRIS, Peter ve KETT, Russel. (2001a). *Towards A Valuation Framework for Hotels as Business Entities*, **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, 13/1.
- NILSSON, Marie, HARRIS, Peter ve KETT, Russel. (2001b). *Valuing Hotels as Business Entities*, **Journal of Leisure Property**, Vol. 2, No 1.
- OKUR, Sergun. (2001). *Şirket Değer Tespit Metotlarından İndirgenmiş Nakit akımı ve Pratikte Uygulanması*, **Active**, Kasım-Aralık.
- O'NEILL, John W. (2003). *ADR Rule of Thumb: Validity and Suggestions for its Application*, **Cornell H. R. A. Quarterly**, Ağustos 2003.
- O'NEILL, John W. ve LLOYD-JONES, Anne R. (2003). *Hotel Values in the Aftermath of September 11, 2001*, **Cornell H. R. A. Quarterly**, Aralık.
- RALEIGH, L. E. ve ROGINNSKY, R. J. (1995). *Hotel Investments -Issues and Perspectives*, **A.H.M.A.** Educational Institute.
- RUSHMORE, Stephen ve GOLDHOFF, George. (2001). *Hotel Value Trends*, **Cornell H. R. A. Quarterly**, Aralık.
- TARRAS, J. M. (1991). **A Practical Guide to Hospitality Finance**, Van Nostrand Reinhold, New York.
- TARRAS, J. M. (1996). *Property Exchange Rules Offer Tax Opportunities for Hotel owners*, **FIU Hospitality Review**, Fall.
- TAVMERGEN, İge Pınar. (2004). *Turizm İşletmelerinde Değerleme faaliyetleri*, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Ocal<2000 /turizm.htm>, 03.07.
- URAS, Güngör. (2005). *Şirketlerin Değerini Yönetim ve Yönetici Arttırıyor*, **Milliyet Gazetesi**, 28.08.
- ÜRETEN, Aykan ve ERCAN, Metin Kamil. (2000). **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- YARCAN, Şükrü. (1998). **Türkiye'de Turizm ve Uluslararasılaşma**, 2. Basım, Boğaziçi Üni. Yay., İstanbul.
- ZHAO, J.L. ve OLSEN, M.D. (1997). *The Antecedent Factors Influencing Entry Mode Choices of Multinational Lodging Firms*, **International Journal of Hospitality Management**, 16, (1).